

## Türkiye ve Dünya Ekonomi Gündemi (20 - 26 Eylül)

### Türkiye

- Mevsim etkilerinden arındırılmış tüketici güven endeksi, Eylül ayında bir önceki aya göre %1.8 oranında arttı. Ağustos ayında 78.2 olan endeks, Eylül ayında 79.7 oldu.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) politika faizini 100 baz puan indirerek %18 seviyesine çekti.
- Reel kesim güven endeksi Eylül'de bir önceki aya göre 0.5 puan azalarak 113.4 seviyesinde gerçekleşti. İmalat sanayi genelinde kapasite kullanım oranı ise bir önceki aya göre 1.0 puan artarak %78.1'e yükseldi.

### ABD

- Amerikan Merkez Bankası (Fed), piyasa beklentilerine paralel şekilde politika faizini %0-0.25 aralığında sabit tuttu. Fed'in ekonomik öngörülerinde enflasyon beklentileri yukarı çekilirken, büyüme beklentilerinde düşüş görüldü. Fed Başkanı Jerome Powell'in verdiği en önemli mesaj varlık alımlarının azaltılmasının 2022 ortasında son bulmasının uygun olabileceği oldu.
- Öncü imalat PMI Eylül'de 61.1'den 60.5'e geriledi. Bu, 5 ayın en düşük seviyesi oldu.
- Cleveland Fed Başkanı Loretta Mester, varlık alımlarının azaltımının Kasım'da başlayıp 2022'nin ortasında tamamlanması gerektiğini söyledi.

### Avrupa

- Avrupa Birliği (AB), az gelişmiş ülkelerin gümrüksüz ürün ihraç etmesini sağlayan Genelleştirilmiş Tercihler Sistemi (GSP) statüsünü Paris İklim Anlaşması ve çevre standartlarına uyum gibi şartlara bağlamaya hazırladığını açıkladı.
- Uluslararası Finans Örgütü (İFO), Alman ekonomisinin üçüncü çeyrekte beklendiği kadar güçlü bir toparlanma gösteremediğini savundu ve 2021 yılı için GSYH büyüme tahminini 0.8 puan düşürerek %3.3'ten %2.5'e indirdi.
- Avrupa Merkez Bankası (ECB) Başkanı Christine Lagarde, enflasyonda yaşanan artışın geçici nedenlerden kaynaklandığı görüşünü yineledi.
- İngiltere Merkez Bankası politika faizini beklendiği gibi değiştirmeyerek %0.1'de bıraktı. Banka varlık alım hedefini de 895 milyar sterlinde tuttu.

### Asya

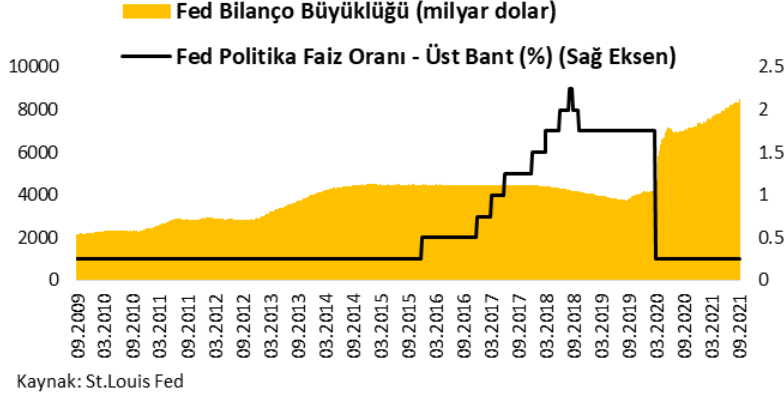
- Japonya Merkez Bankası (BoJ) Başkanı Haruhiko Kuroda, Banka'nın pandeminin ekonomik etkileri ile mücadeleye odaklanmaya devam edeceğini söyledi.
- Fitch Ratings, Çin için 2021 yılı GSYH büyüme tahminini Çin'in gayrimenkul sektöründeki yavaşlamanın iç talebe etkisini neden göstererek %8.4'ten %8.1'e indirdi.
- Çin Merkez Bankası kripto paralarla ilgili tüm işlemlerin yasaklandığını, kripto paralarla ilgili yasa dışı finansal aktivitelerin cezalandırılacağını duyurdu.

### Diğer

- OECD, dünya ekonomisinin pandemi nedeniyle hızlı maliyet artışlarıyla mücadele ettiği bir dönemde küresel Merkez Bankalarının enflasyon riskiyle mücadele için somut stratejiler belirlemesi gerektiğini bildirdi. OECD, enflasyonun ekonomiler üzerinde kısa vadeli risk unsuru olduğunu da vurguladı.
- Brezilya Merkez Bankası politika faiz oranını 100 baz puan artırdı, gelecek ay aynı büyüklükte faiz artırımını yapma sinyali verdi. Böylece, faiz oranı %6.25'e yükseldi.

## Ayrıntılar...

### Fed'in Eylül ayı toplantısında teşviklerin geri çekilmesi sinyali verildi.



ABD Merkez Bankası (Fed), piyasa beklentilerine paralel şekilde politika faizini %0-0.25 arasında sabit tuttu. Fed, aylık varlık alımlarını 120 milyar dolar olarak devam ettirdi. Karar metninde, ekonomideki ilerlemenin devam etmesi durumunda varlık alım hızındaki yavaşlamanın gündeme alınabileceği belirtildi. Ekonomik öngörülerde enflasyon beklentileri yukarı çekilirken, büyüme

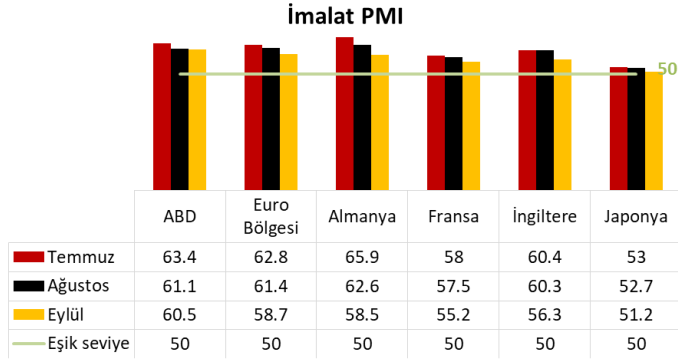
beklentilerinde düşüş görüldü. Fed Başkanı Jerome Powell, teşviklerin geri çekilmesi sürecinin 2022 ortasında son bulmasının uygun olabileceğini söyledi. Metinde konuyla ilgili olarak, "Eğer istihdam ve enflasyon hedeflerine doğru ilerleme, beklendiği gibi devam ederse varlık alımlarının hızında bir yavaşlatmaya karar vermek yakında gerekli olabilir." ifadeleri kullanıldı.

	Büyüme Tahmini (%)		Enflasyon Tahmini (%)		İşsizlik Oranı Tahmini (%)		Faiz Oranı Tahmini (%)	
	Eylül	Haziran	Eylül	Haziran	Eylül	Haziran	Eylül	Haziran
2021	5.9	7.0	4.2	3.4	4.8	4.5	0.1	0.1
2022	3.8	3.3	2.2	2.1	3.8	3.8	0.3	0.1
2023	2.5	2.4	2.2	2.2	3.5	3.5	1.0	0.6
2024	2.0	--	2.1	--	3.5	--	1.8	--

### 2022'de faiz artışı bekleyen Fed üyesi sayısı arttı.

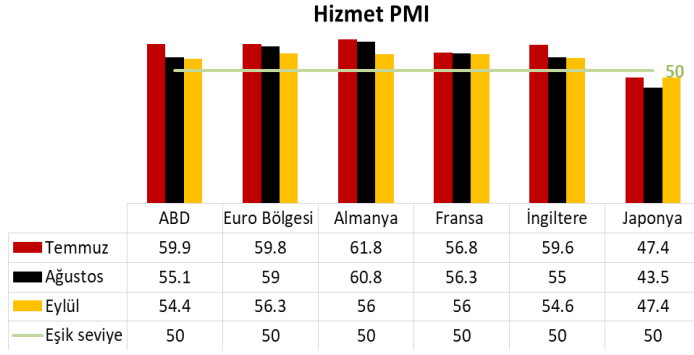
Toplantının ardından yayımlanan tahminler 2022'de faiz artırımını bekleyen üye sayısının arttığını gösterdi. Buna örne, 9 yetkili 2022 yılı için faiz artışı öngörüsünde bulundu. Haziran ayında ise, 7 yetkili faiz artışı öngörüsünde bulunmuştu. Ayrıca 2023'te faiz artışı bekleyen yetkililerin sayısı ise 17 oldu. Sadece bir üye 2023'te faizlerin sabit kalacağını öngördü. Bu toplantıda 2024 tahminleri ilk kez yayımlandı ve beklentilerin 2024 yılında da faizlerde artırıma devam edilmesi yönünde olduğu görüldü.

## ABD ve Euro Bölgesi'nde öncü PMI'lar ekonomik aktivitede yavaşlamayı işaret etti.



ABD'de Eylül ayında artan virüs vakalarının etkisiyle imalat ve hizmet aktivitesi yavaşladı. Delta varyantı endişeleri ve arz zincirindeki sıkıntılar nedeniyle hizmet ve imalat PMI endeksleri geriledi. Öncü imalat PMI endeksi Eylül'de 61.1'den 60.5'e geriledi. Bu, 5 ayın en düşük seviyesi oldu. Beklenti 61'di. Hizmet PMI endeksi 55.1'den 54.4'e, bileşik PMI ise 55.4'ten 54.5'e düştü. Endekslerdeki yavaşlamada delta varyantı vakalarındaki artışın yanı sıra, tedarik

zincirinde ve istihdamdaki sıkıntılar etkili olduğu belirtildi.



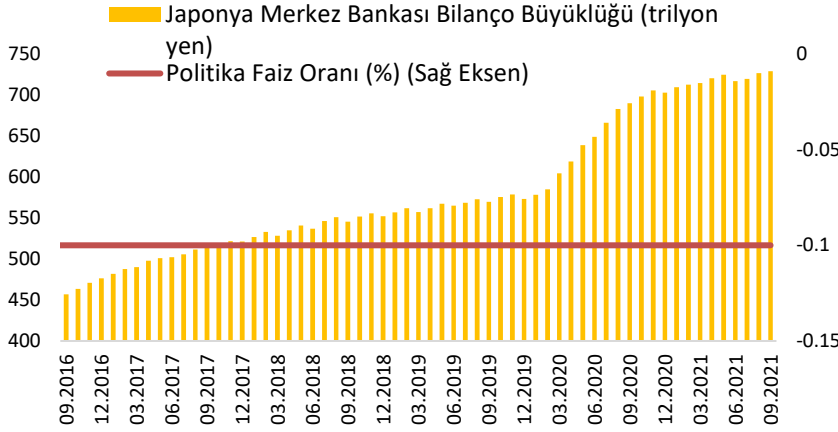
Euro Bölgesi ekonomik aktivitesinde de öncü verilere göre Eylül'de ekonomik aktivitede düşüş kaydedildi. Arz zinciri sıkıntıları ve talepteki yavaşlama düşüşte etkili oldu. Bölgede imalat PMI endeksi bu dönemde 61.4'ten 58.7'ye, hizmet PMI 59'dan 56.3'e geriledi. Bileşik PMI ise 56.1'e düştü, beklenti 58.5'ti.

Avrupa'nın en büyük ekonomisi Almanya'da bileşik PMI Eylül'de 60'tan 55.3'e geriledi.

Beklenti 59.2'ydi. İmalat PMI endeksi 62.6'dan 58.5'e geriledi. Beklenti 61.4'tü. Hizmet PMI ise 60.8'den 56'ya indi. Beklenti 60.3'tü.

Fransa'da imalat PMI endeksi 55.2'ye geriledi. Hizmet PMI endeksi 56'ya gerilerken bileşik endeks 55.1 ile Nisan'dan beri en düşük seviyeye indi. Her iki ülkedeki hammadde sıkıntıları endekslerin düşüşündeki en büyük etken oldu. Talepteki yavaşlama, fiyat artışları ve arzdaki sıkıntılar kış aylarına girerken olumsuz etki yarattı. Japonya'da imalat PMI Eylül'de öncül verilere göre 51.2, hizmetler PMI 47.4 oldu.

## Japonya Merkez Bankası para politikasında değişikliğe gitmedi.



Kaynak: Reuters

Japonya Merkez Bankası (BoJ), Eylül ayı toplantısında beklentilere paralel olarak getiri eğrisi kontrolü kapsamında kısa vadeli faiz hedefini -%0.1, 10 yıl vadeli tahvil getirileri için hedefi ise %0'da sabit tuttu.

Piyasa beklentisi de faizlerin değişmeyeceği yönündeydi. En son 2016

yılı Ocak ayında faiz indirimi gerçekleştiren BoJ 47 toplantıdır faizlerde herhangi bir değişikliğe gitmiyor.

Banka, ihracat ve üretime dair ise bir önceki toplantıya kıyasla daha karamsar bir değerlendirmede bulundu. BoJ'un para politikası karar metninde, "İhracat ve sanayi üretimi artmaya devam etti ancak arzda yaşanan aksamalardan kısmen etkileniyorlar" denildi. BoJ, Temmuz'da yaptığı ihracat ve üretim "istikrarlı şekilde büyümeye devam etti" açıklamasına kıyasla daha karamsar bir görünüm açıklamış oldu.

## OECD, Ara Dönem Ekonomik Görünüm 2021 Raporu'nu yayımladı.

OECD Büyüme Tahminleri (%)												
	Küresel		Türkiye		ABD		Euro Bölgesi		Japonya		Çin	
	Mayıs	Eylül	Mayıs	Eylül	Mayıs	Eylül	Mayıs	Eylül	Mayıs	Eylül	Mayıs	Eylül
<b>2021</b>	5.8	5.7	5.7	8.4	6.9	6.0	4.3	5.3	2.6	2.5	8.5	8.5
<b>2022</b>	4.4	4.5	3.4	3.1	3.6	3.9	4.4	4.6	2.0	2.1	5.8	5.8

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), "Ara Dönem Ekonomik Görünüm 2021 Raporu"nda destekleyici para politikalarının devam ettirilmesi gerektiğini, ancak enflasyondaki hedeften yüksek artışın ne kadar tolere edileceği, para politikasında normalleşmeye doğru adımların zamanlaması ve dizilimi konusunda net bir yönlendirme ortaya konması gerektiğini de vurguladı.

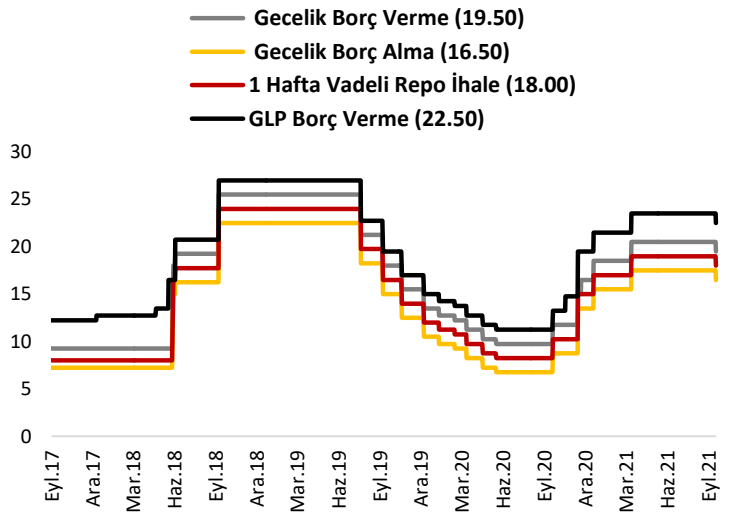
OECD, kısa vadeli görünümün hala belirsiz olduğuna ve işgücü piyasalarının henüz toparlanmadıklarına işaret ederek makroekonomik politika desteğinin gerekli olmaya devam ettiğini bildirdi. Mali politikaların esnek olmayı ve ekonomin durumuna bağlı hareket etmeyi sürdürmeleri gerektiğini de ifade eden OECD, kısa vadeli görünümün belirsiz olduğu ortamda, politika desteğinin erken ve aniden geri çekilmesinden kaçınılması gerektiğini, sürdürülebilir büyüme için güçlü kamu yatırımlarına ve güçlü yapısal reformlara ihtiyaç duyulduğunu belirtti. Raporunda, yüksek borçlu bazı gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin zorlu politika seçimleri ile karşı karşıya kaldıkları belirtilirken, artan enflasyonun potansiyel bir aşağı yönlü risk olduğu da ifade edildi. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), yayımladığı Ara Dönem Ekonomik Görünüm Raporu'nda, Türkiye'nin 2021 yılı için büyüme tahminini %5.7'den %8.4'e yükseltirken, yıl sonu enflasyon tahminini de %17.8'e çıkardı.

## Merkezi Yönetim Borç Stoku Ağustos'ta 2 trilyon 41.7 milyar TL oldu.

Enstrüman Yapısına Göre	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 Ağustos
<b>Merkezi Yönetim Borç Stoku</b> (milyar TL)												
<b>Toplam</b>	474.1	519.1	532.9	586.2	612.5	678.2	760.0	876.5	1,067.1	1,329.1	1,812.1	2,041.7
<b>İç Borç Stoku</b>	352.8	368.8	386.5	403.0	414.6	440.1	468.6	535.5	586.1	755.1	1,060.4	1,169.1
Hazine Bonosu	9.5	0.0	3.7	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	5.5	15.5	0	1.4
Devlet Tahvili	343.3	368.8	382.9	403.0	414.6	440.1	467.6	534.5	580.6	739.6	1,060.4	1,167.8
<b>Dış Borç Stoku (TL)</b>	120.7	150.3	146.4	183.2	197.9	238.1	291.3	341.0	481.0	573.8	751.8	872.6
Dış Borç Stoku (\$)	78.4	79.1	82.2	85.2	84.6	81.5	82.8	90.2	91.2	96.4	102.3	104.0
Uluslararası Tahvil (TL)	68.6	88.3	91.7	119.0	135.2	167.3	211.4	252.3	364.9	451.2	593	698.2
Uluslararası Tahvil (\$)	44.5	46.5	51.5	55.3	57.8	57.3	60.1	66.8	69.2	75.8	80.6	83.2
Kredi	52.7	62.0	54.6	64.2	62.7	70.8	79.9	88.7	116.1	122.6	158.8	174.4
Kredi (\$)	34.2	32.6	30.7	29.9	26.8	24.2	22.7	23.5	22.0	20.6	21.1	20.8

Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan verilere göre, merkezî yönetim brüt borç stoku Ağustos sonu itibarıyla 2 trilyon 41.7 milyar lira oldu. Buna göre borç stokunun 890.4 milyar lira tutarındaki kısmı Türk lirası, 1 trilyon 151.3 milyar lira tutarındaki bölümü ise döviz cinsi borçlardan oluştu.

## TCMB, Eylül toplantısında politika faizini %18'e indirdi.



Kaynak: TCMB

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 23 Eylül'de yapılan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını 100 baz puan düşürerek %18 seviyesine indirdi.

TCMB'nin toplantı sonrasında yayımladığı metinde en dikkat çekici değişiklikler sıkı duruşun kararlılıkla sürdürüleceği ifadesinin ve politika faizinin enflasyonun üzerinde olacağı ifadesinin çıkarılması ile çekirdek enflasyonun metine ilave edilmesi oldu.

## TCMB'nin Son İki Toplantı Sonrası Yayımladığı Notların Karşılaştırılması

Ağustos Toplantı Notu	Eylül Toplantı Notu
Gelişmiş ülkeler başta olmak üzere dünya genelinde aşılamanın hızlanması küresel ekonomide toparlanma sürecini desteklemektedir. <b>Bununla birlikte, aşılama programlarında ilerleme kaydeden ekonomiler kısıtlamaları hafifleterek iktisadi faaliyette daha güçlü bir performans sergilemektedir.</b> Küresel talepteki hızlı toparlanma, emtia fiyatlarındaki yüksek seyir, bazı sektörlerdeki arz kısıtları ve taşımacılık maliyetlerindeki artış uluslararası ölçekte üretici ve tüketici fiyatlarının	Gelişmiş ülkeler başta olmak üzere dünya genelinde aşılamanın hızlanması küresel ekonomide toparlanma sürecini desteklemektedir. <b>Bununla birlikte, aşılama oranlarındaki artışa rağmen salgında yeni varyantlar küresel iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.</b> Küresel talepteki hızlı toparlanma, emtia fiyatlarındaki yüksek seyir, bazı sektörlerdeki arz kısıtları ve taşımacılık maliyetlerindeki artış uluslararası ölçekte üretici ve tüketici fiyatlarının

<p>yükselmesine yol açmaktadır. Başlıca tarımsal emtia ihracatçısı ülkelerde yaşanan iklim koşullarının küresel gıda fiyatları üzerine olumsuz yansımaları görülmektedir. <b>Yükselen küresel enflasyon ve enflasyon beklentilerinin uluslararası finansal piyasalar üzerindeki etkileri önemini korumaktadır.</b></p>	<p>yükselmesine yol açmaktadır. Başlıca tarımsal emtia ihracatçısı ülkelerde yaşanan iklim koşullarının küresel gıda fiyatları üzerine olumsuz yansımaları görülmektedir. <b>Yüksek küresel enflasyonun, enflasyon beklentileri ve uluslararası finansal piyasalar üzerindeki etkileri yakından izlenmekle birlikte, gelişmiş ülke merkez bankaları enflasyondaki yükselişin talep kompozisyonundaki normalleşme, arz kısıtlarının hafiflemesi ve baz etkilerinin devreden çıkmasıyla birlikte büyük ölçüde geçici nitelikte olacağını değerlendirmektedir. Bu çerçevede, gelişmiş ülke merkez bankaları destekleyici parasal duruşlarını sürdürmekte, varlık alım programlarına devam etmektedir.</b></p>
<p>Öncü göstergeler yurt içinde iktisadi faaliyetin üçüncü çeyrekte dış talebin de etkisiyle güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. Aşılamanın toplumun geneline yayılarak hızlanması salgından olumsuz etkilenen hizmetler ve turizm sektörlerinin canlanmasına ve iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle sürdürülmesine olanak tanımaktadır. <b>Ticari krediler ılımlı bir seyir izlemektedir. Son dönemde açılma ve ertelenmiş talebe bağlı olarak artış gösteren bireysel kredilerin ılımlı seyre dönmesi için alınan makroihtiyati tedbirlerin yeterliliği izlenmektedir.</b></p>	<p>Öncü göstergeler yurt içinde iktisadi faaliyetin üçüncü çeyrekte dış talebin de etkisiyle güçlü seyrettiğine işaret etmektedir. Aşılamanın toplumun geneline yayılarak hızlanması salgından olumsuz etkilenen hizmetler, turizm ve <b>bağlantılı sektörlerin</b> canlanmasına ve iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle sürdürülmesine olanak tanımaktadır.</p>
<p>Olumlu dış talep koşulları ve uygulanmakta olan sıkı para politikası cari işlemler dengesini pozitif etkilemektedir. İhracattaki güçlü artış eğilimi ve aşılamadaki kuvvetli ivmenin turizm faaliyetlerini canlandırmasıyla yılın geri kalanında cari işlemler hesabının fazla vermesi beklenmektedir. Cari işlemler dengesinde görülen iyileşme eğilimi fiyat istikrarı hedefi için önem arz etmektedir.</p>	<p>Olumlu dış talep koşulları ve uygulanmakta olan sıkı para politikası cari işlemler dengesini pozitif etkilemektedir. İhracattaki güçlü artış eğilimi ve aşılamadaki kuvvetli ivmenin turizm faaliyetlerini canlandırmasıyla yılın geri kalanında cari işlemler hesabının fazla vermesi beklenmektedir. Cari işlemler dengesinde görülen iyileşme eğilimi fiyat istikrarı hedefi için önem arz etmektedir.</p>
<p>Son dönemde ithalat fiyatları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışların yanı sıra, talep koşulları, bazı sektörlerdeki arz kısıtları, açılmanın etkisiyle yaz aylarında enflasyonda görülebilecek oynaklıklar ve enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyeler, <b>fiyatlama davranışları ve enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Uluslararası tarımsal emtia ve gıda fiyatlarındaki yüksek seviyelere ilave olarak, bazı ürünlerde iklim koşulları kaynaklı arz yönlü etkilerin açılma etkileriyle birleşmesiyle Temmuz ayında gıda fiyatlarında gözlenen artış, enflasyondaki yükselişte belirleyici olmuştur.</b></p>	<p>Enflasyonda son dönemde gözlenen yükselişte; gıda ve ithalat fiyatlarındaki artışlar ile tedarik süreçlerindeki aksaklıklar gibi arz yönlü unsurlar, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlar ve açılmaya bağlı talep gelişmeleri <b>etkili olmaktadır. Bu etkilerin arzı unsurlardan kaynaklı olduğu değerlendirilmektedir.</b></p>
<p>Diğer taraftan, parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkileri gözlenmektedir. <b>Enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyeler dikkate alınarak, Enflasyon Raporu tahmin patikasındaki belirgin düşüş sağlanana kadar para politikasındaki mevcut sıkı duruş kararlılıkla sürdürülecektir. Bu doğrultuda Kurul, politika faizinin sabit tutulmasına karar vermiştir.</b></p>	<p>Diğer taraftan, güçlü parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkileri devam etmektedir. <b>Parasal duruşun sıklığı ticari kredilerde öngörülenin ötesinde daraltıcı etki yapmaya başlamıştır. Bunun yanında, bireysel kredilerin ılımlı seyre dönmesi için makroihtiyati politika çerçevesi güçlendirilmiştir. Kurul, para politikasının etkileyebileceği talep unsurları, çekirdek enflasyon gelişmeleri ve arz şoklarının yarattığı etkilerin ayrıştırılmasına yönelik analizleri değerlendirmiştir. Bu çerçevede para politikası duruşunda güncellemeye ihtiyaç bulunduğu değerlendirmesi yapılmış ve politika faizinde indirim yapılmasına karar verilmiştir.</b></p>
<p>TCMB, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda elindeki tüm araçları kararlılıkla kullanmaya devam edecektir. Enflasyonda kalıcı düşüşe işaret eden güçlü göstergeler oluşana ve orta vadeli yüzde 5 hedefine ulaşınca kadar <b>politika faizi, güçlü dezenflasyonist etkiyi muhafaza edecek şekilde, enflasyonun üzerinde bir düzeyde oluşturulmaya devam edilecektir.</b></p>	<p>TCMB, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda enflasyonda kalıcı düşüşe işaret eden güçlü göstergeler oluşana ve orta vadeli yüzde 5 hedefine ulaşınca kadar elindeki tüm araçları kararlılıkla kullanmaya devam edecektir. <b>Fiyatlar genel düzeyinde sağlanacak istikrar, ülke risk primlerindeki düşüş, ters para ikamesinin ve döviz rezervlerindeki artış eğiliminin sürmesi ve finansman maliyetlerinin kalıcı olarak gerilemesi yoluyla makroekonomik istikrarı ve finansal istikrarı olumlu etkileyecektir. Böylelikle, yatırım, üretim ve istihdam artışının sağlıklı ve sürdürülebilir bir şekilde devamı için uygun zemin oluşacaktır.</b></p>
<p><b>*Kırmızı ile renklendirilen ifadeler Ağustos notunda yer alan ancak Eylül notunda yer almayan ifadelerdir.</b></p>	<p><b>*Mavi ile renklendirilen ifadeler Ağustos notunda yer almayı Eylül notunda yer alan ifadelerdir.</b></p>

### Taylor Kuralı

Taylor kuralı, merkez bankalarının çıktı açığı ve enflasyon açığındaki değişimlere vermesi gereken kısa dönemli faiz tepkisini ifade eden matematiksel bir denklemdir. John Taylor'ın 1993 yılındaki çalışmasında geliştirdiği kuralın gelişmiş merkez bankalarının faiz politikasına ilişkin davranışlarını belirlediği kabul edilir. Söz konusu kurala göre eğer enflasyon oranı hedeflenen değerinin veya üretim düzeyi potansiyel üretim düzeyinin üzerindeyse, diğer bir ifadeyle çıktı açığı pozitif ise enflasyonist baskılar artacağından merkez bankası kısa dönemli reel faizleri artırmalıdır. Böylece ısınan ekonomide toplam talep kısılması sağlanır.

Taylor kuralına göre merkez bankaları gerçekleşen ve hedeflenen değerler arasındaki sapmalara nominal faiz oranları ile kontrol etmek üzere cevap verirler. Nitekim kurala uygun karar alan merkez bankaları enflasyon ve üretim, hedeflenen seviyelerinin üzerine çıktığında faiz oranlarını yükselterek, enflasyon ve üretim hedeflenen seviyelerinin altında kaldığında ise faiz oranlarını indirerek karşılık verirler.

Temel amaçlarından biri enflasyon kontrolü olan merkez bankalarının, enflasyon yükseldiğinde reel faiz haddini yükselterek kısaca Taylor kuralına uygun davrandığı kabul edilmektedir.

### Taylor kuralına göre nominal faiz oranı ( $i_t$ ),

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi \frac{(\pi_t - \pi_t^*)}{\text{Enflasyon oranındaki sapma}} + a_y \frac{(y_t - \bar{y}_t)}{\text{Üretim açığı}} \text{ denkleminde belirlenir.}$$

$\pi_t$ : Enflasyon oranı

$\pi_t^*$ : Hedeflenen enflasyon oranı

$r_t^*$ : Reel faiz oranının denge değeri

$y_t$ : Üretim miktarı

$\bar{y}_t$ : Potansiyel üretim miktarı

$a_\pi > 0$ ,  $a_y > 0$

Taylor 1993 yılında ABD için yaptığı çalışmada faiz oranına etkisi bakımından enflasyon oranındaki sapmaya ve üretim açığına ( $a_\pi = a_y = 0.5$ ) aynı ağırlığı vermiştir. Değişik ülkeler için değişik ağırlıklar verilerek faiz oranı hesaplanabilir.

Enflasyonla mücadeleyi temel alan merkez bankaları için modelde yer alan enflasyon oranındaki sapmanın derecesini belirten  $a_\pi$  katsayısının pozitif olması beklenmektedir. Aynı durum büyüme ile ilgili hedefi olan ülkeler için de geçerli olacağından  $a_y$  katsayısının da pozitif olması gerekmektedir. Bu nedenle modelde  $a_\pi > 0$  ve  $a_y > 0$  kısıtları yer almaktadır. Enflasyona duyarlılığın yüksek olduğu ülkelerde  $a_\pi$  katsayısı daha büyük olacakken, üretim açığına karşı duyarlılığın yüksek olduğu ülkelerde  $a_y$  katsayısı yüksek olacaktır.

Formülün böyle basit bir eşitliğe dayanması hem anlaşılması hem de uygulanması açısından bir takım avantajlara sahiptir. Bu eşitliğe dayanarak merkez bankaları hedef değerden sapmalar olduğunda faiz oranında ne kadar değişikliğe gidilmesi gerektiğini kolayca hesaplayabilirler. Bu durum, değişikliğin herkes tarafından daha önceden bilinmesini sağlayacağından ekonomiler açısından güven ortamının inşasına da katkıda bulunacaktır.

Taylor kuralına yönelik eleştirilerin en önemlisi gelişmekte olan ülkelere uygulanması konusunda yetersiz kalmasıdır. Özellikle ABD’de kur ile enflasyon arasındaki ilişkinin zayıf olması sebebiyle modelde nominal döviz kurunun yer alması gerekmezken, Türkiye gibi dış fonlama ihtiyacı yüksek olan ekonomilerde enflasyon ile kur arasında yüksek ilişki dikkat çekmektedir. Bu bağlamda modele döviz kurunun da eklenmesi gerekmektedir. Greiber ve Herz, 2000 yılında yayınladığı çalışmada nominal döviz kurunu da modele ekleyerek aşağıdaki genişletilmiş denklemini elde etmiştir. Bu denklemde cari açıkla birlikte ortaya çıkan yüksek fonlama ihtiyacının döviz kuru üzerinde oluşturacağı etkiler “döviz kuru açığı” yolu ile eşitliğe dahil edilmiştir.

### Genişletilmiş Taylor Denklemi (Açık Ekonomi)

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi \frac{(\pi_t - \pi_t^*)}{\text{Enflasyon oranındaki sapma}} + a_y \frac{(y_t - \bar{y}_t)}{\text{Üretim açığı}} + a_e \frac{(e_t - e_t^*)}{\text{Nominal döviz kuru açığı}}$$

$e_t$ : t dönemde gerçekleşen döviz kuru

$e_t^*$ : t dönemde denge döviz kuru

Bu denklemde nominal faiz oranı enflasyon oranındaki sapma, üretim açığı ve nominal döviz kuru açığı değişkenlerine bağlı olarak belirlenmektedir.

Sonuç olarak, özellikle sermaye hareketlerinin ekonominin dinamikleri üzerinde belirleyici olduğu gelişmekte olan ülke ekonomilerinde Taylor kuralının geçerliliğinden bahsedebilmek için genişletilmiş Taylor denkleminin referans alınması daha faydalı olacaktır.

Taylor Kuralı ile ilgili ayrıntılı bilgi için [Özel Raporumuza](#) bakabilirsiniz.



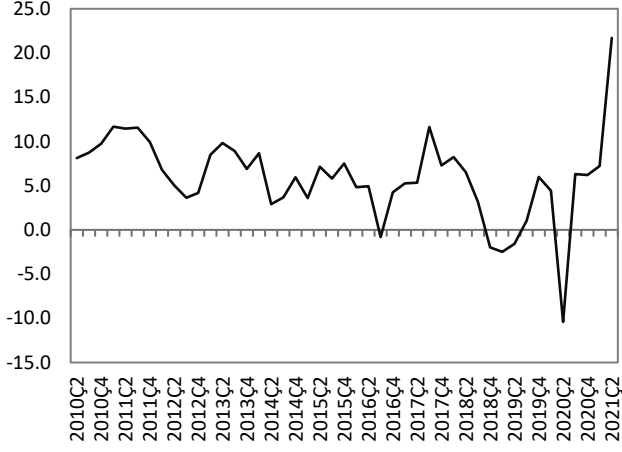
## Haftalık Veri Takvimi (27 Eylül – 1 Ekim 2021)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti	
27.09.2021	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Ağustos, a-a)	-%0.1	%0.6	
		Dallas Fed İmalat Endeksi (Eylül)	9	--	
	Japonya	Öncü Göstergeler Endeksi (Temmuz)	104.2	104.1 (Açıklandı)	
28.09.2021	ABD	Öncü Mal Ticaret Dengesi (Ağustos)	-86.4 milyar \$	--	
		Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi Temmuz, y-y)	%19.1	--	
		Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	113.8	114.5	
			Richmond Fed İmalat Endeksi (Eylül)	9	--
	Almanya	Tüketici Güven Endeksi (Ekim)	-1.2	--	
	Fransa	Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	99	--	
	Japonya	Boj Toplantı Tutanaqları	--	--	
29.09.2021	Türkiye	Ekonomik Güven Endeksi (Eylül)	100.8	--	
	ABD	Bekleyen Konut Satışları (Ağustos, y-y)	-%8.5	--	
	Euro Bölgesi	Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	-5.3	--	
	İtalya	ÜFE (Ağustos, y-y)	%10.4	--	
30.09.2021	Türkiye	TCMB PPK Toplantı Özeti	--	--	
		Dış Ticaret Dengesi (Ağustos)	-4.3 milyar \$	--	
	ABD	GSYH (2.çeyrek, ç-ç)	%6.3	%6.6	
		Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	--	--	
		Chicago PMI (Eylül)	66.8	66.7	
	Euro Bölgesi	İşsizlik Oranı (Ağustos)	%7.6	%7.5	
	Almanya	İşsizlik Oranı Eylül	%5.5	%5.4	
		TÜFE (Eylül, öncül, y-y)	%3.9	%4.1	
	Fransa	TÜFE (Eylül, öncül, y-y)	%1.9	--	
	İtalya	İşsizlik Oranı (Ağustos)	%9.3	--	
		TÜFE (Eylül, öncül, y-y)	%2	--	
	İngiltere	GSYH (2.çeyrek, y-y)	-%6.1	%22.2	
	Japonya	Perakende Satışlar (Ağustos, y-y)	%2.4	-%1	
01.10.2021	Türkiye	İmalat PMI (Eylül)	54.1	--	
	ABD	Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi (Ağustos, y-y)	--	--	
		Kişisel Gelirler (Ağustos, a-a)	%1.1	%0.2	
		Kişisel Harcamalar (Ağustos, a-a)	%0.3	%0.6	
		İmalat PMI (Eylül)	61.1	60.5	
		ISM İmalat PMI (Eylül)	59.9	59.9	
		Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	70.3	71	
	Euro Bölgesi	TÜFE (Eylül, öncül, y-y)	%3	%3.3	
		İmalat PMI (Eylül)	61.4	--	
	Almanya	Perakende Satışlar (Ağustos, y-y)	-%0.3	--	
		İmalat PMI (Eylül)	62.6	58.5	
	Fransa	İmalat PMI (Eylül)	57.5	--	
	İtalya	İmalat PMI (Eylül)	60.9	--	
	İngiltere	İmalat PMI (Eylül)	60.3	--	
Japonya	İşsizlik Oranı (Ağustos)	%2.8	%2.9		

## TÜRKİYE

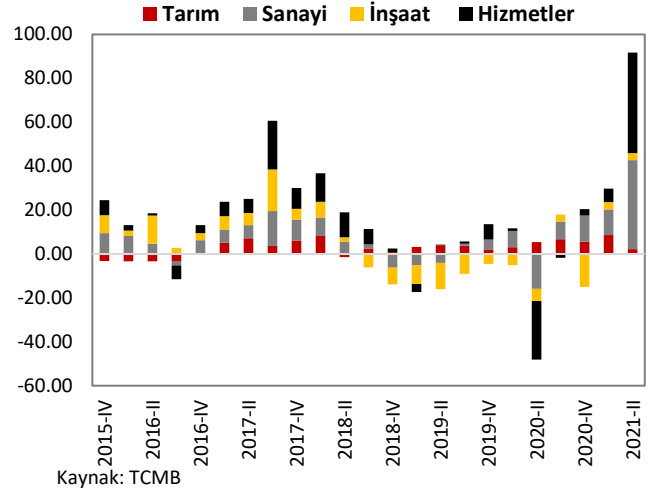
### Türkiye Büyüme Oranı

#### Reel GSYH (y-y, %)



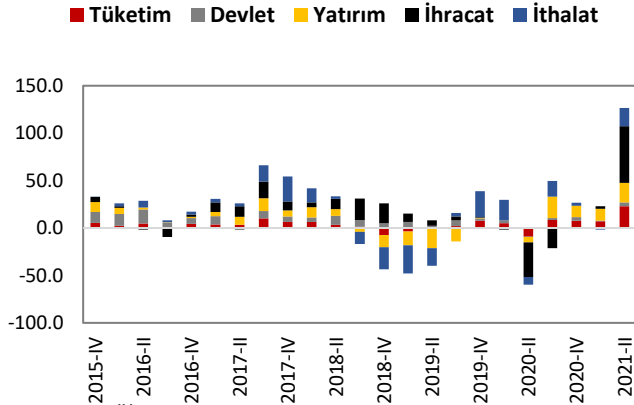
Kaynak: TÜİK

### Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)



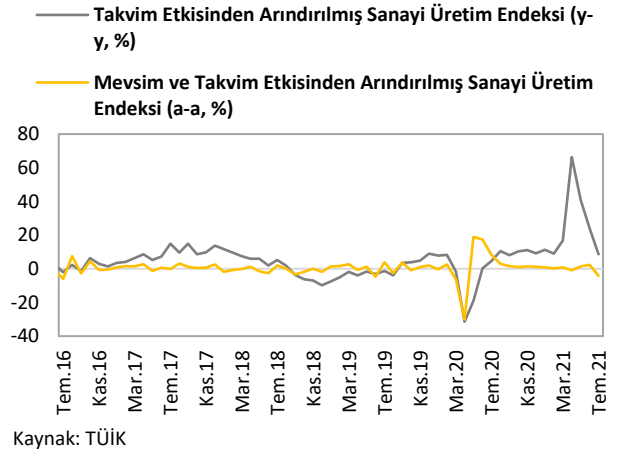
Kaynak: TCMB

### Harcama Bileşenlerinin Büyüme Hızları (y-y, %)



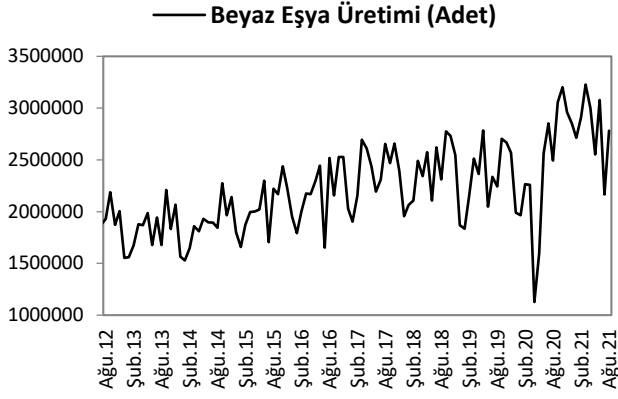
Kaynak: TÜİK

### Sanayi Üretim Endeksi



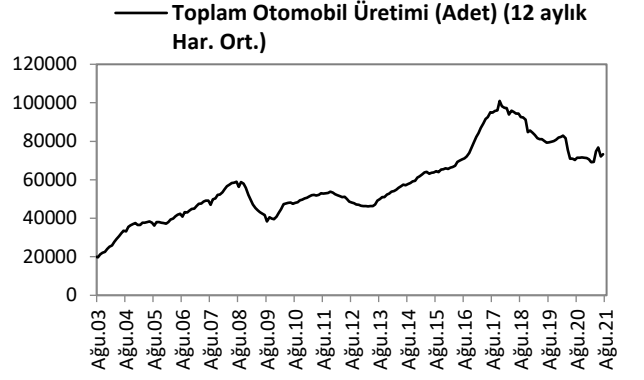
Kaynak: TÜİK

## Beyaz Eşya Üretimi



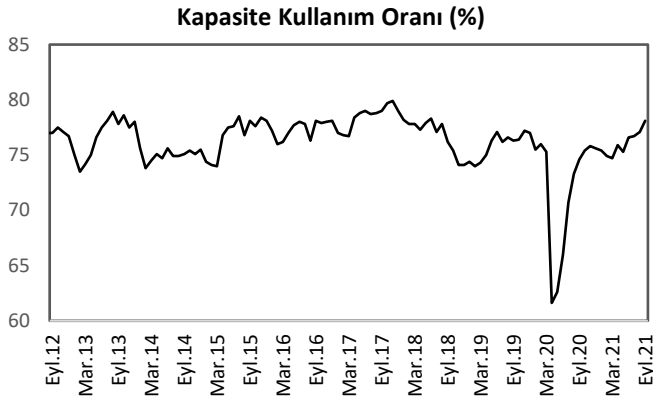
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

## Toplam Otomobil Üretimi



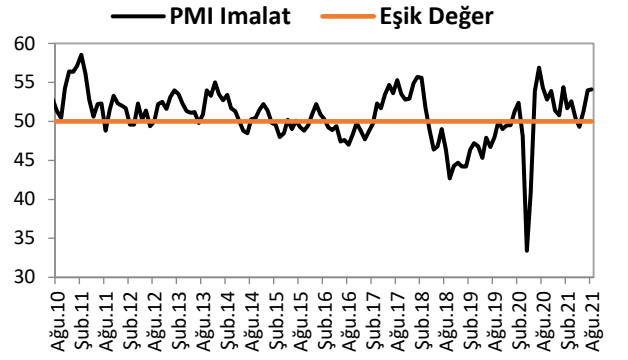
Kaynak: OSD, VakıfBank

## Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak: TCMB

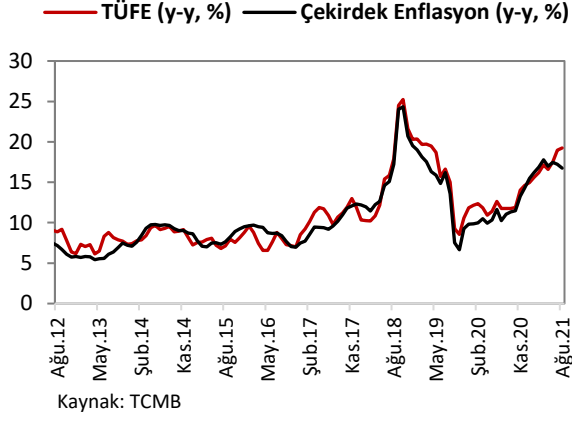
## İmalat PMI



Kaynak: Bloomberg

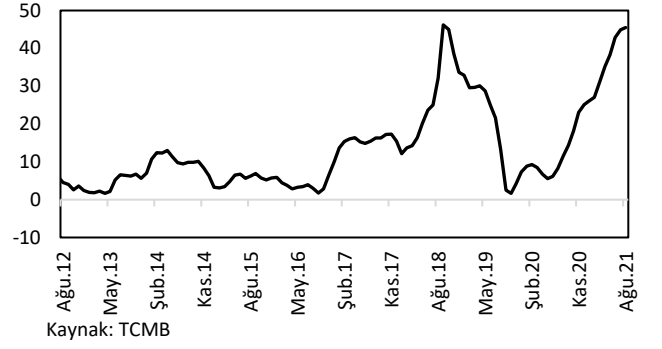
## ENFLASYON GÖSTERGELERİ

### TÜFE ve Çekirdek Enflasyon

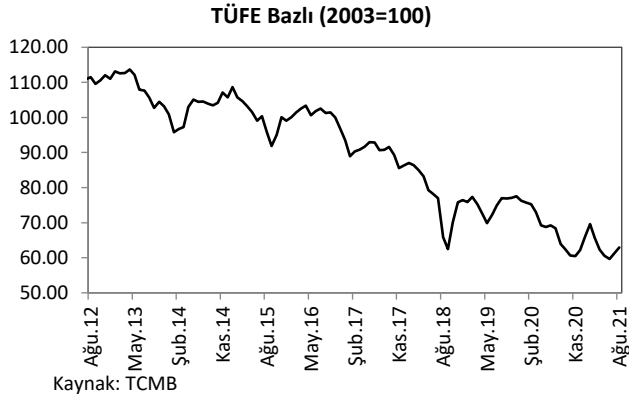


### Yİ-ÜFE

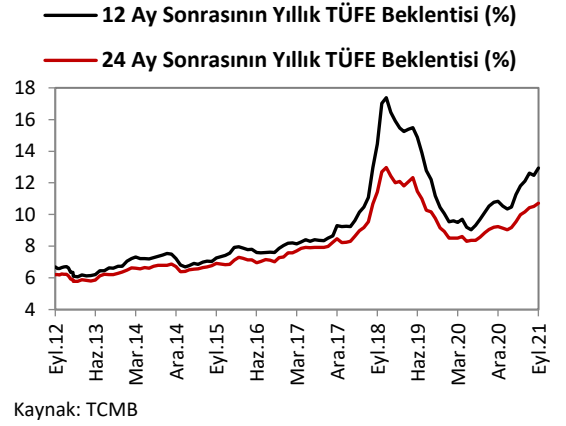
#### Yİ-ÜFE (y-y, %)



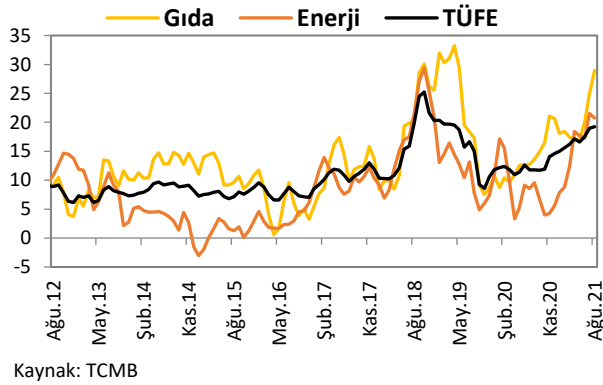
### Reel Efektif Döviz Kuru



### Enflasyon Beklentileri

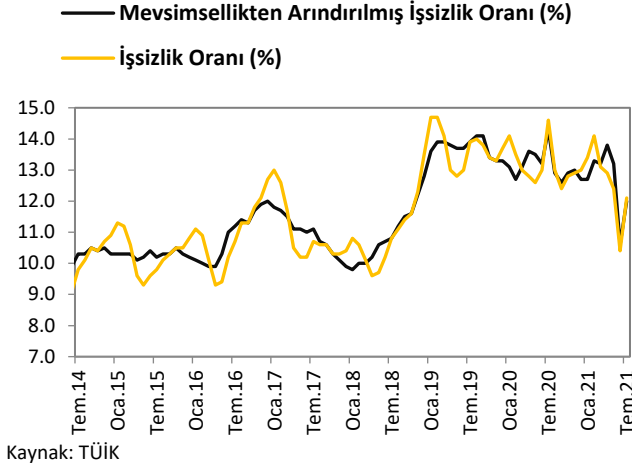


### Gıda ve Enerji Enflasyonu (y-y, %)

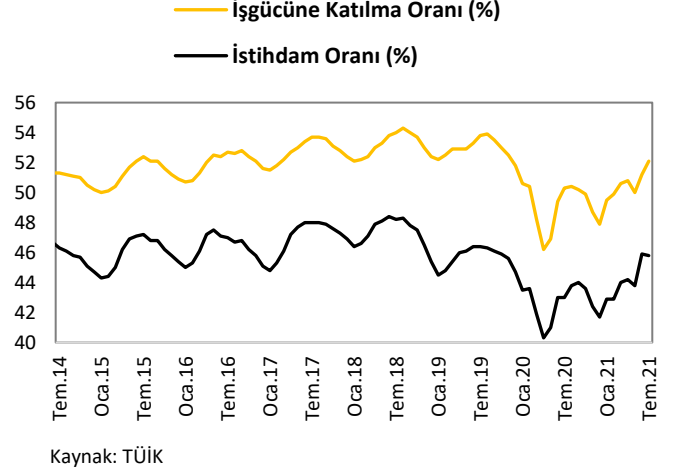


## İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

### İşsizlik Oranı

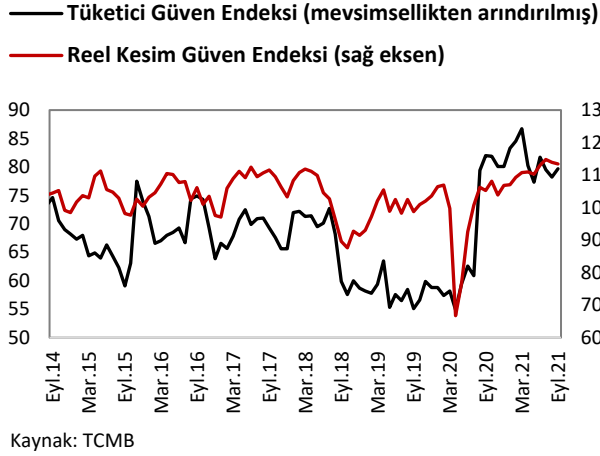


### İşgücüne Katılım Oranı



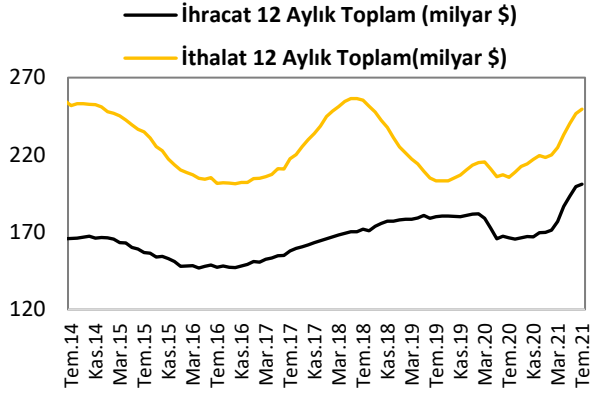
## TÜKETİM GÖSTERGELERİ

### Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni



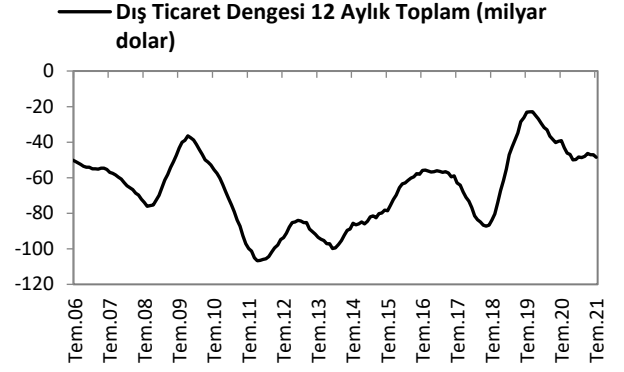
## DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

### İthalat-İhracat



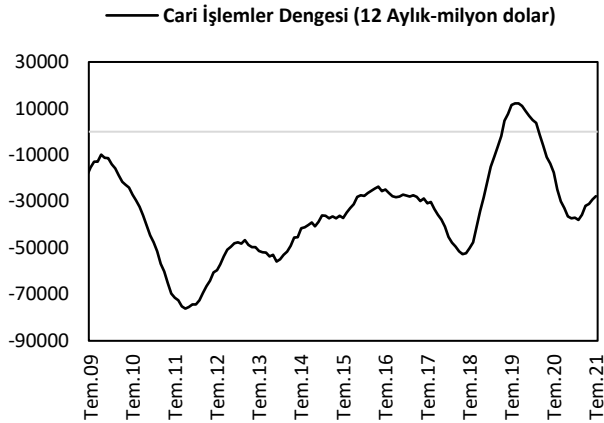
Kaynak: TCMB

### Dış Ticaret Dengesi



Kaynak: TCMB

### Cari İşlemler Dengesi



Kaynak: TCMB

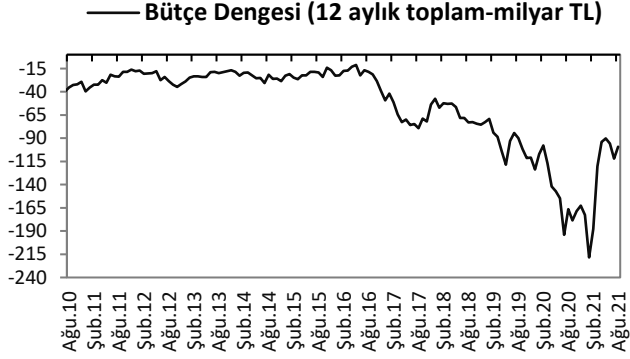
### Sermaye ve Finans Hesabı



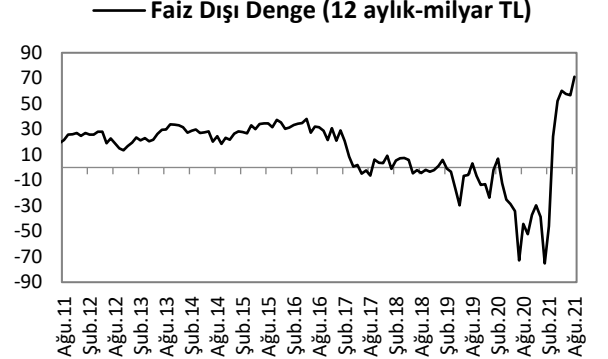
Kaynak: TCMB

## KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

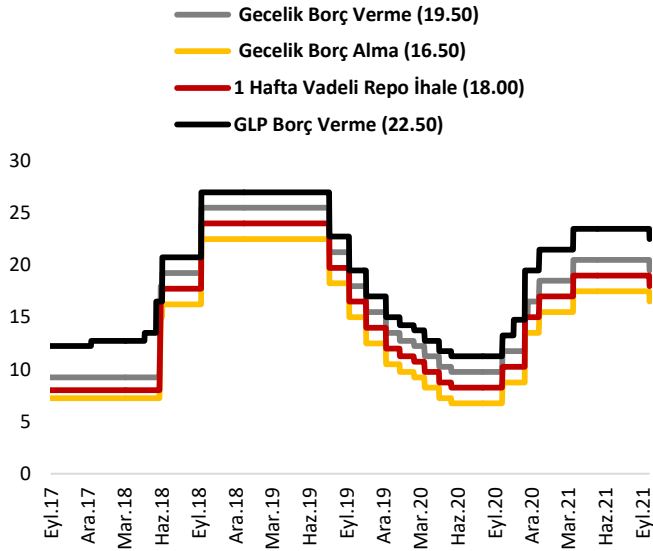
### Bütçe Dengesi



### Faiz Dışı Denge



### TCMB Faiz Oranları



## Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

Reel Ekonomi					
	GSYH (Cari Fiyatlarla, milyon TL)	GSYH Büyüme Oranı (zincirleşmiş hacim endeksi, y-y, %)	İşsizlik Oranı (%)	Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %) (takvim etkisinden arındırılmış)	Kapasite Kullanım Oranı (%)
2019	4,280,381	0.9	13.7	-0.5	75.9
2020	5,047,909	1.8	13.2	9.0	75.6
Son Yayınlanan	1,581,120 (2021-II)	21.7 (2021-II)	12.1 (Temmuz 2021)	8.7 (Temmuz 2021)	78.1 (Eylül 2021)
Fiyat Gelişmeleri (y-y, %)					
	TÜFE	Çekirdek TÜFE	Yİ – ÜFE		
2019	11.84	9.81	7.36		
2020	14.6	14.31	25.15		
2021 (Ağustos)	19.25	16.76	45.52		
Parasal Göstergeler (Milyon TL)					
	M1	M2	M3	Emisyon	TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)
2019	712,833	2,457,543	2,575,195	145,007	81,240
2020	1,237,647	3,374,831	3,469,683	178,922	51,606
Son Yayınlanan (17.09.2021)	1,435,094	3,907,764	4,024,739	205,528	81,420
Faiz Oranları (%)					
	TCMB O/N (Borç Alma)	TCMB O/N (Borç Verme)	TCMB Haftalık Repo	TRLIBOR O/N	
2019	10.50	13.50	12.00	10.49	
2020	15.50	18.50	17.00	17.92	
Son Yayınlanan (27.09.2021)	16.50	19.50	18.00	18.79	
Mal Ticareti ve Cari Denge (Milyar \$)					
	Cari İşlemler Dengesi	İthalat	İhracat	Dış Ticaret Dengesi	
2019	6.8	210.3	180.8	-29.5	
2020	-36.7	219.5	169.7	-49.8	
Son Yayınlanan	-0.7 (Temmuz 2021)	16.4 (Temmuz 2021)	20.7 (Temmuz 2021)	-4.3 (Temmuz 2021)	
Borç Stoku Göstergeleri (Milyar TL)					
	Merkezi Yön. İç Borç Stoku	Merkezi Yön. Dış Borç Stoku	Kamu Net Borç Stoku		
2019	755.1	574.0	693.2		
2020	1,060.4	752.5	967.6		
Son Yayınlanan	1,169.1 (Ağustos 2021)	872.6 (Ağustos 2021)	1,042.6 (2021-I)		
Kamu Maliyesi (Milyar TL)					
	Bütçe Giderleri	Bütçe Gelirleri	Bütçe Dengesi	Faiz Dışı Denge	
2019 (Ağustos)	93.7	94.3	0.6	11.4	
2020 (Ağustos)	80.3	108.6	28.2	40.1	
2021 (Ağustos)	105.7	146.5	40.8	54.5	
Rasyolar (%)					
	Bütçe Açığı/GSYH	AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku/GSYH	Cari Denge/GSYH		
	1.6 (2021-II)	40.4 (2021-I)	-3.8 (2021-II)		



<b>Cem Erođlu</b>	<b>Müdü</b>	<a href="mailto:cem.eroglu@vakifbank.com.tr">cem.eroglu@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 80
<b>Fatma Özllem Kanbur</b>	<b>Müdü Yardımcısı</b>	<a href="mailto:fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr">fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 83
<b>Naime Dođan Eriř</b>	<b>Müdü Yardımcısı</b>	<a href="mailto:naimedogan.eris@vakifbank.com.tr">naimedogan.eris@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 82
<b>Bilge Pekçađlayan</b>	<b>Müdü Yardımcısı</b>	<a href="mailto:bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr">bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 84
<b>Sinem Ulusoy Kasap</b>	<b>Uzman</b>	<a href="mailto:sinemulusoy.kasap@vakifbank.com.tr">sinemulusoy.kasap@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 86
<b>Pınar Cansu Akargöl</b>	<b>Uzman Yardımcısı</b>	<a href="mailto:pincarcansu.akargol@vakifbank.com.tr">pincarcansu.akargol@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 87
<b>Selin Mumcu</b>	<b>Uzman Yardımcısı</b>	<a href="mailto:selin.mumcu@vakifbank.com.tr">selin.mumcu@vakifbank.com.tr</a>	0216-724 30 88

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiğbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.