

## 3. Orta Vadeli Öngörüler

### 3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

#### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

**Talep koşulları, 2024 yılının ilk çeyreğinde bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla bir miktar daha güçlü seyretmiş ve iç talep dirençli seyrini korumuştur.** İlk çeyrekte özel tüketimin büyümeye katkısı azalırken, net ihracatın katkısı artmış, bu durum büyümenin kompozisyonu açısından daha dengeli bir talep görünümüne işaret etmiştir. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin talep göstergeleri ilk çeyreğe kıyasla yavaşlama ima etmekle birlikte, halen enflasyonist düzeyde ve bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerinin üzerinde seyretmektedir. Bu çerçevede, 2024 yılının ilk ve ikinci çeyreği için çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.1).

**Temmuz ayında yüzde 61,8 oranına gerileyen tüketici enflasyonu bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının içinde gerçekleşmiştir.** Enerji fiyatlarının, meskenlere yönelik uygulanan doğal gaz düzenlemesinin sona ermesi nedeniyle enflasyona katkısı öngörüldüğü gibi yükselmiştir. Diğer yandan, küresel emtia fiyatları ve döviz kuru ılımlı bir seyir izlemiştir. Bu gelişmeler neticesinde tüketici enflasyonu ikinci çeyrekte Enflasyon Raporu-II öngörülerıyla uyumlu gerçekleşmiştir. Temmuz ayında ise para politikasının görece etki alanı dışında kalan yönetilen-yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamaları ile işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmelerle yıllık enflasyon, bir önceki Rapor tahmininin orta noktasının bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 3.1.1).

**2024 yılının ikinci çeyreğinde enflasyonun ana eğilimi bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerıyla uyumlu olarak yavaşlamıştır.** Mevsimsellikten arındırılmış veriler, fiyat artışlarının yılın ikinci çeyreğinde B endeksini oluşturan tüm alt gruplarda yavaşladığına işaret etmiştir. Fiyat artışları temel mal grubunda döviz kurundaki ılımlı seyir ve iç talepteki yavaşlamanın etkisiyle zayıflamış, hizmet grubunda ise bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamakla birlikte görece güçlü seyretmiştir. Temmuz ayında ise enflasyonun ana eğilimi öngörülerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. 12 ve 24 ay sonrası enflasyon beklentileri, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla gerilemesine rağmen, 2024 ve 2025 yıl sonu enflasyon beklentileri bir önceki Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde kalmıştır.

**Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi\***

	2024-I	2024-II
Çıktı Açığı (Yüzde)	3,1 (2,8)	1,5 (1,0)
Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	69,8 (69,8)	61,8 (61,2)
B Endeksi Enflasyonu** (Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	72,7 (72,7)	60,3 (60,4)

\* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki değerleri göstermektedir.

\*\* 2024-I için Nisan, 2024-II için Temmuz enflasyonunu belirtmektedir.

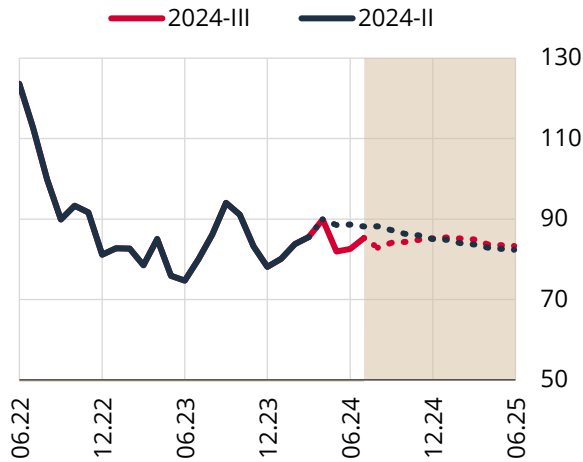
#### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

**Küresel büyüme görünümüne ilişkin varsayımlar bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla büyük ölçüde korunmuştur.** Küresel büyümeye ilişkin göstergelerdeki sınırlı artış hizmet sektörü öncülüğünde yılın ikinci çeyreğinde de sürmüştür. Yılın geri kalanı için, Türkiye'nin ticaret ortaklarından Euro Bölgesi için büyüme tahminleri yukarı yönlü güncellenirken Orta Doğu ve Afrika (ODA) ülkelerinin büyüme görünümünde kayda değer bir bozulma görülmektedir. Bu gelişmeler ışığında, Türkiye'nin dış ticaret ortakları baz alınarak hazırlanan İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi yıllık büyüme varsayımı 2024 yılı için 0,1 puan aşağı yönlü güncellenerek yüzde 2,0'a çekilirken, 2025 yılı için 0,1 puan artışla yüzde 2,4'e güncellenmiştir (Tablo 3.1.2).

**Gelişmiş ülkelerde enflasyon görünümündeki olumlu gelişmelere karşın merkez bankaları faiz indirimlerinde temkinli olacakları yönündeki iletişimlerini sürdürmektedir.** Küresel işgücü piyasalarının dengelenmeye başlaması ile hizmet sektöründe fiyat artışları yavaşlarken, emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar ve jeopolitik gelişmeler küresel enflasyonun düşüş sürecini olumsuz etkilemektedir. Hizmet enflasyonu ana eğiliminin ABD verisinde daha belirgin olmak üzere gerilediği izlenmektedir. Bu çerçevede, gelişmiş ülke merkez bankalarına ilişkin faiz indirim fiyatlamaları enflasyon görünümündeki olumlu gelişmelerle birlikte güçlene de merkez bankaları veri odaklı yaklaşımla ihtiyatlı duruşlarını sürdürmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin ise, enflasyon oranlarının hedeflerine daha yavaş yaklaşmasına bağlı olarak faiz indirim süreçlerinde bir miktar daha temkinli oldukları gözlenmektedir. Bu görünüm altında önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüşe bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin sürmesi olası görülmektedir. Ancak, küresel enflasyonun mevcut seviyesi, katılıklar ve jeopolitik riskler değerlendirildiğinde indirim süreçlerinin parasal sıkılığı koruyacak ve enflasyondaki düşüşü destekleyecek şekilde sürdürülmesi beklenmektedir.

**Jeopolitik gelişmeler ve küresel büyüme görünümü emtia fiyatları üzerinde etkili olmaya devam etmektedir.** Mayıs ayında düşüş gösteren petrol fiyatları, haziran ve temmuz aylarında sınırlı bir miktar yükselerek bir önceki Rapor'da öngörülen seviyelere ulaşmıştır. Petrol fiyatlarında son dönemde görülen dalgalanmada Ortadoğu ve Ukrayna'daki gerilimler başta olmak üzere jeopolitik gelişmeler etkili olmuştur. OPEC+ üye ülkelerinin üretim kesintilerine devam etmesi de petrol fiyatları üzerinde arz yönlü olarak etkili olmaktadır. Bu çerçevede, yılın kalanına ilişkin varsayımlar bir önceki Rapor dönemi öngörülerine paralel olmakla birlikte, gerçekleşme kaynaklı olarak 2024 yılı ortalama petrol fiyatları varsayımı 86,4 ABD dolarından 84,2 ABD dolarına gerilemiştir (Grafik 3.1.1). Diğer yandan, endüstriyel metal ve tarımsal emtia fiyatları bu dönemde gerileme kaydetmiştir. Böylece, enerji emtia fiyatlarındaki artış, enerji dışı emtia fiyatlarıyla dengelenmiş ve ithalat fiyatlarının geneline ilişkin varsayımlardaki güncelleme sınırlı olmuştur (Grafik 3.1.2).

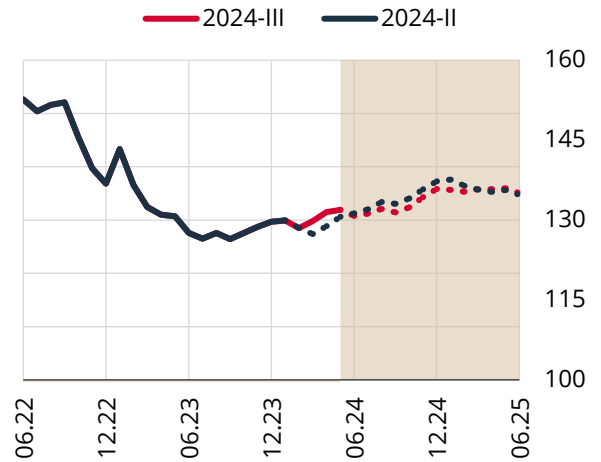
**Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (ABD Doları/Varil)



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.

**2024 yılı gıda fiyatlarına ilişkin varsayım korunmuştur.** Gıda grubunda yıllık enflasyon 2024 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 68,1 olarak gerçekleşmiş ve uzun bir aradan sonra manşet enflasyonun altında kalmıştır. Temmuz ayında da gıda fiyatları yıllık değişimi bir önceki Rapor varsayımlarıyla uyumlu olarak yüzde 59,9'a gerilemiştir. Bu doğrultuda, gıda fiyatları enflasyonuna ilişkin varsayım 2024 ve 2025 yılları için sırasıyla yüzde 35,5 ve yüzde 15 olarak korunmuştur (Tablo 3.1.2).

**Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

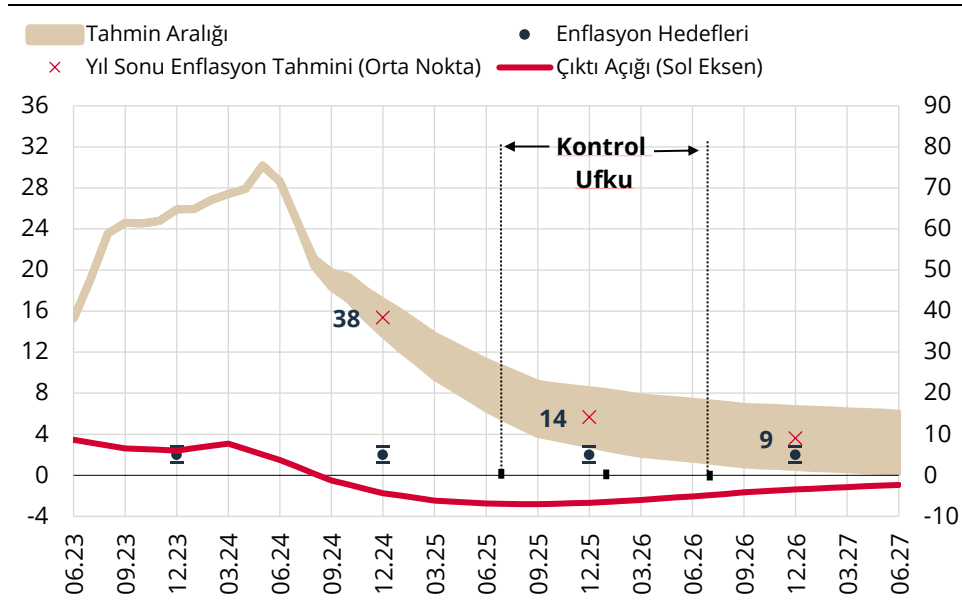
	2024	2025
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,0 (2,1)	2,4 (2,3)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	84,2 (86,4)	82,9 (82,3)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,7 (0,8)	2,8 (2,6)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	35,5 (35,5)	15,0 (15,0)

\* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

**Tahminler üretilirken makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır.** Bu bağlamda, maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyat, borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Bunlara ilave olarak, deprem ile ilgili harcamaların dengeli ve uzun bir zamana yayılmış bir şekilde yapılacağı, bu sayede bütçe disiplini ve makrofinansal istikrarı olumsuz etkilemediği bir görünüm esas alınmıştır.

### 3.2 Orta Vadeli Görünüm

**Yıl sonu enflasyon tahmini 2024, 2025 ve 2026 yılları için sırasıyla yüzde 38, yüzde 14 ve yüzde 9 olarak korunmuştur.** Enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2024 yılı sonunda orta noktası yüzde 38 olmak üzere, yüzde 34 ile yüzde 42 aralığında; 2025 yılı sonunda orta noktası yüzde 14 olmak üzere yüzde 7 ile yüzde 21 aralığında gerçekleşeceği; 2026 yılı sonunda tek haneli seviyelere gerileyip yüzde 9'a düştükten sonra orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.1). Son dönem jeopolitik gelişmeler ve küresel finansal oynaklıklar neticesinde artan belirsizlikler nedeniyle tahmin aralıkları bir önceki Rapor aralıklarıyla aynı tutulmuştur. Tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eşgüdümün korunacağı bir görünüm esas alınmıştır.

**Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri\* (%)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Tahminler üzerindeki yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesiyle 2024 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 38 olarak korunmuştur.** Temmuz ayı tüketici enflasyonu yıllık yüzde 61,8 seviyesinde gerçekleşerek bir önceki Rapor döneminde öngörülen tahmin aralığının içinde kalmıştır. Talepteki yavaşlamanın öngörülene kıyasla daha sınırlı kaldığı değerlendirilmektedir. Bu nedenle, çıktı açığı tahmininin yukarı yönlü güncellenmesi enflasyon tahminini artırıcı yönde etkilemiştir. Bunun yanı sıra, enflasyon beklentilerindeki gerilemenin de öngörülenden daha az olması enflasyon tahminini yukarı yönlü etkilemiştir. Diğer yandan, Türk lirasında gözlenen ılımlı seyir ve ithalat fiyatları ile yönetilen-yönlendirilen fiyatlara ilişkin varsayımların aşağı yönlü güncellenmesi yıl sonu enflasyon tahminini düşürücü yönde etkilemiştir. Söz konusu yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesiyle yıl sonu enflasyon tahmini korunmuştur (Tablo 3.2.1).

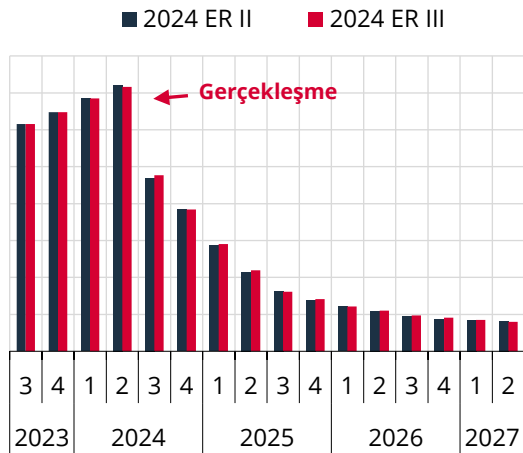
**Tablo 3.2.1: 2024 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları**

	2024
2024-II ER Tahmini (%)	38
2024-III ER Tahmini (%)	38
<b>2024-II Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	0.0
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)</b>	
Enflasyon Beklentileri/Ana Eğilim	+0,2
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	-0,1
Çıktı Açığı	+0,2
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	-0,3

Kaynak: TCMB.

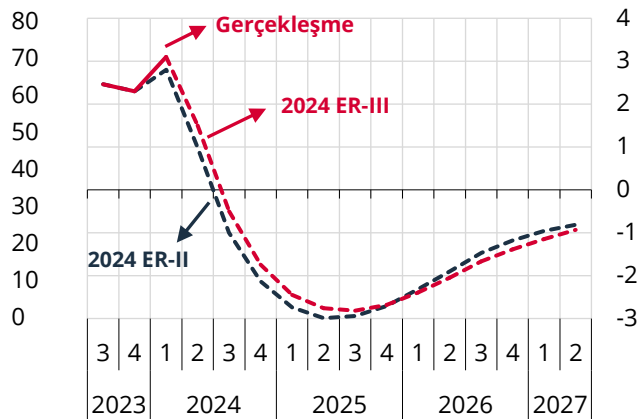
**2024 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 38 seviyesinde korunmuştur** (Grafik 3.2.2). Talepteki yavaşlama bir önceki Enflasyon Raporu döneminde öngörülene kıyasla daha sınırlı gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.3). Bu görünüm altında, çıktı açığı tahmininin yukarı yönlü güncellenmesi, yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan artırıcı yönde etkilemiştir. Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarından gelen güncelleme ise tahminleri 0,1 puan aşağı çekmiştir. Yönetilen-yönlendirilen fiyatlara ilişkin varsayımların aşağı yönlü güncellenmesi, yıl sonu tahminlerini 0,3 puan düşürücü yönde etkilemiştir (Tablo 3.2.1). Enflasyon beklentilerindeki gerilemenin öngörülenden yavaş olmasının yıl sonu enflasyonuna etkisinin 0,2 puan olacağı tahmin edilmektedir.

**Grafik 3.2.2: Enflasyon Tahmini (Çeyrek Sonu, Yıllık, %)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini (%)**



Kaynak: TCMB.

**Tahminler oluşturulurken küresel finansal piyasalarda bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki öngörülere kıyasla belirsizliklerin daha yüksek, küresel büyüme görünümünün ise büyük ölçüde geçmiş projeksiyonlarla uyumlu olacağı varsayılmıştır.** Enflasyon görünümündeki iyileşmenin devamı ve hizmet enflasyonuna dair son gelişmeler neticesinde gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerine dair beklentiler güçlense de önümüzdeki dönemde ihtiyatlı ve veri odaklı duruşun korunacağı öngörülmüştür. Jeopolitik riskler, küresel risk iştahındaki dalgalanmalar ve gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim süreçlerine yönelik belirsizlikler gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişlerinin dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur. Mevcut Rapor döneminde rezerv görünümündeki iyileşme Türkiye'nin risk priminin iyileşmesine katkı sağlamıştır. Bu bağlamda, Türkiye'de para politikasındaki sıkı duruşun kalıcı fiyat istikrarı sağlanana kadar sürdürülecek olması, küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların ülke risk primine olası olumsuz etkilerini sınırlamaya yardımcı olacaktır.

**Aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sıkı kalacak bir para politikası duruşu tahminlere baz oluşturmıştır.** Parasal aktarımı destekleyecek ve güçlendirecek finansal politikalar ve kararlı sıkı duruşu vurgulayan para politikası iletişiminin de katkısıyla enflasyon beklentilerinin kısa vadede Enflasyon Raporu tahminlerine, orta vadede ise enflasyon hedefine yakınsaması, enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Parasal aktarımın etkinliğini artırmak için makroihtiyati politikaların uygulanmaya devam edileceği ve finansal koşullarda oluşan sıkılığın, para politikasını destekleyici adımların da katkısıyla korunacağı değerlendirilmiştir. Kredi büyümesindeki yavaşlamanın devam ederek iç talebin dengelenmesine daha belirgin bir şekilde katkı vereceği ve talep koşullarının önümüzdeki dönemde enflasyonu düşürücü yönde etkileyeceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, tahmin döneminde ekonomi politikaları arasındaki eş güdümün korunacağı bir görünüm esas alınmıştır.

**Haziran ayında başlayan dezenflasyon sürecinin önümüzdeki dönemde güçlenerek devam edeceği öngörülmektedir.** Mayıs ayında tepe noktasını gördükten sonra haziran ayı itibarıyla gerilemeye başlayan yıllık enflasyon, temmuz ayını yüzde 61,8 ile bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının içinde tamamlamıştır. Temmuz ayında aylık enflasyon, yönetilen-yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamaları ile işlenmemiş gıda fiyatlarındaki arz yönlü gelişmeler neticesinde geçici olarak artmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde geçen yıldan gelen olumlu baz etkisinin de katkısıyla yıllık enflasyon belirgin şekilde gerileyecektir. Diğer yandan, elektrikte ticarethanelere yönelik fiyat artışı, hizmet sektörü fiyatlarını maliyet kanalıyla önümüzdeki aylarda yukarı yönlü etkileyebilecektir. Eğitim hizmetlerinin de tüketici enflasyonu üzerindeki artırıcı etkisinin eylül ayında özel üniversite ücretlerine bağlı olarak belirgin olabileceği değerlendirilmektedir. Ancak, para politikasındaki ihtiyatlı duruşun sürdürülmesiyle, enflasyonun yılın geri kalanında da istikrarlı olarak gerileyeceği öngörülmektedir. Enflasyon beklentilerindeki gerileme bir önceki Rapor'da öngörülenden sınırlı bir miktar daha az olmuştur. Para politikasındaki sıkı duruşun korunması ve finansal koşullardaki sıkılaşmayla beraber talep koşullarında görülen yavaşlamanın önümüzdeki dönemde daha da belirginleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.3). Ayrıca, para politikasındaki kararlı duruşun; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinin düzelmesiyle aylık enflasyonun ana eğilimini düşüreceği ve yılın geri kalanında dezenflasyonun güçlenerek devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu süreçte, mevsimsellikten arındırılmış ortalama aylık enflasyonun yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 2,5 civarına, son çeyrekte ise yüzde 1,5'in bir miktar altına gerileyeceği öngörülmektedir. Hizmet enflasyonundaki katılığın da bu süreç içerisinde zayıflaması ve sıkı parasal duruşun hedeflerle uyumlu şekilde sürdürülmesiyle birlikte, enflasyonun ana eğiliminde tarihsel ortalamalara gerileme süreci 2025 yılında da devam edecektir. Para ve maliye politikalarının eşgüdümü de bu sürece katkı sağlayacaktır.

### 3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları

Önceki bölümde verilen orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulunun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Buna karşın, bu unsurlara dair çeşitli riskler enflasyon görünümünü değiştirerek ana senaryoda öngörülen para politikası duruşunun farklılaşmasına yol açabilmektedir. Ana senaryoda esas alınan ve görünümü değiştirme ihtimali bulunan riskler aşağıda sıralanmış ve Tablo 3.3.1'de özetlenmiştir.

#### **Hizmet fiyatlarındaki katılığın sürmesi tüketici enflasyonu üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.**

Hizmet sektöründe hâkim olan fiyatlama davranışı önemli bir atalet, şokların enflasyon üzerindeki etkilerinin uzun bir süreye yayılmasına ve bu sektörde fiyat artışlarının dezenflasyonist patika ile uyumsuz

olmasına sebep olmaktadır. Hizmet grubu fiyat artışları, ilk çeyreğe kıyasla ikinci çeyrekte yavaşlamakla birlikte görece güçlü seyrini sürdürmüştür. Bu dönemde, kira, haberleşme, lokanta ve otel hizmetleri fiyat artışlarının güçlü olduğu alt gruplar olarak öne çıkmıştır. Eylül ayında özel üniversite ücretlerine bağlı olarak eğitim hizmetlerinin tüketici enflasyonunu yukarı yönlü etkileyebileceği değerlendirilmektedir. Güçlü seyreden hizmet enflasyonu, tüketici enflasyonu üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutarak dezenflasyon sürecinde önemli rol oynamayı sürdürecektir.

**Temmuz ayında gıda fiyatları ılımlı bir seyir izlemiştir.** Bununla birlikte, gıda grubunda özellikle taze meyve ve sebze fiyatları üzerinde mevsim normallerinin üzerinde seyreden sıcaklıklar ve arz yönlü faktörlerin yukarı yönlü risk yaratabileceği de değerlendirilmektedir.

**Enflasyon beklentileri gerilemekte, ancak Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde kalmaya devam etmektedir.** Piyasa katılımcılarının, firmaların ve tüketicilerin enflasyon beklentileri fiyatlama davranışları, portföy tercihleri ve tüketim/kredi talebi üzerinde önemli rol oynamaktadır. Enflasyon beklentilerinin yüksek seyri tüketim eğilimi ve kredi talebi üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. Böylece iç talep direnç kazanarak dengelenme süreci sektöre uğrayabilecektir. Piyasa Katılımcıları Anketi verilerine göre yakın dönemde enflasyon beklentileri tüm vadelerde gerilemeye devam etse de mevcut seviyeler Enflasyon Raporu tahmin aralığının üzerinde kalarak enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk teşkil etmeye devam etmiştir. Firmaların ve tüketicilerin enflasyon beklentileri ise hem yüksek seyretmekte hem de enflasyon ve döviz kuru gerçekleştirmelerine daha fazla hassasiyet göstermektedir (Kutu 3.1). Enflasyon beklentilerinin TCMB'nin kısa vadede enflasyon tahminleriyle, orta vadede enflasyon hedefleri ile uyumlu seyretmesi dezenflasyon sürecinde kritik önemdedir. Bu durum para politikasında temkinli ve kararlı duruşun korunmasını gerektirmektedir.

**Yılın ikinci çeyreğinde, yurt içi talebin zayıflamakla birlikte hala enflasyonist düzeylerde seyrettiği değerlendirilmektedir.** Yakın dönem göstergeleri 2024 yılının ilk çeyreğinde güçlü seyreden iç talebin ikinci çeyrekte bir miktar zayıfladığına işaret etmektedir. Öte yandan, yılın ikinci çeyreğinde, iki bayram tatili ve köprü günlerinin yer alması talepteki yavaşlamanın düzeyine ilişkin çıkarım yapmayı zorlaştırmaktadır. İkinci çeyrekte çıktı açığının pozitif düzeylerde kaldığı ve talep koşullarının enflasyonist olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, yılın ikinci yarısında, uygulanmakta olan sıkı para politikasının gecikmeli etkileri ve finansal koşullardaki sıklığın korunmasıyla iç talepteki dengelenmenin belirginleşmesi beklenmektedir. Parasal sıkılaştırmanın iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin yeterince hızlı bir şekilde görülmemesi tahminler üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.

**Emtia fiyatları önceki Rapor dönemine göre daha olumlu bir seyir izlese de jeopolitik gelişmeler kaynaklı oynaklıklar enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.** Enerji dışında kalan emtia fiyatları bir önceki Rapor dönemine göre gerileme göstermiştir. Öte yandan, petrol fiyatları yeniden yükseliş kaydetmiştir. Rusya-Ukrayna, Orta Doğu ve Kızıldeniz'de süregelen jeopolitik gerilimler ile Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'ne (OPEC+) üye ülkelerin üretim kesintisi ile ilgili kararları petrol fiyatlarında yukarı yönlü arz baskıları oluşturmaktadır. Bu gelişmelerin taşımacılık ve girdi maliyetleri üzerindeki etkileri takip edilmektedir. Jeopolitik gelişmeler dış talep ve ihracat gelirleri üzerinden Türkiye'ye yönelik risk algılarını da etkileyebilmektedir.

**Dezenflasyon sürecinde para ve maliye politikalarının eş güdümü büyük önem arz etmektedir.** Gelirler politikası, üretim maliyeti ve talep kanalları ile enflasyon ve beklentiler üzerinde etkili olabilmektedir. Vergi ve yönetilen-yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu olmaması ise enflasyon üzerinde baskı yaratabilmektedir. Bu kapsamda, vergi toplama etkinliğine ve doğrudan alınan vergilerin toplam vergi gelirleri içindeki payının artırılmasına yönelik atılacak adımların, dezenflasyon sürecini destekleyeceği değerlendirilmektedir. Başta yönetilen-yönlendirilen fiyatlar ile vergi ayarlamalarında olmak üzere uygulanan politikalarda TCMB'nin enflasyon tahminlerinin gözetilmesi ve para politikasındaki sıkı duruşun ihtiyatlı maliye politikası ile desteklenmesi, öngörülen dezenflasyon patikasının tesis edilmesi açısından kritik bir önem taşımaktadır.

**Tablo 3.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları\***

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑   ↔   ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Hizmet enflasyonunda atalet	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hizmet grubu fiyatlarındaki katılığın devam etmesi enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Hizmet enflasyonu ataleti</li> </ul>
Gıda fiyatlarının seyri	<ul style="list-style-type: none"> <li>İşlenmemiş gıda fiyatları üzerinde mevsim normallerinin üzerinde seyreden sıcaklıklar ve arz yönlü gelişmeler yukarı yönlü baskı yaratabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Taze meyve ve sebze fiyatları</li> </ul>
Enflasyon beklentilerinin öngörülen tahmin aralığına yakınsamaması	<ul style="list-style-type: none"> <li>Orta vadeli enflasyon beklentilerindeki iyileşmeye rağmen beklentilerin hala yüksek seviyelerde olması enflasyon tahminleri üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Enflasyon beklentisine ilişkin göstergeler</li> <li>Sektörel enflasyon beklentileri</li> <li>Enflasyon beklentilerinin dağılımı</li> <li>Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> </ul>
Talep koşulları	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yurt içi talebin ikinci çeyrekte hız kesmekle birlikte enflasyonist seyrini sürdürmesi enflasyon üzerinde talep yönlü baskı yaratmaya devam etmektedir.</li> <li>Sıkı para politikasının gecikmeli etkileri ve finansal koşullardaki sıkılığın katkısıyla iç talepteki dengelenmenin belirginleşmesi beklenmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yurt içi talep göstergeleri</li> <li>Perakende satış hacim endeksi/Ticaret satış hacim endeksi</li> <li>Firma görüşmeleri ve anket verileri</li> <li>Kartla yapılan harcamalar</li> <li>Beyaz eşya ve otomobil satışları</li> </ul>
Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarının seyri	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rusya-Ukrayna ve Kızıldeniz'de süregelen jeopolitik gerilimler ile OPEC+ üye ülkelerin üretim kesintilerini sürdürmeleri arz kanalı tarafından petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.</li> <li>Petrol ve emtia fiyatlarında jeopolitik risklere bağlı oynaklığın devam edebileceği değerlendirilmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>OPEC+ kararları</li> <li>Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler</li> <li>Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar</li> </ul>

Para ve maliye politikalarının eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para, ve maliye politikalarının eşgüdüm içinde olmaması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturabilecektir.</li> <li>• Doğrudan vergilere ve/veya vergi toplama etkinliğine yönelik reformlar yapılması dolaylı vergilere olan ihtiyacı azaltarak fiyatlar üzerinde düşürücü etkiler yaratabilecektir.</li> <li>• Yönetilen- yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu olmaması enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.</li> </ul>	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları</li> <li>• Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler</li> <li>• Orta Vadeli Program ve maliye politikası tedbirleri</li> <li>• Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri</li> <li>• Yapısal bütçe dengesi tahminleri</li> <li>• Doğrudan vergilerin toplam vergiler içindeki payı</li> </ul>
		↓	
		↑	

\* Tabloda verilen her bir risk satırında, söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda enflasyon tahminlerinin hangi kanal üzerinden ve ne yönde değişebileceğine dair değerlendirmeler verilmektedir. ↑ , ↓ işaretleri enflasyon tahmini üzerindeki risklerin sırasıyla yukarı ve aşağı yönlü olduğunu göstermektedir. Enflasyon tahmini üzerinde net etkinin tam olarak belli olmadığı durumlar için ↔ işareti kullanılmıştır. Risklerin hangi göstergeler vasıtasıyla takip edildiği de sağdaki sütunda listelenmektedir.



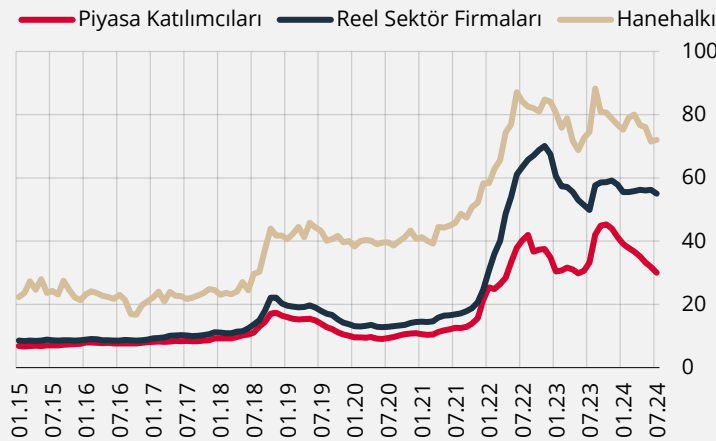
## Kutu 3.1

### Sektörel Enflasyon Beklentilerinin Belirleyicileri

Enflasyon beklentileri, ekonomik birimlerin gelecekteki fiyat artışlarına ilişkin tahminlerini yansıtarak karar alma süreçlerinde kritik bir rol oynamaktadır. Bu nedenle, merkez bankalarının politika kararları ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliği açısından enflasyon beklentileri büyük önem taşımaktadır. Farklı ekonomik birimlerin (firma, tüketici/hanehalkı, piyasa katılımcıları) beklentileri ekonomide farklı kanallar üzerinden etkili olmaktadır. Firmalar, enflasyon beklentileri doğrultusunda fiyatlama, ücret belirleme, stok tutma ve yatırım stratejilerini oluştururlar. Bu çerçevede fiyat belirleme gücüne de sahip olmaları nedeniyle firmaların enflasyon beklentileri, enflasyonun gelecekteki seyri açısından büyük önem arz etmektedir. Para politikası için önem arz eden bir diğer beklenti ise tüketicilerin enflasyon beklentileridir. İşgücüne katılım, portföy tercihleri ve tüketim-tasarruf kararları üzerinde önemli olan tüketici beklentileri de yakından takip edilmektedir. Örneğin, tüketicilerin enflasyon beklentilerinin yüksek olması talebin öne çekilmesi yoluyla ekonomideki toplam talep düzeyi üzerinden doğrudan enflasyonist bir etki yapabilmektedir. Son olarak, piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri ise özellikle finans alanında karar alıcı uzmanların tahminlerini yansıttığı için finansal piyasalardaki fiyatlamalar üzerinde belirleyici olabilmektedir.

TCMB, farklı ekonomik birimlerin gelecek 12 aya ilişkin enflasyon beklentilerini, yürütmekte olduğu Piyasa Katılımcıları Anketi (PKA) ve İktisadi Yönelim Anketi (İYA) ile TÜİK iş birliğiyle yürüttüğü Tüketici Eğilim Anketi (TEA) aracılığıyla derlemiştir. Bu kapsamda 2024 yılı haziran ayında, halihazırda yayımlamakta olduğu piyasa katılımcıları enflasyon beklentilerine ek olarak reel sektör ve hanehalkı enflasyon beklentilerini Sektörel Enflasyon Beklentileri yayını altında birleştirerek kamuoyu ile paylaşmaya başlamıştır. Sektörel beklentilerin karşılaştırıldığı Grafik 1'de enflasyonun düşük olduğu dönemlerde dahi hanehalkı beklentilerinin firma ve piyasa katılımcılarına göre yüksek bir seyir izlediği görülmektedir. Firmaların beklentileri hanehalkına göre daha ılımlı ve piyasa katılımcılarıyla yakın seviyelerde seyrederken, 2022 sonrasında piyasa katılımcılarının beklentilerinin belirgin üzerinde gerçekleşmiştir. 2018 ve 2021 yıllarında yaşanan döviz kuru artışları ve sonrası enflasyonun yüksek seyri tüm sektörlerin beklentilerinde bozulmaya yol açmıştır. Diğer yandan, 2023 yılı haziran ayında başlayan parasal sıkılaştırma süreci ile birlikte, önceki dönemlerden farklı olarak, enflasyondaki yükselişe rağmen beklentiler kademeli gerilemeye başlamıştır. Söz konusu farklılaşmada, para politikasındaki sıkı duruşun yanı sıra bu duruşun enflasyonda belirgin ve kalıcı düşüş sağlanana kadar sürdürüleceği yönündeki sözlü yönlendirmeler de etkili olmuştur. Beklenenden daha düşük gelen haziran ayı enflasyon verisinin açıklanması sonrası, temmuz ayında 12 ay sonrası enflasyon beklentileri piyasa katılımcılarında yüzde 30'a, reel sektörde yüzde 55'e gerilemiştir. Tüketicilerin beklentileri ise temmuz ayında sınırlı bir artış göstererek yüzde 72 olmuştur. Bu çerçevede, farklı sektörlerin enflasyon beklentilerindeki ayrışmaların nedenlerini anlamak amacıyla bu kutuda ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerindeki güncellemelerin temel makroekonomik değişkenlere hassasiyeti incelenmiştir.

**Grafik 1: 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri (%)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

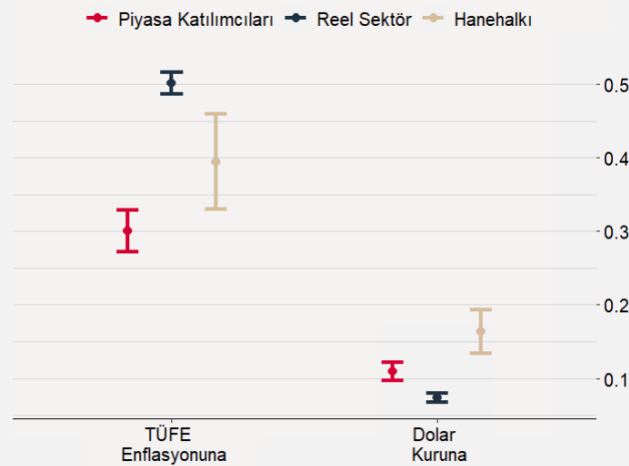
Gülşen ve Kara (2021), enflasyon gerçekleşmeleri ve döviz kuru değişimlerinin piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri üzerinde etkili olduğunu bulmuştur. Bu çerçevede, sektörel enflasyon beklentilerinin enflasyon ve kur gibi temel makroekonomik değişkenlere hassasiyetini ölçmek amacıyla söz konusu üç ankete (PKA, İYA ve TEA) ait mikro veriler panel veri formatında kullanılarak ekonometrik analizler yapılmıştır. Panellere ait yatay kesit birimi PKA'da piyasa katılımcısı, İYA'da ise firma bazındadır. TEA sabit bir tüketici grubuna uygulanmadığı için, bu veride *pseudo-panel* yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemde tüketiciler, cinsiyet, yaş, gelir ve eğitim durumlarına göre gruplanmış ve yatay kesit birimi bu gruplar üzerinden oluşturulmuştur. Söz konusu grubun enflasyon beklentisi ise bu grup içerisindeki tüketicilerin beklentilerinin ortalaması alınarak elde edilmiştir. Tüm sektörlerde, verinin zaman boyutu 2015 yılı ocak ayından 2024 yılı temmuz ayına kadar olan örneklemi kapsamaktadır.

Beklenti değişiminin makroekonomik değişkenlere hassasiyetini ölçmek amacıyla her bir anketten elde edilen 12 ay sonrası yıllık tüketici enflasyonu beklentisi kullanılarak aşağıdaki *Model 1* tahmin edilmiştir. Modelde  $\Delta\pi_{i,t|t+12}^{beklenti}$  ilgili anketteki  $i$  katılımcısının  $t$  ayındaki 12 ay sonrası yıllık TÜFE enflasyonu beklentisindeki değişimi (güncellemeyi) göstermektedir. Açıklayıcı değişken olarak aylık TÜFE enflasyonunun 1 ay gecikmeli değeri ( $\Delta\pi_{t-1}^{TÜFE}$ ) ve aylık dolar kuru değişimi ( $\Delta Dolar/TL_t$ ) kullanılmıştır. Modele, gözlenemeyen anket katılımcılarına özgü sabit etkileri ( $\mu_i$ ) kontrol etmek amacıyla PKA ve İYA için katılımcı sabit etkileri, TEA için grup sabit etkileri eklenmiştir. Aylık enflasyon gerçekleşmesine ve dolar kuru değişimine hassasiyeti gösteren  $\beta_1$  ve  $\beta_2$  katsayıları farklı sektörler için yüzde 90 güven aralığıyla Grafik 2'de gösterilmiştir.

$$\Delta\pi_{i,t|t+12}^{beklenti} = \beta_0 + \beta_1\Delta\pi_{t-1}^{TÜFE} + \beta_2\Delta Dolar/TL_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 1})$$

Piyasa katılımcıları, firmalar ve tüketiciler için tahmin edilen 6 farklı katsayının tamamı istatistiksel olarak yüzde 90 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Sonuçlar, üç farklı grubun da 12 ay sonrası beklentilerini oluştururken gerçekleşen enflasyona karşı hassas olduklarını göstermektedir. Sektörel olarak karşılaştırıldığında, aylık enflasyon gerçekleşmesine hassasiyetin en yüksek firmalarda, döviz kuruna olan hassasiyetin ise en yüksek tüketicilerde olduğu görülmektedir. Profesyonellerin her iki makroekonomik değişkene olan duyarlılığı ise diğer sektörlerle kıyasla daha sınırlı kalmaktadır. Bu durum, tüketicilerin beklenti oluşumunda günlük olarak gözlemledikleri döviz kurunu karşı daha duyarlı olduklarını göstermektedir.

**Grafik 2: Beklentilerin Makroekonomik Değişkenlere Hassasiyeti (Model 1 Sonuçları\*)**



Kaynak: TCMB.

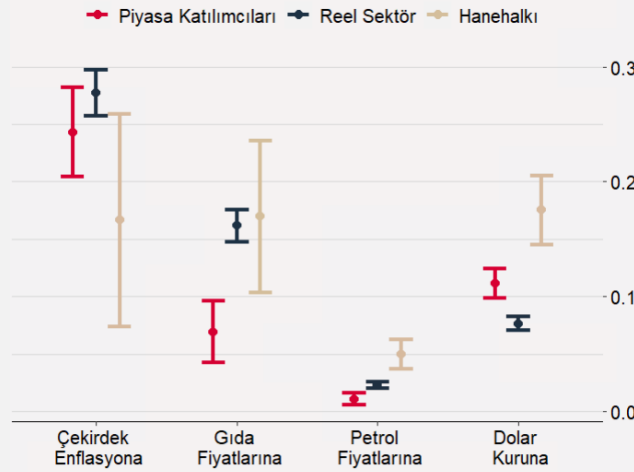
\* Her bir sektör için barların orta noktası tahmin edilen katsayıyı, barların uzunluğu ise yüzde 90 güven aralığını göstermektedir.

D'Acunto vd. (2019) çalışması, tüketici beklentilerinin günlük hayatta sıklıkla gözlemlenen market ürünleri, akaryakıt gibi ürünlere daha duyarlı olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde, Angelico ve Di Giacomo (2019), tüketicilerin enflasyon beklentilerinin belirlenmesinde geçmiş alışveriş deneyimlerinin etkili olduğunu belirtmektedir. Bu çalışmalardan hareketle, beklentilerin farklı fiyat gelişmelerine hassasiyetini daha detaylı bir şekilde ölçmek için *Model 2* tahmin edilmiştir. Bu modelde *Model 1*'e kıyasla aylık TÜFE enflasyonu yerine C endeksi aylık değişimi ( $\Delta\pi_{t-1}^C$ ), aylık gıda enflasyonu ( $\Delta\pi_{t-1}^{Gıda}$ ) ve aylık ABD doları cinsinden Brent petrol<sup>1</sup> fiyatı değişimi ( $\Delta Brent_{t-1}$ ) eklenmiştir. *Model 2* katsayılarının tahmin sonuçları Grafik 3'te sunulmaktadır.

$$\Delta\pi_{i,t|t+12}^{beklenti} = \alpha_0 + \alpha_1\Delta\pi_{t-1}^C + \alpha_2\Delta\pi_{t-1}^{Gıda} + \alpha_3\Delta Brent_{t-1} + \alpha_4\Delta Dolar/TL_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 2})$$

Sonuçlar incelendiğinde, piyasa katılımcıları ve firmaların enflasyon beklentilerini oluştururken çekirdek enflasyona, tüketicilere göre daha fazla önem attıkları görülmektedir. Tüketicilerde ise çekirdek enflasyona hassasiyetin pozitif ve anlamlı olmakla birlikte oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Öte yandan, gıda enflasyonu, Brent petrol ve dolar kurunun tüketicilerin tahmin güncellemeleri üzerinde daha etkili olduğu, profesyonellerin tahminleri üzerinde ise etkisinin sınırlı olduğu anlaşılmaktadır.

**Grafik 3: Beklentilerin Makroekonomik Değişkenlere Hassasiyeti (Model 2 Sonuçları\*)**



Kaynak: TCMB.

\* Her bir sektör için barların orta noktası tahmin edilen katsayıyı, barların uzunluğu ise yüzde 90 güven aralığını göstermektedir.

Piyasa katılımcıları ve firmaların beklenti güncellemelerinde geçmişe endeksleme davranışının daha çok enflasyon ana eğilimini yansıtan çekirdek enflasyon üzerinden gerçekleştiği değerlendirilmektedir. Diğer yandan, tüketiciler, beklentilerini çekirdek enflasyona görece daha az; gıda ve Brent petrol fiyatı ile dolar kuru gelişmelerine ise görece daha fazla bakarak oluşturmaktadır. Bu durum tüketicilerin beklenti oluşumunda gıda ürünleri ve Brent petrolden etkilenen akaryakıt gibi sık tüketilen ürünlere ve fiyatı günlük takip edilebilen döviz kurunun önemine dikkat çekmektedir. Ayrıca, tüketici enflasyon beklentilerinin oynaklığı yüksek ve görece para politikası etki alanının dışında kalan gıda ve akaryakıt fiyatlarına hassasiyetinin yüksek olması beklenti kanalı üzerinden parasal aktarımın zayıflamasına neden olmaktadır.

<sup>1</sup> Türk lirası cinsinden akaryakıt fiyatları ve döviz kuru arasındaki güçlü ilişkiden dolayı akaryakıt fiyatlarının etkisini yakalamak amacıyla modele Brent petrol fiyatları eklenmiştir.

Sonuç olarak, tüm sektörlerde enflasyon beklentilerinin belirlenmesinde makroekonomik değişkenlerdeki gerçekleştirmelere endeksleme davranışının etkili olduğu görülmektedir. Piyasa katılımcıları ve firmalarda bu davranış büyük oranda çekirdek enflasyon üzerinden gerçekleşirken, tüketicilerde ise daha çok gıda, enerji fiyatları ve döviz kuru gelişmeleri üzerinden oluşmaktadır. Beklenti oluşumunda geçmiş makroekonomik değişkenlere hassasiyetin azalıp, ileriye dönük bir yaklaşımla Merkez Bankası tahminlerinin daha çok dikkate alınması dezenflasyon sürecinin maliyetleri üzerinde etkili olacaktır. Ayrıca, önümüzdeki dönemde yıllık enflasyondaki gerilemenin ve döviz kurunda görülen istikrarın tüm iktisadi birimlere ait enflasyon beklentilerini olumlu etkilemesi beklenmektedir. Yakından takip edilen enflasyon beklentilerinin seyri önümüzdeki dönemde para politikası görünümü açısından belirleyici olacaktır.

### **Kaynakça**

Angelico, C., & Di Giacomo, F. (2019) Heterogeneity in Inflation Expectations and Personal Experience. SSRN Electronic Journal

D'Acunto, F., Malmendier, U., Ospina, J., & Weber, M. (2019) Salient Price Changes, Inflation Expectations, and Household Behavior. SSRN Electronic Journal

Gülsen, E., & Kara, H., 2021, Policy Performance and the Behavior of Inflation Expectations. International Journal of Central Banking, 17(70).