



# REEL SEKTÖRÜN EKONOMİK BELİRSİZLİK ALGISI

İstanbul Üzerine Bir Veri Analizi

**Yazar**

Bingül Satıoğlu

**Grafik Tasarım**

Melike Özkara



ANALİZ NOTU

NO: 1

İSTANBUL, 2023



## YÖNETİCİ ÖZETİ

Ekonomik belirsizlik; piyasa katılımcılarının, şirket sahiplerinin, yöneticilerinin, hanehalklarının ve politika yapıcıların ekonominin mevcut durumu hakkında mükemmel bir bilgiye sahip olmadığı ve akıllarında geleceğe dair farklı olasılıkların var olması şeklinde tanımlanabilir. Yüksek belirsizlik dönemlerinde şirketler, "bekle ve gör" stratejisi izleyerek yatırımlarını baskılayabilir, üretimlerini erteleyebilir. Bu nedenle şirketlerin ekonomik belirsizlik hakkında bilgi sahibi olması, piyasa sinyallerini okuyabilmesi ve belirsizliği etkin bir şekilde yönetebilmesi gerekmektedir. Bu amaç doğrultusunda İTOSAM, İstanbul'daki reel sektörün belirsizlik algısını düzenlediği anketlerle ölçmeye çalışmıştır. Bu çalışmada Ocak-Ağustos 2023 dönemlerinde aylık ortalama 510 şirketle gerçekleştirilen anketin sonuçları analiz edilmiştir.

Ocak-Ağustos sonuçları bir bütün olarak ele alındığında enflasyondaki belirsizlik %46,1 ile şirket faaliyetlerini en olumsuz etkileyen belirsizliktir. Bu belirsizliği %22,5 ile döviz kurlarındaki belirsizlik izlemektedir. Ocakta %53,2 ile zirve yapan enflasyondaki belirsizlik nisanda %18,3 ile dip noktayı görmüştür. Ancak gerçekleşen enflasyonun ilerleyen aylarda yeniden yükselişe geçmesi bu belirsizliği yeniden baskın hale getirmiştir.

Cumhurbaşkanlığı seçimlerinden önce yükselişe geçen döviz kuru belirsizliği nisan ayında %53 ile zirve yapmıştır. Seçimlerin ardından döviz kuru belirsizliğinde keskin bir düşüş yaşanmıştır. Benzer şekilde finansman/kredi maliyetlerindeki belirsizlik seçim sonrasında yeni ekonomi yönetiminin göreve başlaması ve para politikasının netlik kazanmasının da etkisiyle düşüş göstermiştir.

Döviz kurlarındaki belirsizlikten ihracatçıların daha fazla etkilendiği görülmektedir. Bu şirket grubu için ortalama oran %27,8'dir. İhracat yapmayan şirketler ise en fazla enflasyondaki belirsizlikten etkilenmektedir. Ayrıyeten sektör fark etmeksizin enflasyondaki belirsizliğin tüm şirketlerin hassas noktası olduğu da öne çıkan sonuçlar arasındadır.

## EXECUTIVE SUMMARY

Economic uncertainty can be defined as a situation in which market participants, firm owners, managers, households and policymakers lack perfect information about the current state of the economy and have different expectations about the future. In times of high uncertainty, companies may adopt a "wait and see" strategy, cutting back on investments and postponing production. It is therefore crucial for companies to be well informed about economic uncertainty, to interpret market signals correctly and to manage uncertainty effectively. To this end, İTOSAM sought to measure the perception of uncertainty in the real sector in Istanbul through surveys. This report analyzes the results of the survey conducted with 510 companies, on average every month between January and August 2023.

Considering the results from January to August as a whole, inflation uncertainty had the most pronounced negative impact on companies' operations, registering 46.1%. This was followed by exchange rate uncertainty at 22.5%. Inflation uncertainty peaked at 53.2% in January and then fell to 18.3% in April. However, the subsequent rise in realized inflation in the following months reasserted the dominance of this uncertainty.

Exchange rate uncertainty experienced an upward trend in the run-up to the presidential elections in May, peaking at 53% in April. After the elections, this uncertainty fell sharply. Uncertainty about the cost of finance/credit also began to decline after the elections, reflecting the arrival of a new economic team and clarity on monetary policy.

Exporters are more affected by exchange rate uncertainty, with an eight-month average of 27.8 percent for this group of firms. Conversely, non-exporting companies are more affected by inflation uncertainty. Moreover, one of the most notable findings is that all firms, regardless of sector, are sensitive to inflation uncertainty.

## REEL SEKTÖRÜN EKONOMİK BELİRSİZLİK ALGISI

### İstanbul Üzerine Bir Veri Analizi

“**B**elirsizlik tüm işkencelerin en kötüsüdür” der Alexander Dumas, meşhur kitabı Monte Cristo Kontu’nda. Düşünüldüğünde doğrudur da. Sisin görüş mesafesini epey kısıtladığı bir gecede otomobiliniz ile yolculuk ettiğinizi düşünün. Böyle bir durumda ne yöne doğru gittiğinizi, nerelerden geçtiğinizi ve hatta doğru yolda olup olmadığını dahi bilemeyebilirsiniz. Üstelik yol göstermek amaçlı konan tabelaları da okumak imkansızdır. Belirsizlikte sisli havada otomobil sürmeye benzemektedir. İnsanlar, hayatları boyunca aldıkları kararların büyük çoğunluğunu elindeki kısıtlı bilgiler eşliğinde veyahut bu bilgilere hiç sahip olmadan bir belirsizlik bulutu içinde vermektedirler. Belirsizliğin karar alma mekanizmasını en fazla etkilediği alanların başında ise ekonomi gelmektedir. Ekonomideki belirsizliklerin toplumun her bir kesimini doğrudan/dolaylı etkilemesi, belirsizliğin politika yapımcılardan piyasa katılımcılarına kadar geniş bir kitle tarafından takip edilmesine neden olmaktadır.

Ekonomik belirsizlik; piyasa katılımcılarının, yöneticilerinin, hanehalklarının ve politika yapımcılarının ekonominin mevcut durumu hakkında mükemmel bir bilgiye sahip olmadığı ve akıllarında geleceğe dair farklı olasılıkların var olduğu geniş bir kavram olarak tanımlanabilir.<sup>1</sup> Knight (1921) modern anlamda belirsizliği ele alarak onu riskten ayırmış ve “ölçülemez” olarak tanımlamıştır.<sup>2</sup> Benzer şekilde Keynes (1937) belirsizliğin hesaplanamaz olduğunu ve yatırım kararlarında dalgalanmalara neden olarak reel ekonomiyi olumsuz bir şekilde etkileyebileceğini vurgulamıştır.<sup>3</sup> Ancak 2008/9 Küresel Finans Krizi’nin ekonomide oluşturduğu derin tahribat sonrası belirsizlik, sıklıkla tekrarlanan “popüler” bir ekonomik terim olmuştur.<sup>1</sup> Bu nedenle yıllar içerisinde hem birçok belirsizlik ölçütü oluşturulmuş hem de belirsizliğin ekonomiye olası etkilerine dair çalışmalar gerçekleştirilmiştir.

Belirsizlik şokları, ekonomiyi arz ve talep yönlü olarak farklı kanallar üzerinden etkilemektedir. Tüketim ve yatırım kararlarının belirsizliğe doğrudan maruz kalması, ekonomideki mal ve hizmetlerin talep düzeyinde olumsuz yönlü değişikliklere neden olabilir. Öte yandan bu şoklar, verimlilik artışını veya kredi arzını etkileyerek ekonomide arz yönlü sonuçlar da ortaya çıkarabilir. Tablo 1’de belirsizlikten etkilenen sektörler, ekonomik değişkenler ve etki kanalları özet olarak yer almaktadır.

---

i. Örneğin Fed (Amerika Merkez Bankası) eski başkanı Ben Bernanke 2010 yılında verdiği bir demeçte ekonominin “olağan dışı bir belirsizlik” ile karşı karşıya olduğunu ve piyasayı dikkatle izlediklerini belirtmiştir.

Tablo 1. Belirsizliğin Ekonomiye Etkileme Kanalları

Sektör	Kanal	Açıklama	Etkilenen Ekonomik Değişken
Hanehalkı	İhtiyâtî Tasarruf	Hanehalkı işgücü gelirinden emin olmadığı için gelirde meydana gelen geçici şoklara karşı sigortalanmak için tüketimini erteler.	Tüketim
Firmalar	"Bekle ve Gör"	Geleceği öngörmekte zorlanan firmalar, belirsizlik çözülene kadar üretimi ve yatırımı erteler.	Yatırım ve Verimlilik
	"Giriş ve Çıkış"	Firmalar, ihracat pazarları da dâhil olmak üzere yeni pazarlara girmeyi erteler. Bu firmalar muhtemelen en üretken olanlardır.	Yatırım ve İhracat
	İş gücü Piyasası Çarpıklıkları	Hanehalkları daha üretken işler aramakta; firmalar da boş pozisyonları ilan etmekte isteksizdir. Bu nedenle eşleşmeler verimliliği olumsuz etkilemektedir.	Verimlilik
Tüm Sektörler	Finansal	Gelecekteki varlık fiyatı oynaklığına ilişkin belirsizlik, risk primlerini ve hanehalkı ve şirketler için kredi maliyetlerini yükseltir.	Kredi, Tüketim ve Yatırım

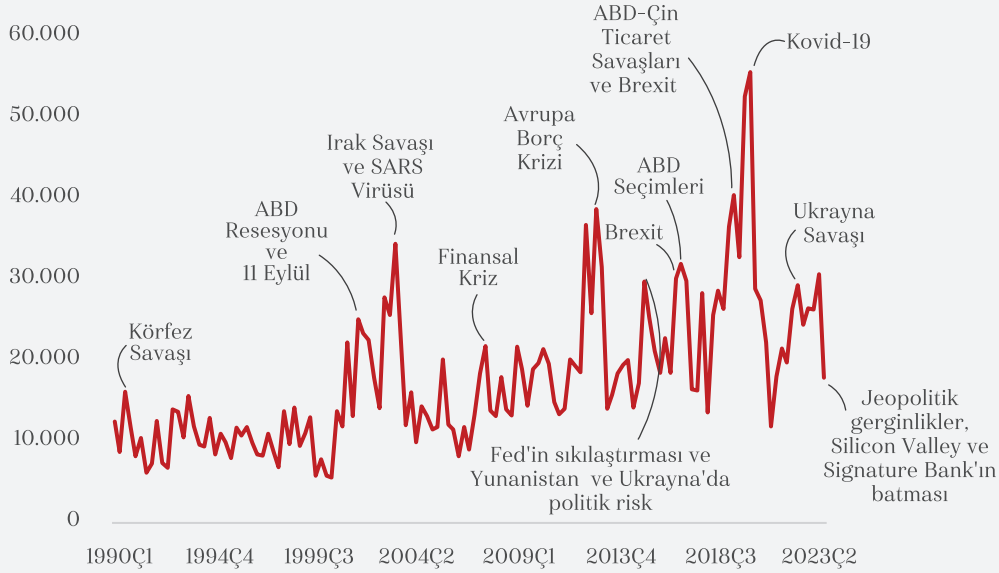
Kaynak: Haddow, A., Hare, C., Hooley, J., & Shakir, T. (2013). *Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?*. Bank of England Quarterly Bulletin, Q2.

Belirsizliğin artış gösterdiği dönemlerde hanehalkları tüketim kalıplarını değiştirebilir ve özellikle dayanıklı tüketim mallarına yönelik taleplerini erteleyebilirler. Ayrıca gelecekteki işgücü gelirinden emin olmayan hanehalkı mevcut dönemdeki tüketimini kısarak düşük gelirli dönemlere karşı kendilerini sigortalamak üzere "ihtiyâtî tasarruf" oluşturabilir.<sup>4</sup>

Ekonominin bel kemiğini oluşturan şirketler de belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde gelecekteki satışlarından ve kârlarından emin olamadıkları için yatırım kararlarını erteleyebilirler. Yanı sıra, batık maliyetlere neden olabilecek geri dönüşü zor olan projelere yatırım yapmaktan da kaçınarak belirsizlik aşılana kadar yatırımlarını erteleyerek "bekle ve gör" stratejisi uygulayabilirler.<sup>5</sup> Böylesi bir durumda yatırımların geçici olarak baskılanması muhtemeldir. Öte yandan istihdam kararları da önemli maliyet kalemlerini kapsadığından (maaşlar, sigorta ödemeleri, tazminatlar ve çalışan eğitimleri) şirketler için geri dönüşü olmayan kararlar olarak değerlendirilebilir ve artan belirsizlikten olumsuz etkilenebilir.<sup>6</sup>

Şirketler, talebe yönelik belirsizlik içinde olduklarında özellikle yeni ihracat pazarlarına girme konusunda daha isteksiz davranabilirler. Yeni pazarlara açılmanın önemli bir verimlilik kaynağı olduğu düşünüldüğünde bu tür davranışlar kaynakların verimli kullanılmasını engelleyebilir, arz kapasitesini azaltabilir.<sup>7</sup> Diğer taraftan belirsizlik, şirketlerin işe alma/işten çıkarma kararlarının ertelenmesine neden olabilir.<sup>8</sup> Ayrıca belirsizlik durumlarında çalışanların yeni iş arama isteği azalabilmekte bu da işgücü piyasasında hareketliliği sınırlandırmakta ve en nihayetinde daha az beceri-iş eşleştirmesi yoluyla verimlilik artışı etkilenebilmektedir.<sup>9</sup> Öte yandan artan belirsizlik finansal kurumlar için artı birer risk maliyetine dönüştüğünden piyasadaki faiz oranlarının yükselmesine ve krediye erişimde sıkıntılar yaşanmasına neden olabilir. Bu durum ise başta şirketler olmak üzere ekonomideki diğer aktörlerin yatırım kararlarını olumsuz etkileyebilir.<sup>10</sup> Tüm bunlara ek; savaşlar, politik faktörler, ekonomik ve ticarî politikadaki beklenmeyen değişimler, seçimler ve doğal afetler de ekonomik belirsizliklere sebebiyet vermektedir.<sup>11</sup>

Şekil 1. Küresel Belirsizlik Endeksi



Kaynak: Ahir, H.N. Bloom, and D. Furceri, (2022). "World Uncertainty Index", NBER Working Paper.



Küresel Belirsizlik Endeksi, belirsizlik alanında öncü isimlerden olan Hites Ahir, Nicholas Bloom ve Davide Furceri tarafından oluşturulan ve düzenli aralıklara güncellenen bir veri setidir. Bu veri seti, üç aylık yayınlanan ve ülkeye özgü önemli siyasi, politik ve ekonomik koşulları ve analizleri içeren *Economist Intelligence Unit (EIU)* ülke raporlarından "belirsizlik" (ve türevleri) ile ilgili frekans sayımlarını kullanarak oluşturulmaktadır. Veri seti 1996 yılından itibaren aralarında Türkiye'nin de olduğu 143 ülkeyi kapsamaktadır. Şekil 1'de belirsizliğin yıllar içerisinde küresel olarak seyri yer almaktadır. 2008 Küresel Finans Krizi'nden sonra belirsizliklerin sıklığının ve derecesinin arttığı söylenebilir. ABD-Çin Ticaret Savaşı ile yükselen belirsizliğin Kovid-19 ile zirve yaptığı ancak ardından düşüş gösterdiği ve Ukrayna- Rusya Savaşı ile tekrar yükselişe geçtiği görülmektedir.

Belirsizlik ülkeden ülkeye, bölgeden bölgeye farklılık gösterebilir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin ekonomik ve politik belirsizliklere karşı daha hassas olduğu bilinmektedir.<sup>12</sup> Türkiye ise etrafında olup biten jeopolitik, küresel ve ekonomik belirsizliklerden sadece gelişmekte olan ülke statüsü nedeniyle etkilenmemekte; ülke içi ekonomik ve politik dinamikler de yeni belirsizlikleri tetikleyebilmektedir. 2016'daki maruz kalınan başarısız darbe girişimi, Anayasa Referandumu, 2018 kur şoku, ardı sıra gelen yerel ve genel seçimler ve yükseliş trendinde olan enflasyon ülke içinde belirsizlik oluşturan unsurlara örnek gösterilebilir. Bu belirsizliklerin ise reel sektörü olumsuz yönde etkilediği, ekonomik politik belirsizlik arttıkça da şirket yatırımlarının düştüğü yapılan çeşitli çalışmaların bulguları arasındadır.<sup>13</sup>

Bu gerekçelerden yola çıkarak reel sektörün geleceğe yönelik belirsizlikler karşısında bilgi toplaması, piyasa sinyallerini dikkatli bir şekilde tahkik ve takip etmesi elzemdir. Bu amaç doğrultusunda İTOSAM, İstanbul'da faaliyet gösteren şirketler üzerinden belirsizlik türlerini aylık olarak değerlendirmiş ve anket sonuçlarını Ocak-Ağustos 2023 dönemlerini kapsayacak şekilde raporlaştırmıştır. Bu analiz notu ile reel sektöre bilgi sağlaması, politika yapıcılara yön göstermesi ve ekonomiye olan güvenin tesis edilmesine yardımcı olunması hedeflenmiştir.



## YÖNTEM

İstanbul Ticaret Odası Stratejik Araştırmalar Merkezi (İTOSAM), reel sektörün nabzını takip etmek için İstanbul'da faaliyet gösteren şirketlere anketler uygulamaktadır. Bu anketlerde şirketlerin belirsizlik algısını ölçmeye yönelik olarak “İçinde bulunduğumuz ayda, belirtilen belirsizlik türlerinden hangisi şirket faaliyetlerinizi en fazla olumsuz etkilemiştir?” sorusu yöneltilmiştir. Böylelikle reel sektörün güncel ekonomik belirsizliklere karşı tutumu somut bir şekilde ortaya konmaya çalışılmıştır.

Anketin saha çalışması 2023 yılının Ocak-Ağustos aylarını kapsamaktadır. Belirtilen dönemler arasında her ay düzenli olarak ortalama yaklaşık 510 şirkete belirsizlik anketi iletilmiştir. İstanbul ili genelinde gerçekleştirilen araştırmanın kapsamının ve ana kitlesinin niteliği gereği İstanbul'un 39 ilçesi saha çalışmasına dâhil edilmiştir. Ankete katılım gösteren şirketlerin ölçeği belirlenirken Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) ve Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) tarafından birlikte hazırlanan “Küçük ve Orta Ölçekli Girişim İstatistikleri-2020”ii çalışması baz alınmıştır.

Örneklem temsiliyetinin yükseltilmesi amacıyla kota kontrol değişkenlerinin (KKD-QCV) modele dâhil edilmesi tercih edilmiştir. KKD'ler belirlenirken şirketin ana faaliyet alanı, çalışan sayısı ve bölge kısımlarında söz konusu değişkenler takip edilmiştir. Anket kapsamındaki bilgiler; şirketlerdeki işletme sahibi/ortağı, genel müdür, genel müdür yardımcısı ve genel müdüre bağlı yönetici/müdür/direktör pozisyonundaki üst düzey karar alıcılar ile görüşülerek elde edilmiştir.

Veri toplamada ise bilgisayar destekli telefon görüşmesi (CATI), bilgisayar destekli yüz yüze görüşme (CAPI) ve bilgisayar destekli çevrim içi görüşme (CAWI) yöntemleri birlikte kullanılmıştır. Karma yöntem ile Ocak- Ağustos 2023 döneminde (sekiz ay) şirketlere düzenli olarak yaklaşık 15-20 dakika süren anket iletilmiş ve bu dönem sonunda toplamda 4057 şirkete ulaşılmıştır.

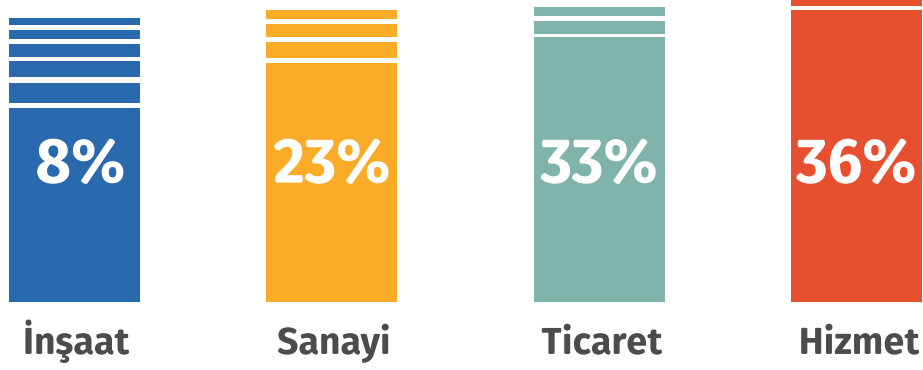
Aşağıda Şekil 2'de çalışmaya dâhil olmuş şirketlerin ana faaliyet alanları baz alınarak dört ana sektör altında toplanmış sonuçları yer almaktadır.iii Buna göre ankete katılım sağlayan şirketlerin %36'sı hizmet sektöründe, %33'ü ticaret sektöründe faaliyet göstermektedir.

ii. İlgili çalışma için bkz. Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri, 2020

iii. Çalışmanın ilerleyen kısımlarında sonuçlar aylar itibariyle gösterilecektir. Ancak şirketlerin ana faaliyet alanları ve şirket çalışan sayısı kısımları ilgili dönemlerde benzer seyir sergilediğinden bu oranlar toplam gözlem sayısına göre derlenmiştir.



Şekil 2. Şirketlerin Faaliyet Alanına Göre Dağılımı (%)



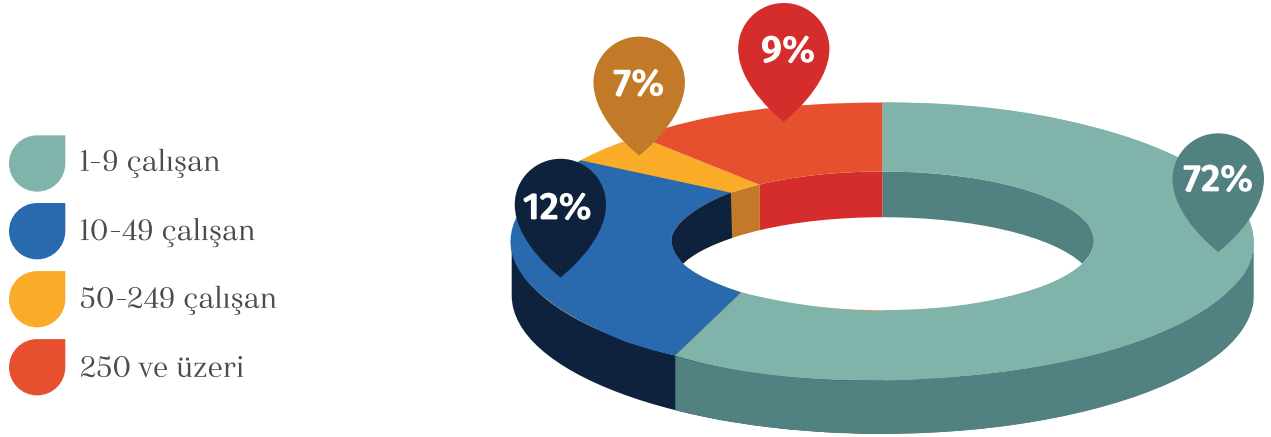
Yuvarlamadan dolayı toplamlar %100'ü vermeyebilir.

### İlgili Soru

Firmanız/çalıştığınız firmanın ana faaliyet alanı nedir?

Şekil 3'te şirketlerin çalışan sayısı (şirket büyüklüğü) yer almaktadır. Buna göre ankete katılan şirketlerin %72,4'ü mikro (1-9 çalışan), %11,6'sı küçük (10-49 çalışan), %6,8'i orta (50-249 çalışan) ve %9,3'ü ise büyük (250 ve üzeri çalışan) sınıflamasında yer almaktadır.

Şekil 3. Şirketlerin Çalışan Sayısına Göre Dağılımı (%)



Yuvarlamadan dolayı toplamlar %100'ü vermeyebilir.

### İlgili Soru

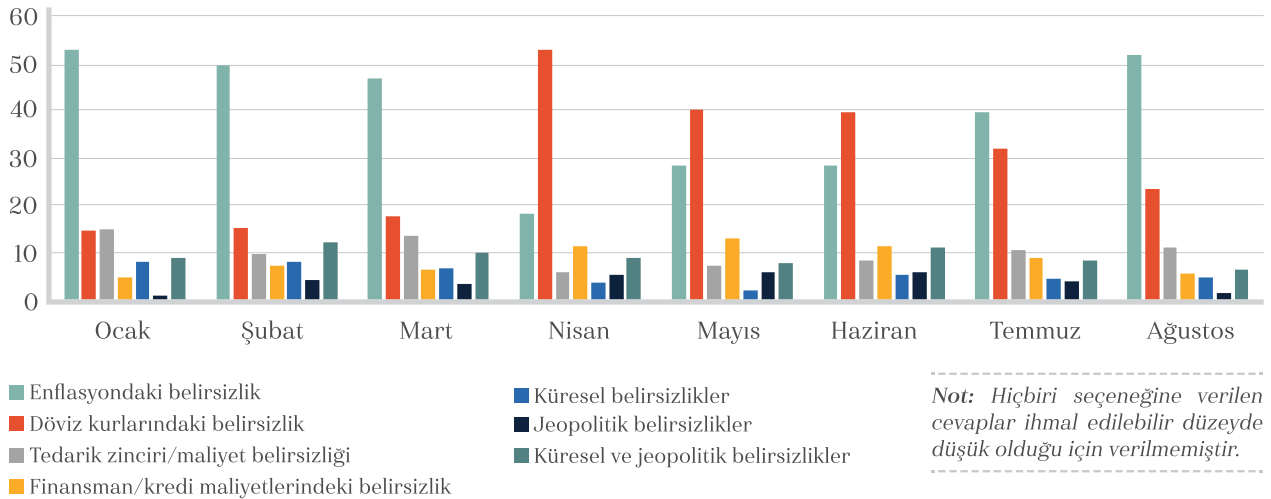
Firmanızda/çalıştığınız firmada siz dahil toplam kaç kişi çalışıyor, lütfen tüm birimleri düşünerek belirtir misiniz?

## SONUÇLAR

İstanbul'da reel sektörün belirsizlik tutumunu ölçmek amacıyla şirketlerden içinde buldukları ayı değerlendirerek faaliyetlerini en olumsuz etkileyen belirsizlik türünü seçmeleri istenmiştir. Şirketlere iletilen belirsizlik boyutları ise şunlardır: a) enflasyondaki belirsizlik, b) döviz kurlarındaki belirsizlik, c) tedarik zinciri/maliyet belirsizliği, d) finansman/kredi maliyetlerindeki belirsizlik, e) küresel belirsizlik, f) jeopolitik belirsizlik ve g) hiçbiri.

Sonuçlar ilk etapta Şekil 4'te yer aldığı üzere ağırlıklandırılmış olarak sunulmaktadır. Aylar itibariyle sonuçlar değerlendirildiğinde enflasyondaki belirsizlik, sekiz ayın beşinde şirket faaliyetlerini en olumsuz etkileyen baskın belirsizlik türü olarak karşımıza çıkmaktadır. Döviz kurlarındaki belirsizlik ise yükselişini sürdürmüş ve nisan ayında %53 ile zirve yaparak enflasyondaki belirsizliği bastırmıştır. Finansman/kredi maliyetlerindeki belirsizlik ve tedarik zinciri/maliyet belirsizliği ise ortalama seyrini korumuştur (Şekil 4).<sup>iv</sup>

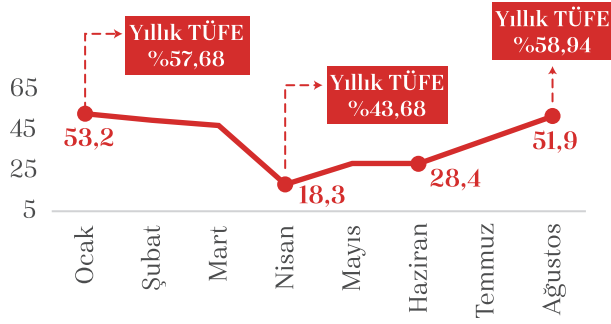
Şekil 4. Şirketlerin Belirsizlik Algısı (%)



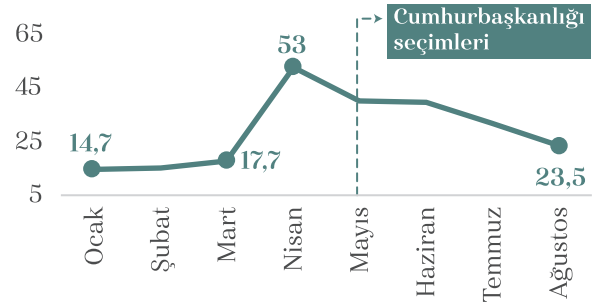
Yuvarlamadan dolayı toplamlar %100'ü vermeyebilir.

iv. Sonuçlar analiz edilirken "ağırlıklandırma" yöntemine başvurulması tercih edilmiştir. Orta ve büyük ölçekli şirketlerin ekonomiden aldığı payın görece daha yüksek olduğu hesaba katılmış ve şirket temsilcilerinin yükseltilmesi amacıyla bu yöntem tercih edilmiştir. Bu şirketlerin üretim ve ticarî faaliyetlerinin ağırlığı, mikro ve küçük işletmelere kıyasla yüksek olduğu için anket sonuçlarında orta ve büyük ölçekli işletmelerden gelen cevaplara daha fazla ağırlık verilerek değerlendirmeler gerçekleştirilmiştir. Şirketlere karşılık gelen ağırlık faktörleri hesaplanırken sadece girişimci ve çalışan sayısı değil aynı zamanda ciro, üretim değeri ve katma değer ticarî etki göstergesi alt başlığı dikkate alınmış ve bu göstergelerin dağılımlarından yararlanılmıştır.

Şekil 5. Aylar İtibariyle Enflasyondaki Belirsizliğin Seyri (%)



Şekil 6. Aylar İtibariyle Döviz Kurlarındaki Belirsizliğin Seyri (%)

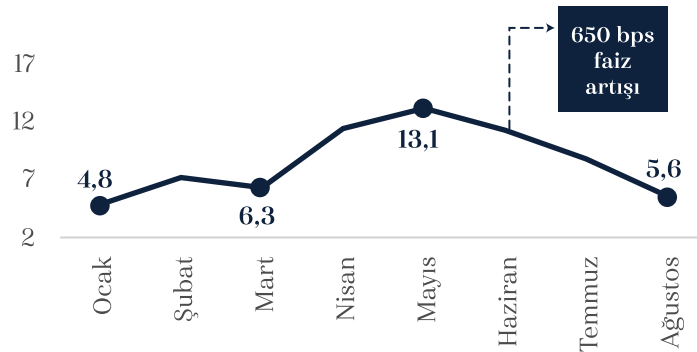


Yuvarlamadan dolayı toplamlar %100'ü vermeyebilir.

Ocak ayında %53,2 ile tavan yapan enflasyondaki belirsizlik, nisanda %18,3'e kadar düşerek dip noktayı görmüştür. Bu düşüşteki ana etmen, şirketlerin nisanda döviz kurlarındaki belirsizliklere karşı hassas olması şeklinde yorumlanabilir. Ayrıca Nisan-Haziran döneminde gerçekleşen tüketici enflasyonunun düşüş trendinde dip noktayı görmesi de düşüşü açıklayan başka unsurdur. Temmuz ayında gerçekleşen enflasyonun yeniden yükselişe başlaması ise şirketlerin gözünde bu belirsizliği yeniden baskın hale getirmiştir.

Ocak ayında %14,7 olan döviz kurlarındaki belirsizlik, ilerleyen aylarda peyderpey yükselmiş mart ayında %17,7 seviyesine ulaşmıştır. Ancak Cumhurbaşkanlığı seçimlerinin TL üzerinde yarattığı belirsizlik seçim öncesinde belirsizlik anketi sonuçlarına yansımış gözükmemektedir. Nisanda zirveyi gören belirsizlik, mayısta %40,3'e düşmüştür. Seçimlerin geride kalmış olmasının yanı sıra ilerleyen aylarda dolar/TL kurunda gecikmiş olan yükselişin realize olmasının da etkisiyle %23,5 seviyesi görülmüştür.

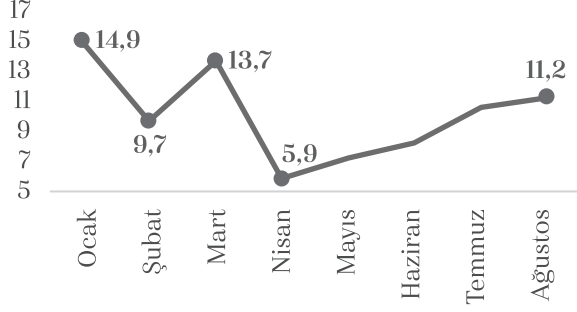
Şekil 7. Aylar İtibariyle Finansman/Kredi Maliyetlerindeki Belirsizliğin Seyri (%)



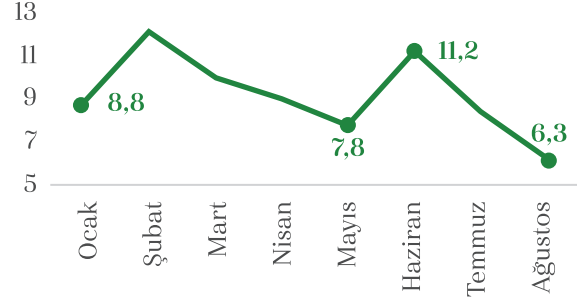
Yuvarlamadan dolayı toplamlar %100'ü vermeyebilir.

Finansman/kredi maliyetleri belirsizliği, ocak-mart döneminde inişli-çıkışlı bir seyir izlemekle birlikte görece düşük kalmıştır. Cumhurbaşkanlığı seçimleri sırasında başta para politikası olmak üzere genel olarak ekonomi politikalarında izlenecek yolun net olmaması, bu belirsizlik kanalıyla şirketler üzerinde baskıya neden olmuş olacak ki bu oran nisanda %11,4'e; mayısta %13,1'e ulaşarak zirveyi görmüştür. Yeni ekonomi yönetiminin hazıranda göreve başlaması ve TCMB'nin 650 baz puan arttırmasıyla belirsizlik zirveden düşmüş ve ağustosta %5,6'ya gerilemiştir. Her ne kadar ticari kredi faizleri ağustosta ortalama %40'a yaklaşmış olsa da para politikası anlayışının netlik kazanması, bu belirsizliğin giderilmesinde etkili olmuştur denebilir.

**Şekil 8. Aylar İtibariyle Tedarik Zinciri/Maliyet Belirsizliğinin Seyri (%)**



**Şekil 9. Küresel ve Jeopolitik Belirsizlikler %**



*Yuvarlamadan dolayı toplamlar %100'ü vermeyebilir.*

Tedarik zinciri/maliyet belirsizliğinin ise aylar içerisinde inişli-çıkışlı bir seyir sergilediği görülmektedir. Ocakta %14,9 olan bu belirsizlik, nisanda %5,9 seviyesine kadar düşmüş ve temmuzda ortalama seviyesi olan %10'un üstüne çıkarak %10,6 seviyesine gelmiştir.

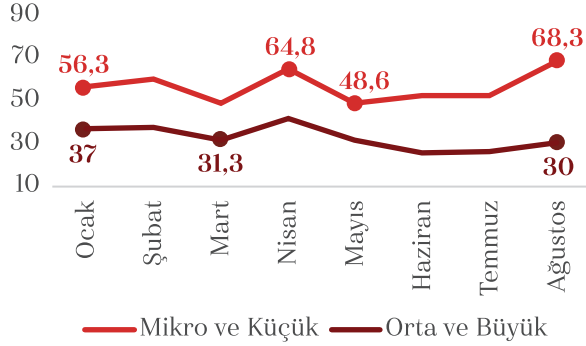
Küresel ve jeopolitik belirsizlikler, şubatta %12,1 ile tavan yaparken bu oran ilerleyen aylarda dalgalı bir seyir sergilemiş ve ağustosta %6,3 ile en düşük seviyesini görmüştür. Bu belirsizliği tetikleyen potansiyel unsurlar arasında Avrupa pazarında yaşanan daralma, Ukrayna- Rusya Savaşı ön planda gösterilebilir.

Ocak-Ağustos sonuçlarını bir bütün olarak ele alıp ağırlıklandırdığımızda ise aylık sonuçlara paralel sonuçlar karşımıza çıkmaktadır. Buna göre enflasyondaki belirsizlik %46,1 ile şirket faaliyetlerini en olumsuz etkileyen belirsizlik türü iken onu %22,5 ile döviz kurlarındaki belirsizlik izlemiştir. Tedarik zinciri maliyetlerindeki belirsizlik %12,1; küresel ve jeopolitik belirsizlikler %9,1; finansman/kredi maliyetlerindeki belirsizlik %7 olarak hesaplanmıştır.

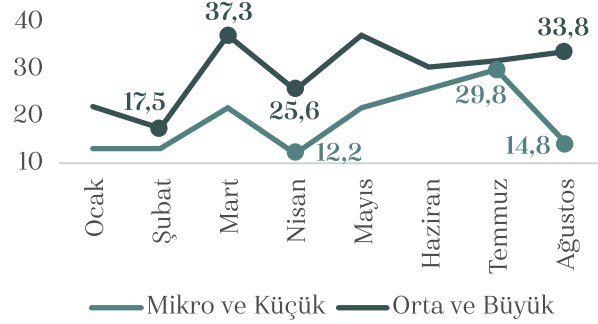
## ŞİRKET BÜYÜKLÜĞÜNE GÖRE BELİRSİZLİK

Ankette yer alan sonuçların şirket büyüklüğüne göre değerlendirilmesi ve karşılaştırılması için şirketler, "mikro ve küçük" ve "orta ve büyük" şeklinde iki gruba ayrılmıştır. Bu bağlamda şirketlerin belirsizlik algıları her iki grup için karşılaştırılarak analiz edilmiştir.

**Şekil 10. Şirket Büyüklüğüne Göre Enflasyondaki Belirsizliğin Seyri (%)**



**Şekil 11. Şirket Büyüklüğüne Göre Döviz Kurlarındaki Belirsizliğin Seyri (%)**

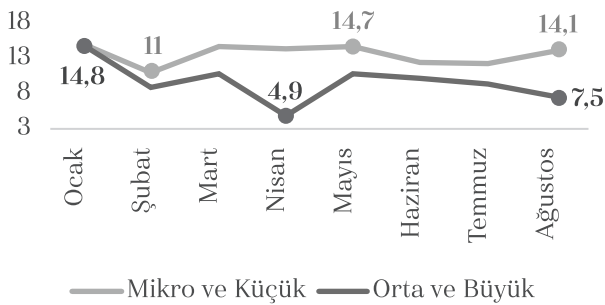


Yuvarlamadan dolayı toplamalar %100'ü vermeyebilir.

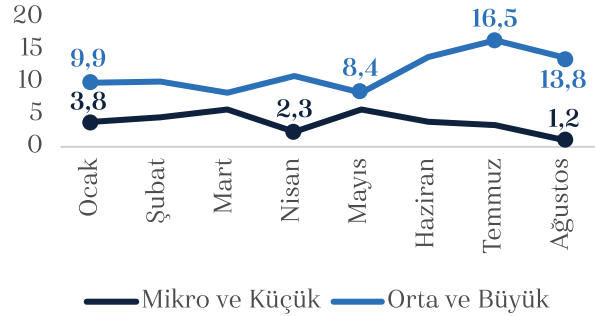
Sonuçlar değerlendirildiğinde enflasyondaki belirsizliğe mikro ve küçük ölçekli şirketlerin daha duyarlı olduğu dikkat çekmektedir. Zira mikro ve küçük ölçekli şirketler için ortalama seviye %56,4'tür. Orta ve büyük ölçekli şirketler için ise %32,5'tir.

Döviz kurlarındaki belirsizlik, her iki şirket grubu için dalgalı bir seyir izlemiştir. Orta ve büyük ölçekli şirketlerin bu belirsizlik oranına daha duyarlı olduğu görülmektedir. Zira sekiz ay için ortalama oran orta ve büyükler için %29,5 iken mikro ve küçükler için %19,1'dir.

**Şekil 12. Şirket Büyüklüğüne Göre Tedarik Zinciri/Maliyet Belirsizliğinin Seyri (%)**



**Şekil 13. Şirket Büyüklüğüne Göre Finansman/Kredi Maliyetlerindeki Belirsizliğin Seyri (%)**

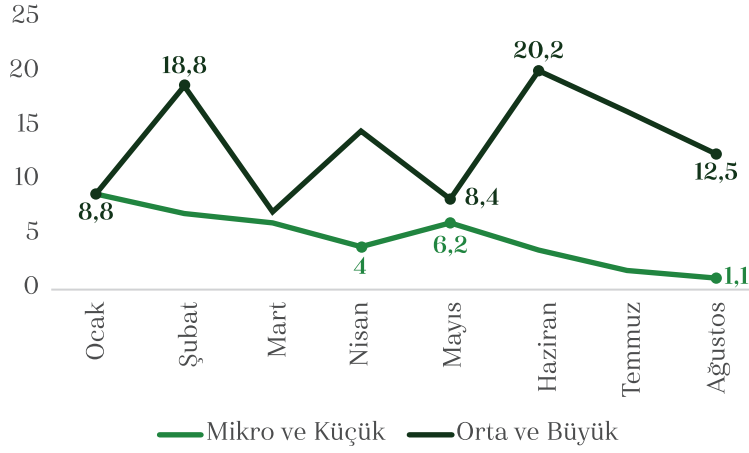


Yuvarlamadan dolayı toplamalar %100'ü vermeyebilir.

Mikro ve küçük ölçekli şirketlerde, ocakta tedarik zinciri/maliyet belirsizliği %15 seviyesinde iken temmuzda %12,2'ye kadar düşmüş ve ağustosta %14,1'e yükselmiştir. Orta ve büyük ölçekli şirketlerde ise nisanda %4,9'a kadar düşen bu belirsizlik mayısta %10,8'e yükseldikten sonra ilerleyen aylarda yeniden düşüşe geçmiştir.

Finansman/kredi maliyetlerindeki belirsizlik incelendiğinde orta ve büyük ölçekli şirketlerin mikro ve küçük ölçekli şirketlere kıyasla bu belirsizlik türüne daha hassas oldukları görülmektedir. Orta ve büyük ölçekli şirketlerde ortalama seviye %11,5 iken mikro ve küçük ölçekli şirketlerde bu oran %3,8 seviyesindedir. Nisan ayında orta ve büyük ölçekli şirketler için %11 olan belirsizlik oranı temmuzda %16,5 ile tavan yapmıştır. Mikro ve küçükler için tavan seviye mart ve mayıs aylarında %5,7 ile yaşanmıştır.

Şekil 14. Şirket Büyüklüğüne Göre Küresel ve Jeopolitik Belirsizliğin Seyri (%)



Orta ve büyük ölçekli şirketlerde ocak ayında %8,8 seviyesinde olan küresel ve jeopolitik belirsizlik, nisanda %14,6 seviyesine çıkmış ve haziranda %20,2 ile tavan yapmıştır. Mikro ve küçük ölçekli şirketlerde ise bu oran ocakta %8,8 ile zirvede iken ağustosta %1,1 ile dip noktayı görmüştür. Buradan hareketle mikro ve küçük ölçekli şirketlerin orta ve büyük ölçekli şirketlere kıyasla küresel ve jeopolitik belirsizliklere karşı daha az hassas olduğu görülmektedir.

## İHRACATÇILARDA BELİRSİZLİK ALGISI

*İhracat her ne kadar şirketlere başta ek ciro kaynağı ve müşteri tabanı gibi çeşitli olanaklar sağlasa da zorlu bir süreçtir. İhracatçıların diğer ülkelerdeki bürokratik süreçlerin yanı sıra uluslararası ödeme sistemleriyle de başa çıkmaları gerekmektedir. Ayrıca ihracatçıların küresel gelişmelere ve döviz kurlarına daha duyarlı olması olağandır. Bu nedenle ihracatçıların belirsizlik algısı diğer şirketlere kıyasla farklılaşabilir.*

Döviz kurlarındaki belirsizlikten ihracat yapan şirketler daha fazla etkilenmektedir. Bu şirket grubu için sekiz aylık ortalama döviz kurlarındaki belirsizlik %27,8 iken ihracat yapmayanlar da bu oran %16,1'dir. İhracat yapan şirketler için dip seviye şubatta %16,2 ile gerçekleşmişken temmuzda oran %37,8'e yükseldikten sonra ağustosta %33,3'e düşmüştür. İhracat yapmayan şirketler için tavan %26,9 ile temmuzda, dip ise %9,2 ile martta yaşanmıştır.

Finansman/kredi belirsizliğinden ihracatçıları daha olumsuz yönde etkilenmektedir. Ortalama oran ihracat yapmayan şirketler için %3,5 iken ihracatçıları için %8,4'tür. İhracatçıları için nisanda %4,7 olan bu oran temmuzda %11,9'a yükselmiştir.

İhracat yapmayan şirketler, en fazla enflasyondaki belirsizlikten etkilenmektedir. Ortalama seviye bu şirketler grubu için %60,6'dır. Ocak ayına %59,4 ile başlayan belirsizlik, mayısta %49,5'e düşmüş ve ağustosta %73,2 ile zirveyi görmüştür. İhracatçıları da ise enflasyondaki belirsizlik ocak-mart arasında sabit düzeye yakın seyrederken nisanda bu oran %43,4 ile tavan yapıp haziranda %29,4 ile dip seviyeyi görmüştür.

Tahmin edildiği şekilde ihracatçı şirketler küresel ve jeopolitik belirsizliklere karşı daha hassastır. Bu şirketler grubu için ocakta %10,2 olan oran; martta %16,5'e yükselmiştir. Ardından tekrar düşüşe geçmiş ve ağustosta %9,2 olarak gerçekleşmiştir.

## SEKTÖRLERE GÖRE BELİRSİZLİK

Belirsizlik her bir sektörün işleyişi, büyümesi ve sürdürülebilirliği açısından önemli bir faktördür. Sektörel bazlı arz yönlü sıkıntılar, talepte daralma, ticaret ortaklarıyla olan ilişkilerde bozulma şirketlerin iş sürekliliği için birer tehdit unsuru olabilir. Bu nedenlerle çalışmada şirketler ana faaliyet alanlarına göre sanayi, ticaret, hizmet ve inşaat olarak toplanmış ve sektörel bazda belirsizlik türleri incelenmiştir.

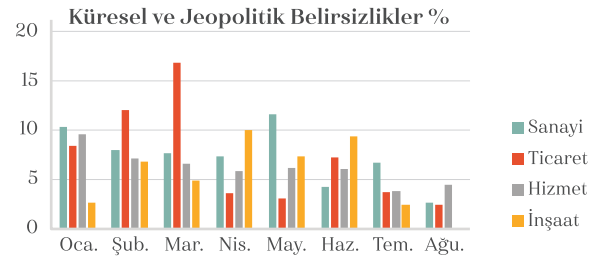
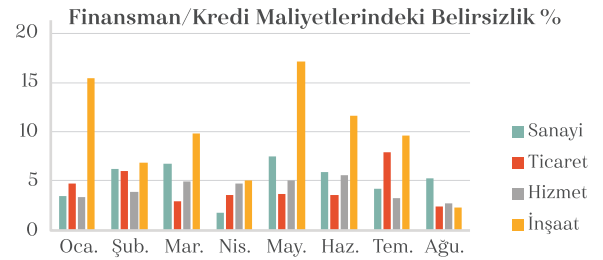
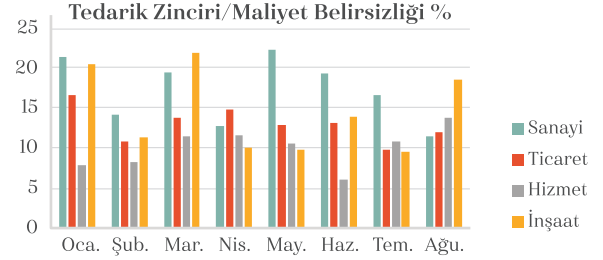
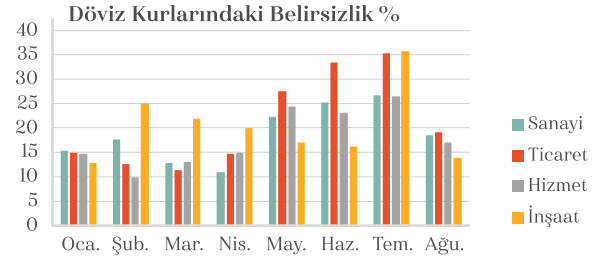
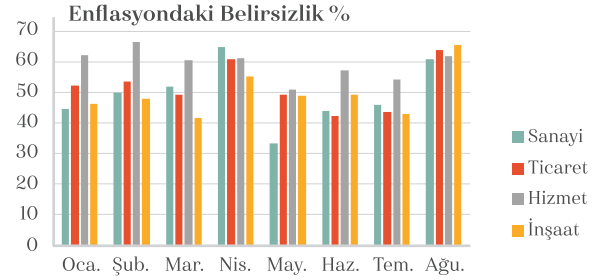
Sektör fark etmeksizin enflasyondaki belirsizlik tüm şirketlerin hassas noktasıdır. Hizmet sektöründe ortalama enflasyon belirsizliği %58,9 iken ticarete bu oran %51,4; inşaatla %49,4 ve sanayide %49,1'dir. İnşaat sektöründeki belirsizlik ağustosta bir önceki aya göre 22,2 puan artarak %65,1 seviyesine çıkarak dikkat çekmiştir.

Döviz kurlarındaki belirsizlikten en olumsuz etkilenen sektör ticarettir. Bu sektör için ortalama oran %21,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. İnşaat sektörü ise %20,3 ile ikinci sırada yer almıştır. Sanayi %18,6 ve hizmet %17,9 ile diğer sektörleri izlemiştir.

Sanayi sektörü ortalama %17,1 ile tedarik zinciri/maliyet belirsizliğinden en olumsuz etkilenen sektör olmuştur. Mayısta %22,3 ile tavan yapan belirsizlik, ağustosta %11,4'e düşmüştür. İnşaatla ise ortalama seviye %14,4'tür. Ortalamanın %12,9 olduğu ticarete, tavan %16,9 ile ocak ayında; ortalamanın %10 olduğu hizmette ise dip %6 ile hazırda gerçekleşmiştir.

Finansman/kredi maliyetlerindeki belirsizlik en yoğun olarak inşaat sektöründe hissedilmiştir. Bu sektörde belirsizlik mayısta %17 ile zirve yaparken ortalama seviye %9,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aylar itibarıyla oranlar diğer sektörlerde ise %3 ila %7 arasında gezinmektedir.

Küresel ve jeopolitik belirsizlik oranı düşük seviyelerdedir. Bu belirsizlik türünde en yüksek değer martta %16,7 ile ticaret sektöründe görülmüştür. Bu oran ağustosta %2,4'e kadar düşmüştür. Bu belirsizlik türü için sektörlere göre ortalama oranlar ise sanayide %7,2; ticarete %7,1; hizmette %6,1 ve inşaatla %5,4 seviyesindedir.





## SONNOT

<sup>1</sup> Nicholas Bloom , “Fluctuations in uncertainty”, *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), (2014), ss. 153-176.

<sup>2</sup> Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit (1921)*, Houghton Mifflin.

<sup>3</sup> John M. Keynes, “The General Theory of Employment”, *Quarterly Journal of Economics*, 52,(1937).

<sup>4</sup> Christopher D. Carroll, “Buffer -stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis”, *NBER Working*, (1996), 58.

<sup>5</sup> Avinash Dixit , Robert Pindyck, *Investment Under Uncertainty*,( 1994), (Princeton: Princeton University Press); Ben Bernanke, “Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment”, *Quarterly Journal of Economics*, 98(1), (1983) ,ss 85-106.

<sup>6</sup> Samuel Bentolila , Giuseppe Bertola, “Firing costs and labour demand: how bad is eurosclerosis?”, *The Review of Economic Studies*, 57(3), (1990), ss. 381-402.

<sup>7</sup> Jonathan Haskel, Richard F Disney, Ylva Heden, “Restructuring and productivity growth in UK manufacturing”, *The Economic Journal*, 113(489), (2003) ss. 666-94.

<sup>8</sup> Nicholas Bloom, “The impact of uncertainty shocks”, *Econometrica*, (2009), 77,ss 623-85.

<sup>9</sup> Edward P.Lazear, James.R.Spletzer , “Hiring, churn and the business cycle”, *NBER Working Paper*, 17010, (2011).

<sup>10</sup> Robert Whaley, “The investor fear gauge”, *Journal of Portfolio Management*, 26(3) , (2000), ss 12-17 ; Rodrigo Cerda, Alvaro Silva ve José Tomás Valente, “ Impact of economic uncertainty in a small open economy: The case of Chile”, *Applied Economics*, 50(26), (2018), ss.2894-2908; Simon Gilchrist, Jae Sim , Egon Zakrajšek , “Uncertainty, financial frictions, and investment Dynamics”, *Society for Economic Dynamics*, 1285 , (2010).

<sup>11</sup> Nicholas Bloom, M. Ayhan Kose ve Marco E. Terrones , “Held back by uncertainty”, *Finance and Development*, 50(1), (2013), ss38-41 .

<sup>12</sup> Yan Carrière-Swallow , Luis Cespedes , “The impact of uncertainty shocks in emerging economies”, *Journal of International Economics*, 90(2), (2013), ss. 316-325 ; Nicholas Bloom , “Fluctuations in uncertainty” *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), (2014),ss. 153-176; Caroline Jarret , “Foreign direct investment under uncertainty evidence from a large panel of countries”, *Review of International Economics*, 31(3), (2023), ss.854-885.

<sup>13</sup> Hasan Ayaydın, İbrahim Karaaslan , “Politik Belirsizlikler Ve Finansal Performans: BIST Örneği”,*Gümüşhane University Electronic Journal Of The Institute Of Social Science*, 6(13), (2015) ; Saime Şahinöz , Evren E. Cosar , “Economic policy uncertainty and economic activity in Turkey”, *Applied Economics Letters*, 25(21), (2018), ss. 1517-1520 ; L. Bhus Fah Jirasavetakul, Antonio Spilimbergo , “Economic policy uncertainty in Turkey.”, *International Monetary Fund*, (2018); Pelin Öge Güney, “Macroeconomic uncertainty and investment relationship for Turkey”, *Economic Journal of Emerging Markets*, (2020) , ss. 151-166.



**REEL SEKTÖRÜN  
EKONOMİK  
BELİRSİZLİK  
ALGISI**

—  
İstanbul Üzerine Bir Veri Analizi