

1. Genel Değerlendirme

İktisadi faaliyet, güçlü kredi ivmesinin desteğiyle 2020 yılının üçüncü çeyreğinde yurt içi talep kaynaklı belirgin bir toparlanma kaydetmiştir. Ekonomideki toparlanma büyük ölçüde sektörler geneline yayılırken, salgından olumsuz etkilenen hizmet gruplarında faaliyet zayıf seyretmiştir. Güçlü kredi ivmesinin desteğiyle ertelenmiş talep hızlı bir şekilde devreye girmiş, özel tüketim ve yatırım harcamaları yılın üçüncü çeyreğinde yüksek oranda artmıştır. Öte yandan, turizmdeki zayıf seyrin de etkisiyle net ihracatın büyümeye katkısı tarihsel olarak en düşük seviyede gerçekleşmiştir.

Milli gelir verilerini takip eden veri akışı iktisadi faaliyetin güç kazandığına işaret etmiştir. Sanayi üretimi ile ticaret ve hizmet cirolarındaki kuvvetli artış eğilimi Ekim-Kasım döneminde sürmüştür. Satış ve sipariş göstergeleri salgın öncesi düzeylerinin ve uzun dönem eğilimlerinin belirgin şekilde üzerine çıkmıştır. Dayanıklı tüketim malı siparişleri kredi genişlemesinin birikimli etkileriyle talep koşullarının canlı seyrettiğine işaret etmiştir. Yatırım talebindeki artış son çeyrekte devam etmiş, imalat sanayi firmalarının yatırım eğilimi güçlenmiştir. Bu veriler ışığında, ekonominin döngüsel durumuna ilişkin değerlendirmeler toplam talep koşullarının enflasyonist düzeylerde olduğu yönündedir. 2020 yılının ikinci yarısında iktisadi faaliyetin geçmiş öngörülerden güçlü seyri, çıktı açığı tahminlerinde belirgin bir yukarı yönlü güncellemeye neden olmuştur.

Salgına bağlı kısıtlamaların ekonomi üzerindeki aşağı yönlü etkileri, geçtiğimiz yılın ikinci çeyreğine kıyasla daha sınırlı seyretmekle birlikte, hizmetler ve bağlantılı sektörlerdeki yavaşlamaya bu sektörlerin kısa vadeli görünümüne dair belirsizlikler sürmektedir. Salgının ilk dönemine göre kısıtlamaların daha sınırlı olması ile tüketim kalıplarındaki değişim, kısıtlamaların faaliyet ve işgücü piyasası üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamaktadır. Nitekim, fiziki temasın yüksek olduğu sektörlerdeki istihdam kayıpları, bilgi-iletişim ve ulaştırma-depolama sektörlerindeki istihdam artışı ile kısmen de olsa telafi edilebilmektedir. Salgının seyrine bağlı olarak başta hizmetler sektörü olmak üzere iç ve dış talebe ilişkin belirsizlikler sürmektedir.

Salgın döneminde sağlanan yüksek kredi büyümesinin birikimli etkileriyle güç kazanan iç talebin cari işlemler dengesi ve enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi devam etmektedir. Güçlü kredi ivmesi, hem iç talep kanalıyla hem de enflasyon beklentileri ve dolarizasyon kanalıyla ithalatı artırmış ve 2020 yılında cari işlemler dengesindeki bozulmanın önemli bir belirleyicisi olmuştur. Son dönemde artış gösteren vaka sayılarına bağlı olarak dış ticaret ortaklarımızda iktisadi faaliyet yavaşlamakla birlikte salgın kısıtlamalarının imalat sanayi faaliyetini kapsamaması ihracat görünümünü desteklemektedir. Diğer taraftan, ithalat talebinde kısmi bir yavaşlama gözlenirken, altın ithalatı tarihsel ortalamaların üzerindeki seyrini korumaktadır. Finansal koşullardaki sıkılaşımla birlikte son dönemde kredilerde başlayan yavaşlamanın iç talep ve ithalatı sınırlayıcı etkisinin önümüzdeki dönemde daha belirgin hale gelmesinin cari dengesi olumlu etkilemesi beklenmektedir.

İç talep koşulları, döviz kuru başta olmak üzere birikimli maliyet etkileri, uluslararası gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki yükseliş ve enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyeler, enflasyon görünümünü olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Tüketici enflasyonu Ekim Enflasyon Raporu'nda paylaşılan tahminlerin üzerinde gerçekleşmiştir. 2020 yılının ilk on aylık döneminde yüzde 12 civarında yataya yakın bir seyir izleyen tüketici enflasyonu, temel mal ve gıda enflasyonundaki artışın belirginleşmesiyle son çeyrekte yükselmiş ve yıl sonunda yüzde 14,60 olarak gerçekleşmiştir. Temel mal enflasyonundaki yükselişte güçlü kredi ivmesine bağlı talep koşulları ile döviz kuru ve uluslararası emtia fiyatlarının sürüklediği maliyet baskıları etkili olmuştur. Salgına bağlı olarak talep koşullarının zayıf olduğu mal ve hizmet kalemleri tüketici enflasyonunu sınırlarken, kredi ve döviz kuru gelişmelerine görece daha duyarlı gruplarda enflasyon yüksek seyretmektedir. Bu görünüm altında çekirdek enflasyon göstergeleri yükselişini sürdürürken, fiyat artırma eğilimi genele yayılmaktadır.

Güçlü parasal sıkılaştırmanın etkileriyle enflasyon üzerinde etkili olan talep ve maliyet unsurlarının kademeli olarak zayıflayacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, uluslararası emtia fiyatlarındaki gelişmeler, bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıtları ile yakın dönemdeki ücret ve yönetilen fiyat ayarlamaları, orta vadeli enflasyon görünümü üzerindeki önemini korumaktadır. Türk lirasındaki değerlenmeye rağmen emtia fiyatlarındaki artışlar ve bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıtları üretici enflasyonundaki yükselişin sürmesine yol açmaktadır. Kuraklık ve korumacı gıda politikalarının etkisiyle küresel gıda emtialarında sert fiyat artışları gözlenmektedir. Endüstriyel metal ve petrol fiyatlarındaki yükselişler temel mal ve enerji grupları üzerinde etkili olmaktadır. Yönetilen fiyatlar tarafında elektrik,

doğalgaz ve çiğ süt referans alım fiyatındaki artışlara karşılık, tütün ürünlerindeki vergi ayarlaması kısa vadeli enflasyon görünümünde belirleyici olmuştur. Asgari ücretteki enflasyon hedeflerine kıyasla belirgin yüksek artışın, önümüzdeki dönemde özellikle hizmet fiyatları ve artan enflasyon katılığı kanalıyla enflasyonu olumsuz etkileyeceği değerlendirilmektedir.

Ekim Enflasyon Raporu'nu takip eden dönemde enflasyon görünümü üzerinde etkili olan unsurlar, sıkı para politikası duruşunun uzun bir müddet korunması gerektiğine işaret etmiştir. Kredilerde başlayan yavaşlamanın gecikmeli etkilerinin önümüzdeki dönemde daha belirgin hale gelmesi beklenmekle birlikte, kısa vadede etkili arz yönlü unsurlar nedeniyle yıllık enflasyon oranlarının birkaç ay daha yukarı yönlü seyredebileceği değerlendirilmektedir. Sıkı parasal duruşun kararlı bir şekilde sürdürülmesi, enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve finansal piyasa gelişmelerinin dışsal ve geçici oynaklıklarına karşı önemli bir tampon işlevi görecektir. Mevcut verilerin yanı sıra elde edilecek her türlü yeni verinin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarında, orta vadeli dezenflasyon patikasından sapma riskine işaret etmesi durumunda kararlılıkla ilave sıkılaştırma yapılacaktır.

TCMB Kasım ayından itibaren fiyat istikrarına odaklı para politikasının aynı zamanda makrofinansal risklerin sınırlandırılması için de kritik önemde olduğunu değerlendirerek enflasyon hedeflemesi rejimini tüm unsurlarıyla kararlı bir şekilde uygulayacağını açıklamıştır. TCMB, Kasım ayının ilk haftasından itibaren mevcut riskleri dikkate alan ve enflasyonda düşüşü önceliklendiren bir politika duruşunu benimseyeceğine yönelik güçlü bir iletişim yapmıştır. Bu söylemle tutarlı olarak, enflasyon görünümü üzerindeki risklerin bertaraf edilmesi, enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve dezenflasyon sürecinin en kısa sürede tesisi için, Kasım ve Aralık aylarında sade bir operasyonel çerçevede net ve güçlü bir parasal sıkılaştırma yapılmıştır. Para politikası kararları, TCMB'nin politika duruşunu sadece fiyat istikrarı odağıyla belirleyeceğine vurgu yapan bir iletişim politikası ile desteklenmiştir. Ocak ayı PPK toplantısında ise sıkı para politikası duruşunun enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar "uzun bir müddet" korunacağı ve "gerekmesi durumunda ilave sıkılaştırma yapılacağı" belirtilerek, ileriye dönük güçlü bir yönlendirme yapılmış ve politika öngörülebilirliği artırılmıştır.

Para politikasındaki sıkılaştırma ve fiyat istikrarına yönelik güçlü iletişim piyasalara olumlu yansımış, finansal göstergelerde iyileşme sağlanmıştır. Fiyat istikrarı odaklı sade bir operasyonel çerçeve benimsenerek politika öngörülebilirliğinin artırılması sonucunda, Kasım ayından itibaren risk primi, döviz kuru oynaklığı ve uzun vadeli faizler gerilemiş, sermaye girişleri artmıştır (Kutu 1.1). Ayrıca, enflasyon beklentilerindeki bozulma eğilimi, para politikasında sıkılaştırma adımlarının belirginleşmesiyle önemli ölçüde yavaşlamış ve Ocak ayında tersine dönmüştür. Nitekim, piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşen Kasım ayı enflasyon oranını ve Aralık ayında asgari ücret artışını takiben, orta vadeli enflasyon beklentilerinde büyük bir değişikliğin olmaması, fiyat istikrarı odaklı para politikası iletişiminin beklentilerin yönetilmesinde etkili olduğuna dair önemli bir göstergedir. Politika faizlerindeki artışın mevduat ve kredi faizlerine de yansımaları parasal aktarım mekanizmasının etkin işlediğini göstermektedir. Mevduat faizlerinin politika faizleriyle uyumlu hale gelmesi yerleşiklerin portföy tercihlerinde arzu edilen değişimin sağlanması için önemli bir etmendir. Sıkı para politikasının orta vadeli yüzde 5 hedefi gözetilerek kararlı bir şekilde uygulanması, enflasyon beklentilerinin hedefle uyumlu hale gelmesini, döviz kuru geçişkenliğinin makul oranlara gerilemesini ve enflasyon katılığının azalmasını sağlayacaktır.

Mevcut makrofinansal risklerin sınırlandırılması için krediler ve yurt içi talebin ılımlı bir patikaya yönelmesi büyük önem arz etmektedir. Aktarım mekanizmasının etkin çalışmasıyla birlikte, krediler önemli ölçüde yavaşlamaktadır. Bireysel kredilerin gelişimi yakından takip edilmekte; son dönemde bu alanda kullanılabilir hedefli makroihtiyati araçlar da ilgili paydaşlarla birlikte değerlendirilmektedir. Kasım ve Aralık PPK toplantılarında gerçekleştirilen güçlü parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin daha belirgin hale gelmesi beklenmekte, böylelikle enflasyon üzerinde etkili olan talep ve maliyet unsurlarının kademeli olarak zayıflayacağı öngörülmektedir.

Para politikası duruşu orta vadeli enflasyon hedefine kademeli olarak yakınsayacak şekilde oluşturulacaktır. Para politikası kararlarının toplam talep ve enflasyon üzerindeki etkileri gecikmeli olarak görüldüğünden, politika duruşunun enflasyon tahminlerine yönelik oluşturulması daha etkin bir uygulamadır. Bu çerçevede, Enflasyon Raporlarında paylaşılan tahminler aynı zamanda bir "tahmin hedefi" olacak ve enflasyon beklentilerine referans oluşturmak suretiyle ara hedefdir. Bir diğer ifadeyle, orta vadeli enflasyon hedefine yakınsarken beklentileri daha etkin şekilde yönetebilmek için, enflasyonun gelecek dönemdeki seyri konusunda iktisadi birimler için referans olacak değer kısa vadede enflasyon tahminleri, orta vadede ise enflasyon hedefleridir.

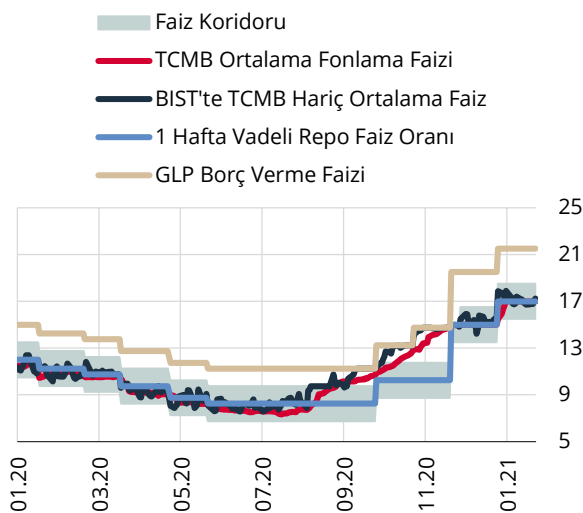
TCMB, 2021 yılında enflasyon hedeflemesi rejimini tüm unsurlarıyla uygulayacak, para politikası kararlarını fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda alacaktır. Parasal duruşun sıklığı, enflasyonu etkileyen tüm unsurlar dikkate alınarak, enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar kararlılıkla sürdürülecektir. Para politikası iletişimi şeffaflık, hesap verebilirlik ve öngörülebilirlik ilkeleri doğrultusunda güçlendirilecektir.

1.1 Para Politikası Kararları

Enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve enflasyon görünümüne yönelik risklerin sınırlandırılması amacıyla, likidite yönetiminde Ağustos ayında başlanan sıkılaştırma adımlarına Kasım ayında da devam edilmiştir. Likidite yönetimi kapsamında atılan sıkılaştırma adımları çerçevesinde, 3 Kasım 2020 tarihinden geçerli olmak üzere, TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası'nda bankaların borç alabilme limitleri sıfırlanmış, açık piyasa işlemleri (APİ) kapsamında Türk lirası cinsi kira sertifikaları karşılığında kotasyon yöntemiyle gerçekleştirilen gecelik vadeli repo işlemleri durdurulmuştur. Bu karara ek olarak Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası işlemlerinde uygulanan Türk lirası faiz oranı yüzde 11,75'ten yüzde 13,25'e çıkarılmıştır. Salgın sonrası atılan sıkılaştırma adımları neticesinde Temmuz ayından Kasım ayı PPK toplantısına kadar geçen dönemde ağırlıklı ortalama fonlama faizi yaklaşık olarak 750 baz puan artış kaydederek yüzde 14,87 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 1.1.1).

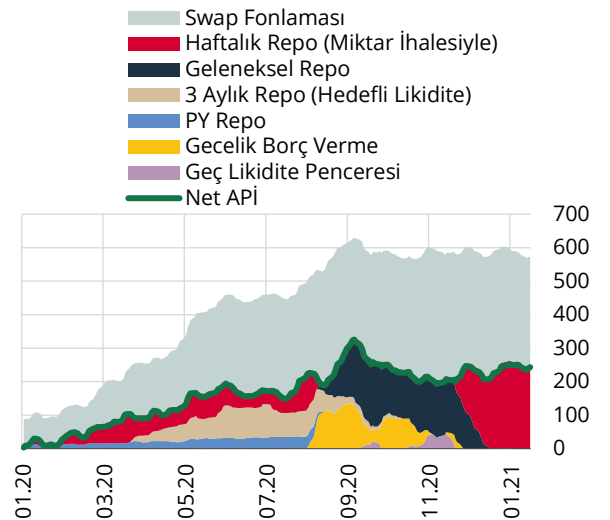
TCMB, Kasım ayında enflasyon görünümüne dair risklerin bertaraf edilmesi, enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve dezenflasyon sürecinin en kısa sürede yeniden tesisi için, net ve güçlü bir parasal sıkılaştırma yaparak politika faizini yüzde 10,25'ten yüzde 15'e yükseltmiştir. Yapılan parasal sıkılaştırmaya ek olarak, şeffaflığı ve öngörülebilirliği artırmak amacıyla sade bir operasyonel çerçeve benimsenmesine ve kısa vadeli tüm fonlamanın temel politika aracı olan bir hafta vadeli repo faiz oranı üzerinden yapılmasına karar verilmiştir. Bu doğrultuda, TCMB tarafından bir ay vadeli geleneksel yöntemli repo ihaleleri ve Geç Likidite Penceresi (GLP) imkânlarıyla sağlanan fonlama, 20 Kasım 2020 tarihinden itibaren temel para politikası aracı olan bir hafta vadeli repo miktar ihaleleriyle yapılmaya başlanmıştır. Operasyonel çerçevede sade bir yapıya geçilmesinin ardından geleneksel repo ihalelerin vadesinin gelmesiyle likidite kompozisyonu da tamamen sade bir yapıya kavuşmuştur. Mevcut Rapor döneminde de sistemin fonlama ihtiyacı APİ fonlamasına ek olarak TCMB ve BİST bünyesinde gerçekleştirilen döviz karşılığı TL swap işlemleriyle karşılanmıştır. Bu çerçevede Döviz Karşılığı TL Swap Piyasası ve TL Karşılığı Altın Swap Piyasası'nda gerçekleştirilen işlemlerde de TL faiz oranının bir hafta vadeli repo faiz oranı olarak uygulanması kararlaştırılmıştır. 30 Ekim 2020 tarihi itibarıyla 373 milyar TL olan swap işlem tutarı 22 Ocak 2021 tarihi itibarıyla 320 milyar TL seviyesine gerilemiştir. Aynı dönemde net APİ fonlaması ise yükseliş kaydederek 223 milyar TL seviyesinden 254 milyar TL seviyesine ulaşmıştır (Grafik 1.1.2). Son dönemde Para ve Kur Politikası Metninde de ifade edildiği üzere sistemin fonlama ihtiyacını kapsamında piyasa şartlarına swap işlemlerinin payının kademeli olarak azalma süreci gözlenmiş ve fonlama kompozisyonu içerisinde bir önceki Rapor dönemine göre APİ'nin payı artış göstermiştir.

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.

Kasım ayı PPK toplantısında, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmak için zorunlu karşılık düzenlemesinde değişiklik ihtiyacı olduğu değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, reel kredi büyümesine göre farklılaşan zorunlu karşılık oranları ve faiz/nema oranları uygulamasının yürürlükten kaldırılmasına ve zorunlu karşılık oranlarının ve faiz/nema oranlarının tüm bankalar için aynı oranlar üzerinden uygulanacak şekilde yeniden belirlenmesine karar verilmiştir. Zorunlu karşılık sisteminin sade bir çerçevede uygulanması, para politikasında şeffaflığın ve öngörülebilirliğin artmasına katkı sağlamıştır. Buna ek olarak, Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında yapılan değişiklikler TCMB'nin parasal duruşu ile parasal aktarım mekanizmasını desteklemiştir.

TCMB, Aralık ayında, 2021 yıl sonu tahmin hedefini göz önünde bulundurarak, güçlü bir parasal sıkılaştırma yapılmasına karar vermiştir. Para Politikası Kurulu'nun 24 Aralık 2020 tarihindeki toplantısında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 15'ten yüzde 17'ye yükseltilmiştir. Enflasyon tahmin hedefine ilişkin karar metnine eklenen yeni ifade ile 2021 Yılı Para ve Kur Politikası metninde yer alan "Enflasyon Raporlarında paylaşılan tahminlerin enflasyon beklentilerine yönelik referans oluşturacak ara hedef işlevi göreceği" mesajı pekiştirilmiştir.

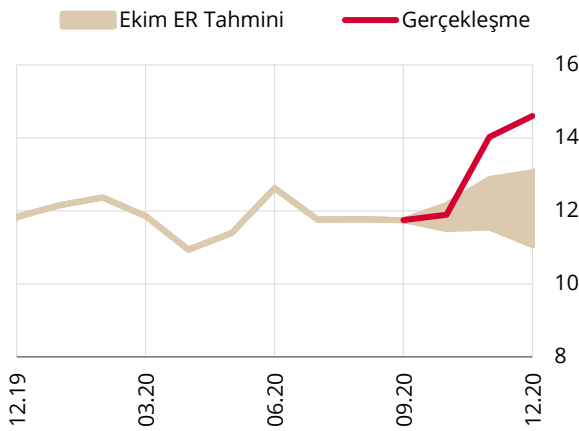
Para Politikası Kurulu'nun 21 Ocak 2021 tarihindeki toplantısında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 17 seviyesinde sabit bırakılırken sıkı para politikası duruşunun öngörülebilirliğini artırıcı net mesajlar verilmiştir. Karar metninde, para politikası duruşu sıklığının enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar "uzun bir müddet" korunacağı ve "gerekmesi durumunda ilave sıkılaştırma yapılacağı" belirtilmesi ile TCMB sıkı para politikası duruşunu güçlendirmiştir. TCMB, enflasyonun seyri açısından hangi göstergelerin yakından izleneceğini de karar metninde belirterek "ileriye dönük yönlendirme" açısından ekonomik birimler ile olan iletişimini pekiştirmiştir.

Mevcut Rapor döneminde finansal piyasaların etkin işleyişine ilişkin adımlar devam etmiştir. BDDK'nın türev işlemlerinde getirdiği ilave esneklikler bankaların Türk lirası ve yabancı para likidite yönetimlerinde esnekliği artıran bir unsur olmuştur. Para politikasındaki sıkılaştırmaya BDDK düzenlemelerinin koordineli bir şekilde eşlik etmesi, kredilerin yavaşlaması ile aktarım kanalının etkin işleyişine katkıda bulunmuştur (Tablo 1.1).

1.2 Orta Vadeli Tahminler

Tüketici enflasyonu 2020 yılının son çeyreğinde yüzde 14,6 ile Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin bandının üst sınırından daha yüksek gerçekleşmiştir. Bu dönemde çekirdek göstergelerden B endeksi de benzer bir hareket sergilemiştir (Grafik 1.2.1 ve Grafik 1.2.2). Yurt içi talepte gözlenen hızlı toparlanma, döviz kuru başta olmak üzere birikimli maliyet etkileri ve gıda fiyatlarındaki gelişmeler neticesinde enflasyon öngörülenden daha yüksek bir seyir izlemiştir.

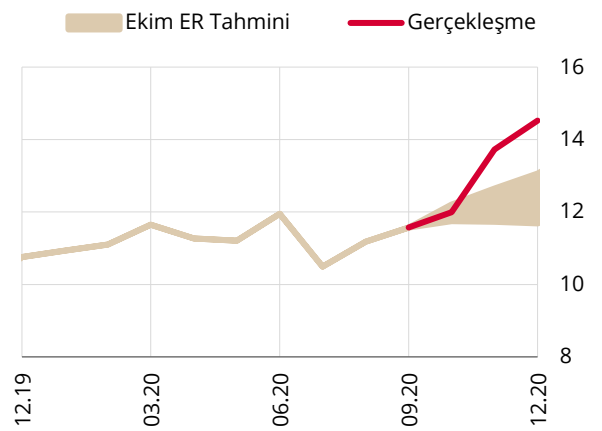
Grafik 1.2.1: Tüketici Enflasyonu için Ekim 2020 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Grafik 1.2.2: İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkol-Tütün ve Altın Dışı Enflasyon (B Endeksi) için Ekim 2020 Tahminleri ve Gerçekleşmeler* (%)

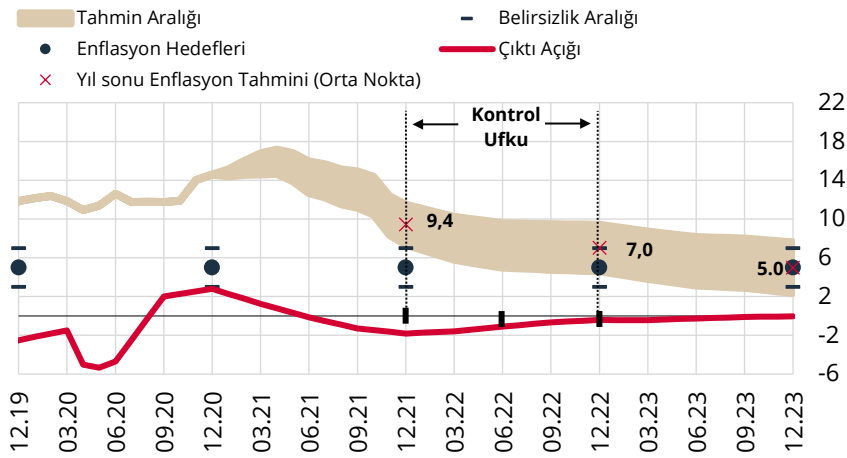


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları, petrol ve gıda fiyatlarına ilişkin varsayımlarda yapılan güncellemeler ile enflasyonda kalıcı düşüğe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar sürdürülecek sıkı para politikası duruşunun enflasyon görünümüne etkileri çerçevesinde enflasyon tahminleri değiştirilmemiştir. Bu çerçevede, enflasyonun 2021 yılı sonunda yüzde 9,4 olarak gerçekleşeceği, 2022 yıl sonunda yüzde 7'ye ve 2023 yıl sonunda ise orta vadeli hedef olan yüzde 5 seviyesine gerileyerek istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2021 yılı sonunda orta noktası yüzde 9,4 olmak üzere, yüzde 7,3 ile yüzde 11,5 aralığında; 2022 yılı sonunda orta noktası yüzde 7,0 olmak üzere yüzde 4,6 ile yüzde 9,4 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.2.3).

Grafik 1.2.3: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yüzde 5 enflasyon hedefine ulaşma yolunda parasal duruşun sıklık düzeyi şu şekilde belirlenecektir:

Yüzde 5 hedefine varıncaya kadar gerçekleşen/beklenen enflasyon oranı patikası ile para politikası faiz oranı patikası arasındaki düzey güçlü bir dezenflasyonist denge gözetilerek oluşturulacak ve bu denge sürekli korunacaktır. Mevcut verilerin yanı sıra, elde edilecek her türlü yeni verinin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarında orta vadeli hedef patikasından sapma riskine işaret etmesi durumunda ilave sıkılaştırma önlen yapılacaktır.

Tahminler, küresel büyüme ve dış talep görünümünde salgın kaynaklı olumsuz bir şokun yaşanmayacağı, küresel risk iştahında yaşanan olumlu gelişmeler ile birlikte Türkiye'ye özgü risk algılarında iyileşmenin devam edeceği bir görünümü esas almaktadır. COVID-19 salgınına ilişkin aşı çalışmalarının hızlanması ve gelişmiş ülkelerin genişleyici mali ve parasal politikaları sürdüreceği beklentileri küresel risk iştahının 2020 yılının son çeyreğinde yükselmesini sağlamıştır. Bununla birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde düşük faiz ortamının uzun bir süre devam edeceği öngörülmektedir. Para politikasındaki sıkı duruşun sade bir çerçevede enflasyonda kalıcı düşüğe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar sürdürülecek olmasının, ülke risk primindeki iyileşmeye katkı sağlamaya devam edeceği bir görünüm esas alınmıştır.

Salgın tedbirlerinin ve parasal sıkılaştırmanın etkileriyle birlikte son dönemde iktisadi faaliyetin yavaşlamaya başladığı görülmektedir.

Salgına yönelik kısıtlamaların azaltılması ve güçlü kredi ivmesinin etkileriyle 2020 yılının üçüncü çeyreğinde gözlenen hızlı toparlanmanın ardından yılın son çeyreğinde de iktisadi faaliyet güçlü seyretmiştir. Kredilerdeki yavaşlamanın gecikmeli etkilerinin önümüzdeki dönemde belirginleşmesi beklenmekle birlikte, kısa vadede oldukça etkili olan arz yönlü enflasyonist unsurlar nedeniyle yıllık enflasyonun birkaç ay daha yukarı yönlü seyredebileceği değerlendirilmektedir. Türk lirasındaki değerlenmeye rağmen emtia fiyatlarındaki artışlar ve bazı sektörlerde belirginleşen arz kısıtları üretici enflasyonundaki yükselişin sürmesine yol açmaktadır. Yönetilen fiyatlar tarafında elektrik, doğalgaz ve çığ süt referans alım fiyatındaki artışlara karşılık, tütün ürünlerindeki vergi ayarlaması kısa vadeli enflasyon görünümünde belirleyici olmuştur. Asgari ücretin özellikle hizmet fiyatları kanalıyla oluşturacağı ilave enflasyon katılığı, para politikasındaki sıkı duruşun geçmiş öngörülere kıyasla daha uzun bir süre korunmasını gerektirmektedir. Sıkı parasal duruş; enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve finansal

piyasa gelişmeleri bağlamında dışsal ve geçici oynaklıklara karşı önemli bir tampon işlevi görecektir. Ayrıca, parasal duruşun talep koşulları üzerindeki birikimli etkilerine bağlı olarak çıktı açığının yılın ikinci yarısında dezenflasyon sürecine katkı vermesi beklenmektedir.

1.3 Tahminler Üzerindeki Temel Riskler

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

Salgının seyrine ve küresel ekonomideki toparlanmaya ilişkin belirsizlikler aşı ve tedaviye yönelik olumlu gelişmelerin etkisiyle geçtiğimiz rapor dönemine göre kısmen azalmıştır. Diğer yandan virüsün yayılma hızına ve aşının etkin bir şekilde kullanılmasına dair belirsizlikler büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Küresel talep gelişmelerine ve iktisadi faaliyetteki toparlanma beklentilerine bağlı olarak uluslararası gıda ve diğer emtia fiyatlarında son dönemde belirginleşen yükseliş eğilimi enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Arz yönlü enflasyonist unsurların beklentiler üzerindeki ikincil etkileri ve finansal göstergelerle etkileşimi yakından takip edilecektir.

2021 yılında küresel enflasyon eğiliminin yukarı yönlü olması gelişmiş ülkelerdeki genişletici para politikası uygulamalarının ne zaman ve hangi hızda normalleşeceği konusunda belirsizlik yaratmaktadır. Bu durum küresel risk iştahında ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında oynaklığa neden olabilecektir.

2020 yılındaki hızlı kredi genişlemesinin iç talep üzerindeki birikimli etkilerinin devam etmesi nedeniyle parasal sıkılaştırmanın yavaşlatıcı etkilerinin yeterince hızlı bir şekilde görülmemesi dezenflasyon sürecini geciktirebilecektir. Yurt içi yerleşiklerin döviz/altın talebinin devam ediyor olması ve portföy tercihlerinin olumsuz haber akışına hassasiyeti, enflasyonun düşüş eğilimine girmesini geciktirebilecek riskleri canlı tutmaktadır. Başta bireysel krediler ve alt kalemleri olmak üzere kredi büyümesini yukarı yönde etkileyebilecek ve sıkı parasal duruşun aktarımını sınırlayabilecek dışsal unsurlar; toplam talep, cari denge ve dış finansman ile risk primi kanallarıyla enflasyon görünümünü olumsuz etkileyebilecektir.

Salgın dinamikleri ve makro politika bileşimi çerçevesinde ortaya çıkan sektörel ayrışmaların normalleşme sürecinde de devam etmesi beklenmektedir. Salgının küresel ölçekte etkisini yitirmesiyle başlayacak normalleşme sürecinde iç talepte ve turizmde görülebilecek toparlanma, giyim ve ayakkabı ile konaklama, eğitim, eğlence ve kültür, paket tur gibi salgından olumsuz etkilenen mal ve hizmet kalemlerinin enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecektir. Salgına bağlı olarak talep koşullarının ve kapanmaların sektörler itibarıyla farklılaşması ile istihdamı korumaya yönelik tedbirler, çıktı açığı ve birim işgücü maliyetlerinin ölçümünü zorlaştırmakta ve enflasyon tahmin belirsizliğini artırmaktadır.

Yıl sonu ve orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflenen düzeylerin üzerinde seyretmesi, fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümü üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır. Asgari ücretteki yüksek oranlı artış ve uluslararası emtia fiyatlarında hâlihazırda gözlenen yükseliş eğilimi, döviz kurlarındaki görece istikrara rağmen enflasyon eğilimindeki iyileşmeyi geciktirebilecektir. Bu görünüm altında enflasyonun kısa vadedeki yukarı yönlü seyri orta vadeli enflasyon beklentilerini olumsuz etkileyerek beklentilerin tahmin hedeflerine yakınsama hızını yavaşlatma riski oluşturmaktadır.

Salgının etkilerini sınırlamaya yönelik tedbirlerin kamu finansman ihtiyacını artırmasına bağlı olarak yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının mevcut Rapor'da öngörülen patikanın belirgin ölçüde 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.

¹ Söz konusu risklerin bir önceki kısımda sunulan enflasyon tahminlerini hangi kanal üzerinden etkileyebileceğine dair değerlendirmeler Tablo 3.2.2'de özetlenmektedir.

Tablo 1.1: Para Politikası Uygulamaları

Tarih	Kurum	Politika Kararı
2 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Likidite yönetimi kapsamında atılan sıkılaştırma adımları çerçevesinde, 3 Kasım 2020 tarihinden geçerli olmak üzere TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası'nda bankaların borç alabilme limitlerinin sıfırlanması ve APİ kapsamında Türk lirası cinsi kira sertifikaları karşılığında kotasyon yöntemiyle gerçekleştirilen gecelik vadeli repo işlemlerinin durdurulması.
3 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranının yüzde 11,75'ten yüzde 13,25'e çıkarılması.
11 Kasım 2020	BDDK	<ul style="list-style-type: none"> Bankaların yurt dışı yerleşiklerle yaptıkları vadede TL satım yönünde gerçekleştirilecek türev işlemlerde yasal özkaynak sınırlamasının gevşetilmesi.
19 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Operasyonel çerçevede sadeleşmeye gidilerek tüm fonlamanın temel politika aracı olan bir hafta vadeli repo faiz oranı üzerinden yapılmasına karar verilmesi. TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası'nda bankaların gecelik vadede 17 Ağustos 2020 tarihinde geçerli olan limitleri dâhilinde ve BIST bünyesindeki Repo-Ters Repo ve Taahhütlü İşlemler Pazarlarında borçlanabilmesine ve APİ kapsamında Türk lirası cinsi kira sertifikaları karşılığında kotasyon yöntemiyle gerçekleştirilen gecelik vadeli repo imkânından yararlanmalarına karar verilmesi.
20 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranının yüzde 13,25'ten yüzde 15'e çıkarılması.
24 Kasım 2020	BDDK	<ul style="list-style-type: none"> Aktif Rasyosu hesaplamasına son verilmesine ve buna ilişkin tüm Kurul Kararlarının 31.12.2020 tarihi itibarıyla yürürlükten kaldırılmasına karar verilmesi.
25 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Geleneksel yöntemle gerçekleştirilen Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap ihalesinde vadesi gelmemiş toplam swap işlem miktarının Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitlerinin yüzde 50'sinden yüzde 60'ına yükseltilmesi.
27 Kasım 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> Reel kredi büyümesine göre farklılaşan zorunlu karşılık ve faiz/nema oranları uygulamasının yürürlükten kaldırılmasına ve zorunlu karşılık ve faiz/nema oranlarının tüm sektör için aynı oranlar üzerinden uygulanmasına karar verilmesi. Ek olarak, ABD doları cinsinden mevduat/katılım fonu yükümlülükleri için tesis edilen zorunlu karşılıklara yüzde 1,25 olarak uygulanan komisyon oranının yüzde 0 olarak belirlenmesi.
30 Kasım 2020	BDDK	<ul style="list-style-type: none"> Bankaların yurt dışı yerleşiklerle yaptıkları TL plasman, TL depo, TL repo ve TL kredi işlemlerinde yasal özkaynak sınırlamasının gevşetilmesi.
25 Aralık 2020	TCMB	<ul style="list-style-type: none"> TCMB'nin döviz karşılığı TL swap işlemlerinde kullanılan TL faizinin yüzde 15'ten yüzde 17'ye yükseltilmesi.

Kutu 1.1

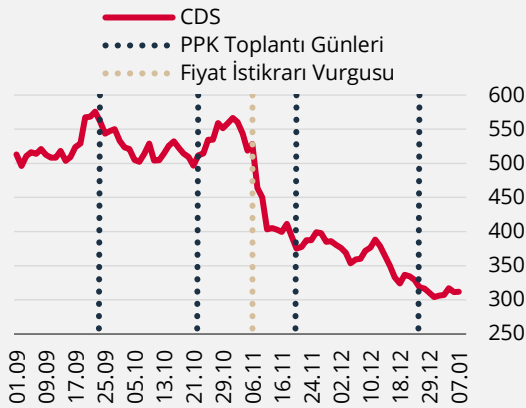
Yakın Dönem Para Politikası Kararları ve Finansal Göstergelere Etkileri

Bu kutuda, Eylül-Aralık dönemindeki para politikası kararlarının enflasyon telafileri, CDS primi ve uzun vadeli faizlere etkisi incelenmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankaları, enflasyon görünümünde bir bozulma olması durumunda kısa vadeli politika faiz oranlarını yükselterek parasal sıkılaştırmaya gitmektedir. Parasal sıkılaştırmanın kısa vadede toplam talebi kısarak iktisadi faaliyeti yavaşlatması beklenmektedir.

Tasarruf ve yatırım kararları büyük ölçüde uzun vadeli faiz oranlarına bağlıdır. Dolayısıyla enflasyonda kalıcı düşüşün ve fiyat istikrarının sağlanması, beraberinde düşük faiz oranları ve öngörülebilir bir yatırım ortamı getireceğinden ekonomideki üretim kapasitesini yükseltecektir. Enflasyonun yüksek ve oynak seyrettiği dönemlerde fiyat istikrarını hedefleyen sıkı para politikası uygulamaları, enflasyon beklentilerini ve ülke risk primini gerileterek uzun vadeli faizleri düşürebilmektedir.

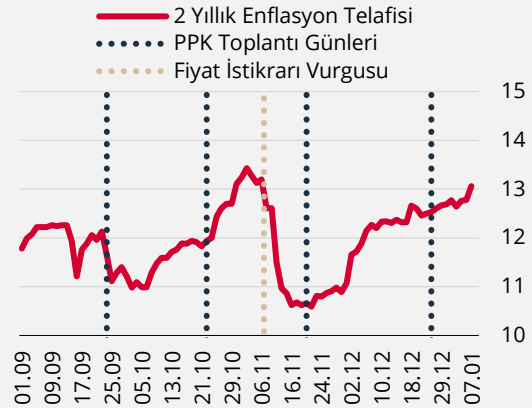
Parasal büyüklükler ve kredilerdeki hızlı genişlemeyle ekonomide sağlanan hızlı toparlanma dış denge ve enflasyon görünümünde bozulmaya yol açmıştır. Bu doğrultuda TCMB 24 Eylül 2020 tarihli PPK toplantısında politika faizini 200 baz puan artırmıştır. Kararın ardından Türkiye'nin risk primi gerileme eğilimine girerken, piyasa faizlerinden türetilen enflasyon beklentileri olarak nitelendirilebilen 2 yıllık enflasyon telafisinde de 1 puana yakın düşüş gözlenmiştir (Grafik 1 ve Grafik 2). Böylece kısa vadeli piyasa faizleri politika faizine paralel olarak yükselirken uzun vadeli piyasa faizleri belirgin miktarda gerilemiştir (Grafik 3). Bu nedenle, söz konusu para politikası adımı, "genişletici bir sıkılaştırma" şeklinde değerlendirilebilir.

Grafik 1: Türkiye 5 Yıllık CDS Primleri (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2: 2 Yıllık Enflasyon Telafisi (%)



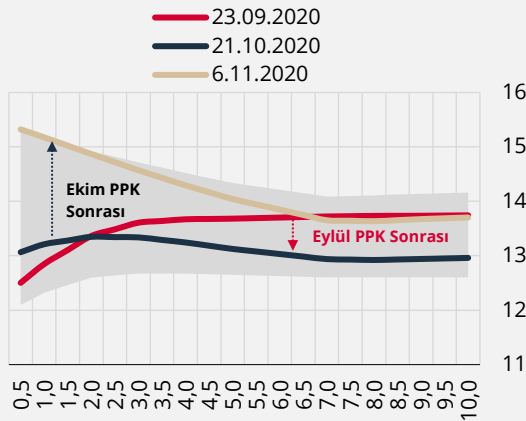
Kaynak: Bloomberg.

Ekim ayındaki PPK toplantısı öncesinde çeşitli kuruluşların düzenlediği anketlerde öngörülen faiz artırımının aksine TCMB faiz oranlarını sabit bırakmış ve gerekli olabilecek ek parasal sıkılaştırma likidite yönetimi aracılığıyla yapacağını sinyallerini vermiştir. Söz konusu karar sonrasında ülke risk primi yeniden Eylül ayı PPK Toplantısı öncesindeki seviyelerine çıkarken enflasyon telafisi de hızlı yükseliş eğilimi sergilemiştir. Risk primindeki artışa benzer bir şekilde uzun vadeli faizler de Eylül PPK toplantısı öncesi seviyelerine yükselirken kısa vadeli faizler ise likidite yönetimi aracılığıyla yapılan sıkılaştırmaların etkisiyle belirgin bir artış eğilimine girmiştir. Faizlerin, enflasyon beklentileri ve risk primi kanallarından tüm vadelerde belirgin olarak yükselmesi, Eylül kararının aksine iktisadi faaliyeti sınırlayıcı bir etkiye işaret etmektedir.

Kasım ayında TCMB'nin fiyat istikrarını önceliklendiren bir söylemle sade bir para politikası çerçevesi benimsemesiyle ülke risk primi ve enflasyon beklentilerinde belirgin gerilemeler gözlenmiştir. Bunun sonucunda piyasa faizleri de Kasım ayı içerisinde kısa vadelerde 1 puana yakın, uzun vadelerde 2 puana yakın düşüş göstermiştir (Grafik 4). Kasım ayı PPK Toplantısında sade bir operasyonel çerçevenin hayata geçirilmesi ve politika faizinin fiili para piyasası faiz oranlarına yakınsayacak şekilde artırılması ile ülke risk primindeki gerileme devam ederken enflasyon telafisi yatay seyretmiştir. Takip eden süreçte ise enflasyon telafisi manşet enflasyonda gözlenen hızlı artıştan etkilenecek bir miktar yükselmiştir. Bu yükseliş piyasa faizlerine de yansımıştır.

Enflasyon görünümüne yönelik risklerin sınırlanması amacıyla TCMB Aralık ayı PPK Toplantısında politika faizini 200 baz puan daha artırırken ülke risk primi bu karara olumlu tepki vermiş ancak enflasyon beklentilerindeki artış sınırlı da olsa devam etmiştir. Söz konusu artış uzun vadeli piyasa faizlerine de kısmen yansırken kısa ve orta vadelerde faizler yatay seyretmiştir.

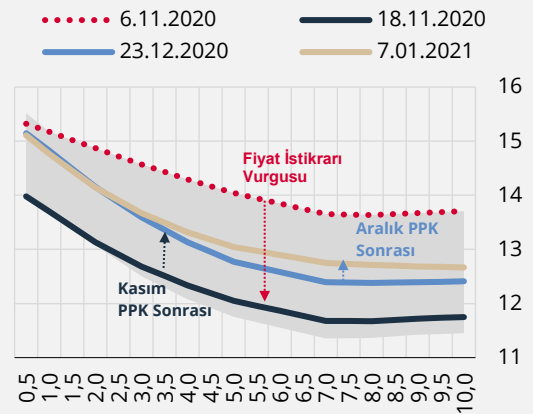
Grafik 3: DİBS Getiri Eğrileri
(%, 1 Eylül-6 Kasım 2020 Dönemi)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı Bölge 1 Eylül-6 Kasım 2020 dönemine ait düşük ve en yüksek getirileri temsil etmektedir.

Grafik 4: DİBS Getiri Eğrileri
(%, 6 Kasım 2020-7 Ocak 2021 Dönemi)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı Bölge 6 Kasım 2020-7 Ocak 2021 dönemine ait en düşük ve en yüksek getirileri temsil etmektedir.

Para politikasındaki kararlı duruşun enflasyon üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıktıkça enflasyon beklentilerinin ve enflasyon belirsizliğinin önümüzdeki süreçte gerileyeceği değerlendirilmektedir. Nitekim ülke risk priminde Kasım ayı başlarından itibaren 200 baz puanı aşan düşüş, ekonomik istikrara olan inancın güçlendiğine işaret etmektedir. Düşük enflasyon ortamının kalıcı olarak tesisinin, ülke risk primi ile uzun vadeli faizlerdeki düşüşü destekleyerek iktisadi faaliyeti olumlu etkileyeceği değerlendirilmektedir.