

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

İktisadi faaliyet 2022 yılının üçüncü çeyreğinde azalan dış talebin etkisiyle ivme kaybetmiştir. Üçüncü çeyrekte yıllık büyümede hizmetler sektörü ana belirleyici olurken, sanayi sektörünün büyümeye katkısı zayıflayan dış talebin etkisiyle sınırlı olmuştur. Yılın son çeyreğinde ise nispeten daha güçlü iç talebe rağmen zayıflayan yurt dışı talep koşulları büyümede yavaşlama eğiliminin devam ettiğine işaret etmektedir.

2022 yılının dördüncü çeyreğinde sırasıyla yüzde 64,3 ve yüzde 57,7 olarak gerçekleşen tüketici ve B endeksi enflasyonu, Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının içinde kalmıştır. Enerji ve emtia fiyatlarındaki gerileme, arz kısıtlarının hafiflemesi, Türk lirasındaki istikrarlı seyir ve Liralaşma Stratejisi kapsamında alınan politika önlemlerinin etkileri sonucunda enflasyon dördüncü çeyrekte gerilemeye devam etmiştir. Bu dönemde Liralaşma Stratejisi kapsamında alınan politika tedbirlerinin etkileriyle Türk lirası istikrarlı seyrini sürdürmüştür. Ayrıca, yılın dördüncü çeyreğine ilişkin veriler Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörüldüğü üzere zayıflayan dış talebin etkisiyle toplam talep koşullarında bir miktar güç kaybına işaret etmektedir. Tüm bu gelişmeler neticesinde yılın son çeyreğinde enflasyon Ekim Enflasyon Raporu öngörülerıyla uyumlu gerçekleşmiştir (Tablo 3.1.1).

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2022-III	2022-IV
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	83,5 (83,4)	64,3 (65,2)
B Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	74,6 (74,6)	57,7 (58,1)

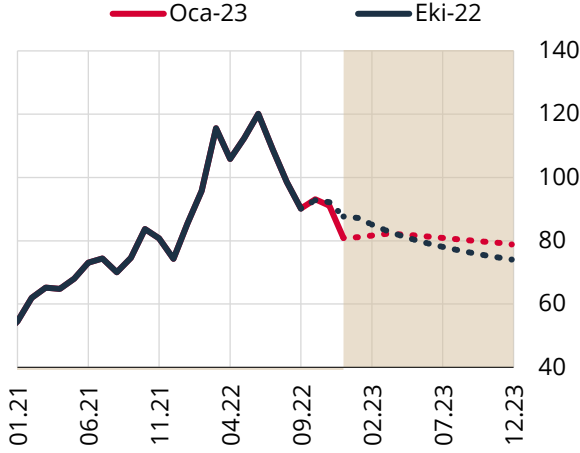
* Parantez içindeki sayılar Ekim Enflasyon Raporu'ndaki değerleri göstermektedir.

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Küresel talep görünümü üzerinde merkez bankalarının sıkılaştırıcı adımları etkili olmuş, jeopolitik riskler iktisadi faaliyeti sınırlayıcı etki göstermeye devam etmiştir. Diğer yandan, Çin'de pandemi önlemlerinin azaltılmasının küresel talep görünümü üzerinde olumlu yansımaları olmuştur. Küresel finansal koşullardaki sıkı seyir ve jeopolitik risklerin etkisiyle 2023 yılı için İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi bir önceki enflasyon raporu dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.2).

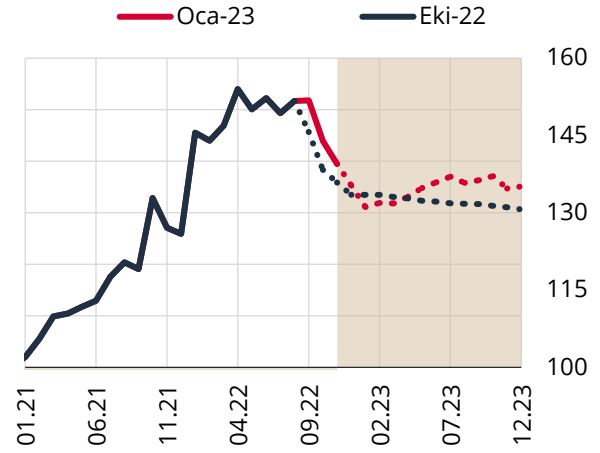
Küresel enflasyondaki yüksek seyrin ve finansal koşullardaki sıkılığın 2023 yılının büyük çoğunluğunda süreceği beklenmektedir. Arz koşullarında iyileşme eğiliminin sürmesiyle arz-talep uyumsuzluklarının azalmaya başlaması, küresel navlun fiyatlarında yaşanan gerileme, emtia fiyatlarındaki düşüş ve ülkelerin fiyatların yükselmemesi için uyguladıkları desteklerin etkisiyle küresel enflasyondaki artış eğiliminin duracağı ancak yüksek seviyelerdeki seyrini sürdürmesi beklenmektedir. Diğer yandan, piyasalarda faiz artırımı döngülerinin yakın dönemde sonlanacağı beklentisi de oluşmaya başlamıştır. Bu çerçevede küresel risk iştahında sınırlı bir artış öngörülmektedir.

Emtia fiyatları arz koşullarındaki iyileşme ve küresel talep koşullarındaki zayıf seyre paralel olarak düşüş eğilimini sürdürmektedir. Avrupa genelinde olumlu seyreden iklim şartlarının da katkısıyla talepteki zayıf seyir doğal gaz fiyatlarında baskılayıcı bir unsur olmuş, petrol fiyatları da zayıf talebin etkisiyle gerilemiştir. Buna rağmen, küresel petrol arzında jeopolitik risklerin baskın olmaya devam edeceği öngörüsü ile 2023 yılı petrol fiyatı beklentileri 2023 yıl sonu için sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 3.1.1). İthalat fiyatları genel seviyesi için de benzer dinamikler geçerli olmakla birlikte, Çin'de pandemi önlemlerinin azaltılmasının endüstriyel emtia fiyatlarında talep yönlü etkileri göz önünde bulundurularak sınırlı bir oranda yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Grafik 3.1.2).

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

Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Gıda fiyatlarına ilişkin varsayımlar, 2023 yılı için değiştirilmemiştir. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu gerileyerek 2022 yılını yüzde 77,9 seviyesinde tamamlamıştır. Söz konusu düşüşte, tahıl koridorunun arzı artırıcı etkisiyle beraber döviz kurlarındaki oynaklığın azalması ve navlun fiyatlarındaki düşüş etkili olmuştur. Önümüzdeki dönemde de gıda fiyatlarında düşüşün devam edeceği ve 2023 yılını yüzde 22 seviyesinde tamamlayacağı varsayılmıştır (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

	2022	2023	2024
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama % Değişim)	3,3 (3,0)	1,3 (1,8)	2,5 (-)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	99,8 (100,5)	80,8 (79,3)	77,3 (-)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama % Değişim)	26,7 (25,2)	-8,5 (-9,2)	2,3 (-)
Gıda Fiyatları (Yıl Sonu % Değişim)	77,9 (75,0)	22,0 (22,0)	11,5 (-)

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

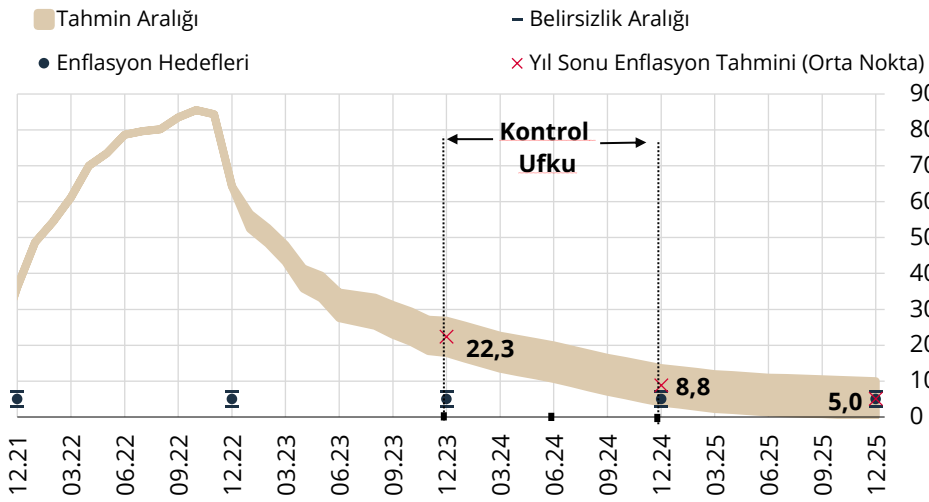
3.2 Orta Vadeli Görünüm

Para politikası duruşu sürdürülebilir fiyat istikrarını sağlama temel amacı doğrultusunda, üretimin sürekliliği, kredilerin büyüme hızı, kompozisyonu ve kullanım amaçları, cari dengenin bileşenleri ile döviz piyasasında sağlıklı fiyat oluşumları gözetilerek belirlenmektedir. Bu çerçevede, küresel talebe ilişkin artan riskler dikkate alınarak yapılan değerlendirme sonucunda, politika faizi kasım ayında yüzde 9 seviyesine indirilmiştir. Ayrıca teminat ve likidite yönetimi ile kredilere yönelik makroihtiyati politika seti güçlendirilerek parasal aktarım mekanizmasının etkinliği desteklenmeye devam edilmiştir. Öte yandan, Türk lirasının finansal sistemde ağırlığını artırmak için mevduatta liralasma hedefi 2023 yılının ilk yarısı için yüzde 60 olarak belirlenmiş ve şubat ayı itibarıyla menkul kıymet tesisi uygulamasında değişiklikler yapılmıştır. 2023 Yılı Para Politikası ve Liralasma Stratejisi metninde ifade edilen temel ilke ve hedefler doğrultusunda politikaların kararlılıkla sürdürüleceği bir görünüm esas alınmıştır.

Enflasyonun 2023 yılı sonunda yüzde 22,3 olarak gerçekleşeceği, 2024 yıl sonunda yüzde 8,8 ve 2025 yıl sonunda ise yüzde 5,0 seviyesine gerileyerek azalış eğilimini sürdüreceği tahmin edilmektedir. Ara hedef olma özelliği taşıyan Enflasyon Raporu tahminleri bir önceki Rapor seviyelerinde korunmuştur. Enflasyon ve

tahminlere baz teşkil eden temel varsayımlar bir önceki Rapor dönemi öngörülerıyla uyumlu gerçekleşmektedir. Küresel iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlama eğiliminin 2023 yılı ilk yarısında devam edeceği ve enerji başta olmak üzere emtia fiyatlarında son dönemde görülen ılımlı seyrin önümüzdeki dönemde de süreceği öngörülmektedir. Liralaşma Stratejisi kapsamında uygulanan politika bileşiminin ise Türk lirasına olan yapısal talebi destekleyeceği beklenmektedir. Ek olarak, hedefli kredi ve faiz politikalarının parasal istikrarı tesis edeceği, parasal aktarımı güçlendireceği, finansman maliyeti kanalıyla potansiyel arzı desteklemeye devam edeceği ve arz/talep dengesine olumlu katkı vereceği bir görünüm esas alınmıştır. Bunlara bağlı olarak, tahmin döneminde fiyatlama davranışlarında ve enflasyon beklentilerinde gözlenen iyileşmenin devam edeceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2023 yılı sonunda orta noktası yüzde 22,3 olmak üzere, yüzde 17,8 ile yüzde 26,9 aralığında; 2024 yılı sonunda orta noktası yüzde 8,8 olmak üzere yüzde 4,0 ile yüzde 13,7 aralığında gerçekleşeceği; 2025 yılı sonunda ise orta vadeli hedef olan yüzde 5,0 seviyesine gerileyerek istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.1).

Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

2023 ve 2024 yıl sonu enflasyon tahminleri sırasıyla yüzde 22,3 ve yüzde 8,8 oranlarında sabit tutulmuştur.

2022 yıl sonu tüketici enflasyonu yüzde 64,3, B enflasyonu ise yüzde 57,7 oranında gerçekleşerek bir önceki Rapor döneminde öngörülen tahmin aralığının içinde gerçekleşmiştir. Enerji ve emtia fiyatlarında bir önceki Rapor döneminde öngörülen ılımlı seyir devam etmektedir. Ayrıca, 2023 yılı ve sonrasına dair varsayımlarda belirgin bir güncelleme yapılmamıştır. Bu çerçevede, mevcut politika durumu ve güçlendirilen makro ihtiyati tedbirlerin de etkileri değerlendirilerek 2023 ve 2024 yıl sonu enflasyon tahminleri korunmuştur.

Tablo 3.2.1: 2023 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

	2023
2022-IV (Ekim 2022) Tahmini (%)	22,3
2023-I (Ocak 2023) Tahmini (%)	22,3
2022-IV Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	0,0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)	
İthalat Fiyatları	+0,1
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	-0,2
Birim İş Gücü Maliyeti	+1,5
Enflasyonun Ana Eğilimi ve Beklentiler	-1,4

Kaynak: TCMB.

2023 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 22,3 oranında sabit tutulmuştur. Bir önceki Rapor dönemine göre ithalat fiyatlarına bağlı güncelleme enflasyon tahminini 0,1 puan artırmıştır. Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar, büyük ölçüde doğal gaz ve elektrik tarifeleri varsayımları kaynaklı olarak, yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan aşağı çekmiştir. Ayrıca, birim iş gücü maliyetleri 2023 yılı ücret artışlarına ilişkin gerçekleştirmelere bağlı olarak 1,5 puanlık yükseltici etki yapmıştır. Enflasyon ana eğilimi ve beklentilerde yaşanan ve devam edeceği öngörülen iyileşme ise tahminler üzerinde 1,4 puan azalışa neden olmuştur (Tablo 3.2.1).

Tahminler, küresel iktisadi faaliyetin yavaşladığı, küresel enflasyonun bir miktar yavaşlamakla birlikte yüksek seyrini sürdürdüğü ve küresel finansal koşulların bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı oranda iyileştiği bir görünüme göre oluşturulmuştur. Öncü göstergeler, küresel iktisadi faaliyet görünümündeki yavaşlamanın devam ettiğine işaret etmektedir. Ancak, Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı ülkeler için 2022 yıl sonu büyüme tahminleri, üçüncü çeyrek gerçekleştirmelerinin öncü verilerin ima ettiği beklentilere kıyasla daha güçlü gelmesiyle Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte, jeopolitik gelişmeler, enerji tedarikine yönelik riskler ve finansal koşulların küresel iktisadi faaliyet üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin belirginleşmeye başladığı görülmektedir. Bu sebeple, 2023 yılı küresel büyüme tahminleri bir önceki Rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir. Tedarik zincirlerinde yaşanan aksaklıklardaki gerilemenin ve küresel talep gelişmeleriyle uyumlu olarak son dönemde gözlenen uluslararası emtia fiyatlarındaki ılımlı seyrin önümüzdeki dönemde de sürmesi öngörülmektedir.

Küresel resesyon ihtimalinin ve jeopolitik risklerin arttığı bir dönemde yurt içinde finansal maliyetlerin gerilemesi yoluyla arz potansiyelinin desteklenmesi para politikası stratejisi açısından önem arz etmektedir. Söz konusu risklerin gerek sanayi üretimi ve istihdam gerekse üretim ve yatırım kapasitesindeki yapısal kazanımlar üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması için yurt içinde finansman maliyetlerinin gerilemesi önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu amaçla alınan kararların etkileriyle para politikası aktarım mekanizmasının etkinliği güçlendirilmiştir. Bunun bir sonucu olarak önümüzdeki dönemde yatırım ve ihracat kredilerinin ticari krediler içindeki payının artmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Ayrıca, uygun finansman maliyetlerinin ve hedefli kredi politikalarının orta vadede arz potansiyelindeki güçlenmenin sürekliliğine katkı sağlaması beklenmektedir.

Liralaşma yönünde getirilen hedeflerin döviz kurlarındaki istikrarlı seyre katkı sağlaması ve fiyatlama davranışlarını olumlu etkilemesi beklenmektedir. Liralaşma sürecini güçlendirmek için 2023 yılının ilk yarısı için getirilen yüzde 60 oranındaki TL mevduat hedefinin bankacılık sektörünün yükümlülüklerindeki Türk lirası ağırlığını artırması beklenmektedir. Diğer yandan, liralaşma süreciyle birlikte döviz kurlarındaki istikrarlı seyrin devam ederek fiyatlama davranışlarında son dönemde görülen iyileşmeyi hızlandıracağı tahmin edilmektedir. Ek olarak, iktisadi faaliyetle uyumlu olması gözetilen kredi gelişmelerinin liralaşma sürecinde parasal istikrara daha verimli katkı vererek enflasyonun ana eğilimindeki düşüşü desteklemesi beklenmektedir.

Yatırım, istihdam, üretim ve ihracat kapasitesinin artırılmasını destekleyen politikalar ile cari dengenin iyileşmesinin döviz piyasalarındaki istikrarlı seyrin sürdürülmesine ve dezenflasyon sürecine daha fazla katkı sağlaması beklenmektedir. Dış talepte öngörülen yavaşlama cari denge üzerindeki riskleri artırmaktadır. Diğer yandan, enerji ve emtia fiyatlarının beklentilerle uyumlu ılımlı bir seyir izlemesinin ise cari dengeyi olumlu etkilemesi beklenmektedir. Ayrıca, hedefli kredi politikalarının hem üretim ve yatırım ortamını desteklemesi hem de teknolojik yatırımların toplam yatırımlar içerisindeki payını artırması yoluyla işgücü verimliliğini yükselterek cari işlemler dengesine önümüzdeki dönemde daha fazla katkı vermesi beklenmektedir. Hedefli kredi politikaları ihracat ve yatırım kapasitesindeki yapısal kazanımların sürdürülmesi açısından da önem arz etmektedir.

Enflasyon beklentileri ve enflasyon ana eğilimindeki kademeli gerilemenin süreceği öngörülmektedir. Döviz kurlarının istikrarlı seyrini sürdürmesi, arz kısıtlarının olumsuz etkilerinin azalması, enerji ve emtia fiyatlarındaki ılımlı seyrin devam etmesi maliyet baskılarını azaltmaktadır. Liralaşma süreci ile birlikte döviz kuru ve kredi piyasasında istikrarlı seyrin sağlanması ve cari dengede iyileşme görülmesinin beklenti kanalı üzerinden enflasyondaki düşüşe katkı vermesi beklenmektedir.

3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları

Üretici fiyatları ana eğilim göstergeleri maliyet baskılarındaki zayıflama eğiliminin devam ettiğine işaret etmektedir. Son dönemde tedarik zincirlerinde aksaklıklar ve taşıma maliyetlerinde azalma gözlenmektedir. Ayrıca, küresel talep görünümü ve Türkiye'nin kritik ürünlerin arz sürekliliği konusunda uyguladığı etkin politikalar uluslararası emtia ve doğal gaz fiyatlarının daha ılımlı bir seyir izlemesine neden olmaktadır. Bu gelişmeler maliyet baskılarını sınırlamaktadır. Ancak, kuraklık gıda fiyatları ve enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Diğer taraftan, Çin'in açılma politikası ve jeopolitik gelişmeler emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Finansal koşullardaki oynaklık ve sıkışmanın etkileri, jeopolitik riskler ve pandemiye ilişkin endişelerin belirsizlik yaratmaya devam etmesi 2023 küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü riskleri artırmaktadır. Bu görünüm ithalat fiyatları ve talep kanalı ile enflasyon üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

Dış talebin beklenenden daha hızlı gerilemesi ile beraber iç talebin daha erken güçlenmesi ihtimali, cari denge kanalıyla enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Bununla birlikte, cari denge üzerindeki riskleri potansiyel olarak dengeleyici üç unsur bulunmaktadır. Birincisi, tahıl tedarikinde olduğu gibi bölgesel enerji dağıtımında ülkemizin oynayabileceği rol ile yerli enerji kaynaklarının payının artması; ikincisi Avrupa'da enerji-bazlı olası üretim kayıplarının politika bileşiminin arz sürekliliğini destekleyici niteliğinden ötürü bir süredir olageldiği gibi Türkiye tarafından ikame edilebilmesidir. Üçüncü unsur ise küresel talepte öngörülenden daha derin bir yavaşlama olması durumunun yurt içi talep ve küresel emtia fiyatları yoluyla cari dengeyi destekleyici etkiler içermesidir.

İktisadi faaliyetteki yavaşlama eğiliminin sürmesi enflasyon üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Bununla birlikte, büyümenin kompozisyonunda sürdürülebilir bileşenlerin payının seyri önemle takip edilecektir. Hedefli kredi politikaların etkinlik derecesiyle enflasyondaki düşüş süreci arasında güçlü bir bağıntı olacaktır.

Son dönemde arz kısıtlarının ve taşımacılık maliyetlerinin bir miktar iyileşmesi ve emtia fiyatlarındaki ılımlı seyir küresel enflasyon üzerindeki baskıyı hafifletmiştir. Buna rağmen çekirdek göstergelerdeki iyileşmenin beklenenden yavaş olma olasılığı finansal koşullar üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir.

Mevcut Rapor döneminde küresel finansal koşullarda görece bir iyileşme ile birlikte risk iştahında kısmi bir toparlanma gözlenmiştir. Türkiye'nin risk primi de belirgin biçimde azalmıştır. Bu görünüm, döviz kuru üzerindeki baskıları azaltarak tahminler üzerinde aşağı yönlü etkide bulunmaktadır.

Önümüzdeki dönemde gelişmiş ekonomiler arasındaki iktisadi koşullar ve sorunların farklılaşma olasılığı artmıştır. Bu nedenle, oluşan politika belirsizlikleri, küresel iktisadi faaliyet ve finansal koşullara yönelik ilave riskler getirebilecektir. Olası tüm senaryolar yakından takip edilmektedir.

Genel ücretler seviyesindeki yukarı yönlü ayarlamaların ima ettiğinin ötesinde yapılabilecek fiyat artışları, genel fiyatlandırma davranışları üzerinde de risk oluşturmaktadır. Enflasyonun ana eğilimindeki ve enflasyon beklentilerindeki gerilemenin tahmin varsayımlarıyla uyumlu seyretmesi kritik önemdedir. Para ve maliye politikalarının eşgüdümü ve tamamlayıcılığı 2023 yılı enflasyonu üzerinde önemli bir etkiye sahip olacaktır.