

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

İktisadi faaliyet, 2023 yılının son çeyreğinde bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla daha güçlü seyretmiş ve iç talebin dirençli olduğu görülmüştür. Çeyreklik bazda büyüme görünümüne bakıldığında, son çeyrekte özel tüketimin büyümeye katkısında hızlanma, net ihracatın büyümeye pozitif katkısında ise bir önceki çeyreğe kıyasla azalma gözlenmiştir. 2024 yılı ilk çeyreğinde yurt içi talepteki güçlü seyir; ücret gelişmeleri, firmaların satış kampanyaları ve öne çekilen talep etkisiyle devam etmiştir. Perakende satış hacim endeksindeki hesaplama değişikliği de (Mercek Altı 2.2) eski endeksin ima ettiği aksine yılın ilk çeyreğinde perakende satışlarda hızlanmaya işaret etmiştir. Bu çerçevede, 2023 yılının dördüncü ve 2024 yılının ilk çeyreği için çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.1).

Nisan ayında tüketici enflasyonu yüzde 69,8 oranında gerçekleşerek bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının üst bandının üzerinde kalmıştır. İç talepteki güçlü seyir, hizmet enflasyonundaki katılık, enerji fiyatlarındaki artış ve gıda fiyatlarındaki gelişmeler neticesinde enflasyon, öngörülenden daha yüksek bir seyir izlemiştir (Tablo 3.1.1). İlk çeyrekte zamana bağlı fiyat belirleme ile geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi yüksek kalemlerin etkisiyle hizmet enflasyonundaki artış belirgin olmuş ve B enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla yükselmiştir. Enerji fiyatlarında gözlenen artışta, jeopolitik gelişmelerin yanı sıra üretim kesintilerinin etkisiyle yükselen küresel ham petrol fiyatları da etkili olmuştur. Gıda fiyatlarındaki artış eğilimi ise kırmızı et öncülüğünde gücünü korumuştur. Nisan ayında ise yıllık enflasyon gıda kaleminde gerilerken diğer gruplarda yükselmiştir. 12 ve 24 ay sonrası enflasyon beklentileri, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla gerilemesine rağmen, 2024 yıl sonu enflasyon beklentisi bir önceki Enflasyon Raporu tahmininin üzerinde kalmıştır. Diğer yandan, 2023 yılının son çeyreğinde belirgin bir şekilde gerileyen enflasyonun ana eğilimi, hizmet enflasyonu öncülüğünde bu dönem öngörülenden yüksek gerçekleşmiştir.

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2023-IV	2024-I
Çıktı Açığı (Yüzde)	2,3 (1,6)	2,8 (0,9)
Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	64,9 (64,9)	69,8 (66,0)
B Endeksi Enflasyonu** (Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	67,7 (67,7)	72,7 (68,8)

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

** 2023-IV için Ocak, 2024-I için Nisan enflasyonunu belirtmektedir.

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

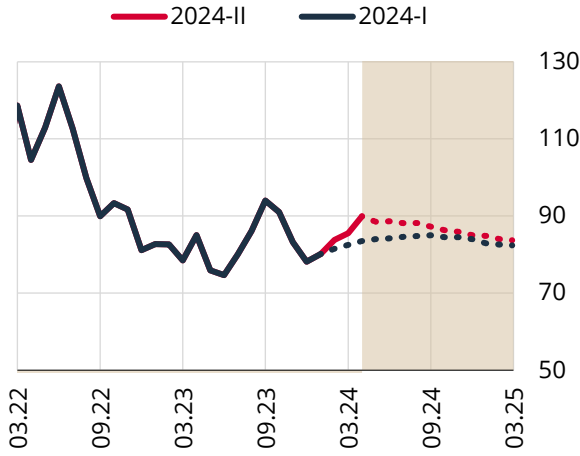
Küresel büyüme görünümüne ilişkin varsayımlar, bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Küresel büyümeye ilişkin öncü göstergeler, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre 2024 yılında büyüme görünümünde, daha çok hizmetler kaynaklı kısmi bir iyileşmeye işaret etmektedir. Türkiye'nin ana ticaret ortaklarından Euro bölgesi için büyüme görünümü ılımlı seyrini korurken ABD ve Rusya'nın büyüme tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu gelişmeler ışığında, Türkiye'nin dış ticaret ortakları baz alınarak hazırlanan İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi varsayımı 2024 yılı için sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenerek yüzde 2,1 olmuş, 2025 yılı için ise yüzde 2,3 olarak korunmuştur.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerinde daha temkinli olacakları yönündeki beklentilerin güçlenmesi ve artan jeopolitik riskler nedeniyle küresel finansal koşulların bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarına göre bir miktar sıkılaştığı bir çerçevede esas alınmıştır. Küresel işgücü piyasalarındaki sıkılık ve buna bağlı ücret baskısı özellikle hizmet enflasyonunda katılığa neden olurken jeopolitik gelişmeler de

enerji fiyatları ve arz koşulları aracılığı ile küresel ekonomilerdeki enflasyonun düşüş sürecini olumsuz etkilemektedir. ABD’de bu durum güçlü seyreden ekonomik aktivite ile desteklenirken İngiltere ve Euro bölgesindeki son dönem enflasyon gerçekleştirmeleri daha olumlu bir seyir izlemektedir. Bu çerçevede, gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerinde daha temkinli olmaları beklenmektedir. Gelişmekte olan ülkeler arasında ise para politikası uygulamaları heterojen olup, enflasyon oranlarının hedeflere yaklaşmaya devam ettiği ülkelerde faiz indirim süreçleri hızlanmıştır. Tüm bu gelişmeler beraber değerlendirildiğinde önümüzdeki dönemde, enflasyondaki düşüşe bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin genele yayılması olası görülmektedir. Ancak, küresel enflasyonun mevcut seviyeleri, katılıklar ve riskler değerlendirildiğinde indirim süreçlerinin bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha temkinli olması ve parasal sıkılığı koruyacak şekilde sürdürülmesi beklenmektedir.

Küresel büyüme ve kompozisyonu, jeopolitik gelişmeler ve arz yönlü faktörler emtia fiyatları üzerinde önemli rol oynamaya devam etmiştir. Kızıldeniz ve Ortadoğu’daki jeopolitik gelişmeler ile OPEC+ üye ülkelerinin üretim kesintileri petrol fiyatlarında arz yönlü riskleri canlı tutarak yukarı yönlü baskıların devam etmesine neden olmaktadır. Mevcut küresel büyüme görünümü, stok seviyeleri ve finansal koşullar ise petrol fiyatlarında dalgalanmalara sebep olmaktadır. Bu doğrultuda, 2024 ve 2025 yıllarına ilişkin petrol fiyatı varsayımlarında yukarı yönlü güncelleme yapılmış; petrol fiyatlarının sırasıyla ortalama 86,4 ve 82,3 ABD doları seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır (Grafik 3.1.1). Çin’in büyüme görünümündeki iyileşme ile endüstriyel emtia fiyatlarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla önemli artışlar görülmüştür. Tarımsal emtia fiyatlarında ise homojen bir eğilim bulunmamakla birlikte, ana endeks bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre artış göstermiştir. Böylelikle, ithalat fiyatı varsayımları özellikle değerli ve endüstriyel metaller başta olmak üzere bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre önemli ölçüde yukarı yönde güncellenmiştir. İthalat fiyatlarının 2024 ve 2025 yılında sırasıyla yüzde 0,8 ve 2,6 oranında artacağı öngörülmüştür (Grafik 3.1.2).

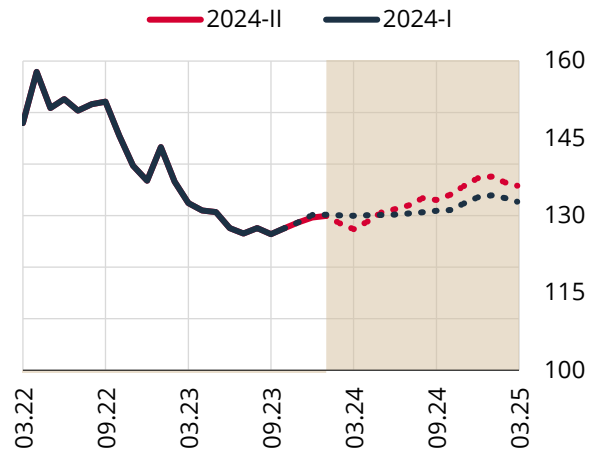
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



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 sınırlı miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Gıda grubunda yıllık enflasyon 2024 yılının ilk çeyreğinde yüzde 70,4 ile bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarının üzerinde kalmıştır. Nisan ayında ise gıda fiyatları yıllık enflasyonu yüzde 68,5’e gerilemiştir. Son dönemdeki görünümü göz önünde bulundurarak, gıda fiyatları enflasyonuna ilişkin varsayım 2024 yılı için 0,9 puan artırılmış, 2025 yılı için ise yüzde 15 olarak korunmuştur (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

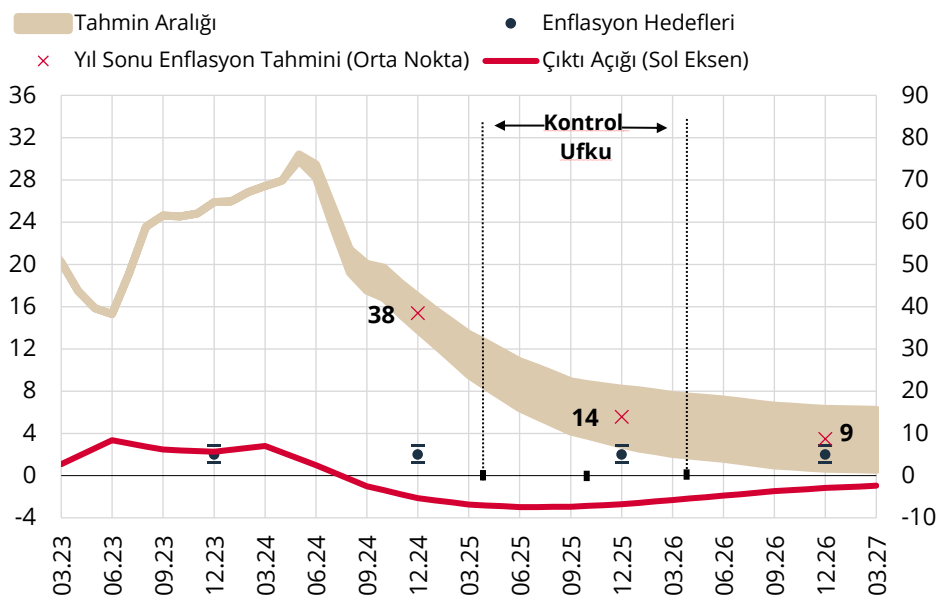
	2024	2025
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,1 (2,0)	2,3 (2,3)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	86,4 (83,6)	82,3 (81,2)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,8 (-0,1)	2,6 (0,7)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	35,5 (34,6)	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, Orta Vadeli Program çerçevesinde maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyat, borçlanma, vergi ve gelirler politikaları ile ücret ayarlamalarının 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 yılı için yüzde 38 olarak güncellenirken 2025 ve 2026 yılları için sırasıyla 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 düşükten sonra orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.1). Tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin 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.

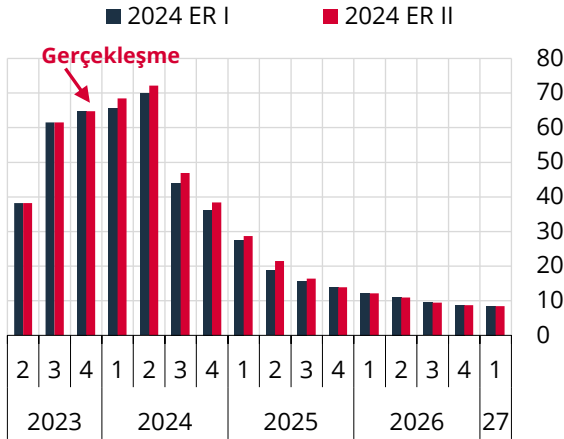
Tahmin patikasının güncellenmesinde bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının üzerinde kalan enflasyon gerçekleştirmeleri ve güçlü talep görünümünün etkisiyle yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının başlangıç koşulları üzerindeki etkisi belirleyici olmuştur. Petrol fiyatlarına ve ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlar yukarı yönlü güncellenirken jeopolitik gelişmelerin emtia fiyatları üzerinde belirsizliği arttırdığı değerlendirilmektedir. 2024 yılına ilişkin enflasyon tahminindeki yukarı yönlü güncelleme kaynakları Tablo 3.2.1'de sunulmaktadır.

Tablo 3.2.1: 2024 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

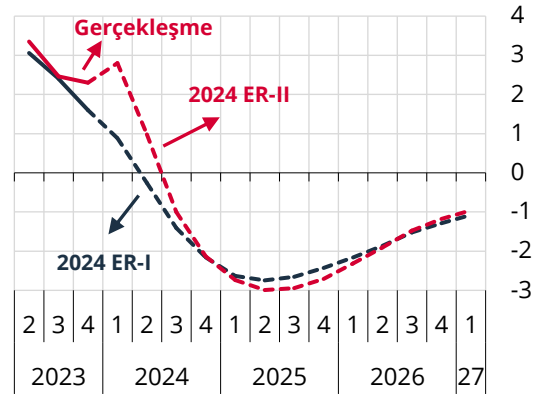
	2024
2024-I ER Tahmini (%)	36
2024-II ER Tahmini (%)	38
2024-I Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	2.0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)	
Enflasyonun Ana Eğilimi	+1,8
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	-0,2
Çıktı Açığı	+0,4
Gıda Fiyatları	+0,2
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	-0,2

Kaynak: TCMB.

2024 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 38 seviyesine yükseltilmiştir (Grafik 3.2.2). 2024 yılı tahmin güncellemesinde öne çıkan başlıca unsur başlangıç koşullarındaki güncelleme olmuştur. Şubat ve mart aylarında görülen döviz kuru beklentilerindeki geçici bozulma döviz kuru, talep ve beklenti kanalıyla enflasyonu etkilemiş ve enflasyon ana eğiliminde ocak ayından sonra öngörülen yavaşlamanın sınırlı kalmasına neden olmuştur. Talep koşullarının yılın ilk çeyreğinde daha güçlü seyrettiği ve talep koşullarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemi öngörülerine yılın son çeyreği itibarıyla yakınsayacağı değerlendirilmektedir (Grafik 3.2.3). Sıkı para politikası ve maliye politikasının eşgüdümünün katkısıyla iç talepteki dengelenme sürecinin devam edeceği öngörülmektedir. Bu görünüm altında, çıktı açığı tahmini güncellemesi 2024 yılı enflasyon tahminini 0,4 puan artırıcı yönde etkilemiştir. Buna ek olarak, Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarından gelen güncelleme tahminleri 0,2 puan aşağı çekmiştir. Gıda enflasyonundaki artış ise tahminleri 0,2 puan yukarı yönlü etkilemiştir. 2024 yılında alkol-tütün ve enerji fiyatlarına ilişkin otomatik vergi güncellemeleri gibi unsurlardan yıl sonu enflasyonuna gelecek nihai etkinin aşağı yönlü olduğu değerlendirilmiştir. Böylece, yönetilen yönlendirilen fiyatlar bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla daha sınırlı artacağı varsayımıyla, yıl sonu tahminlerini 0,2 puan aşağı yönlü etkilemiştir (Tablo 3.2.1). Son dönemde, enflasyonun ana eğilimi öngörülerimizden daha yüksek gerçekleşmiştir. Sıkı para politikası duruşunun ve politika eşgüdümünün başlangıç koşullarındaki bu bozulmayı telafi etmesiyle ana eğilimin yıl sonu enflasyonuna etkisinin 1,8 puan ile sınırlı kalacağı 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 koşulların bir önceki Enflasyon Raporu döneminde öngörülenden daha sıkı, küresel büyüme görünümünün ise büyük ölçüde geçmiş projeksiyonlarla uyumlu olacağı varsayılmıştır. Gelişmiş ülke merkez bankaları hizmet enflasyonu katılığı ve işgücü piyasalarındaki sıkılığa vurgu yaparak yılın ilk aylarındaki piyasa fiyatlamalarının aksine faiz indirim döngülerinde daha temkinli olacakları yönünde sözlü yönlendirmede bulunmuşlardır. Küresel finansal piyasalarda veri duyarlılığının ve buna bağlı oynaklıkların artacağı bir döneme girilmiştir. 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 oluşturmuştur. Parasal aktarımı destekleyecek ve güçlendirecek finansal politikalar ve kararlı sıkı duruşu vurgulayan para politikası sözlü yönlendirmeleri sayesinde 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 koşulların sıkılaşacağı değerlendirilmiştir. Kredi faizlerinin yükselmesi ile kredi büyümesinin yavaşlayarak iç talebin dengelenmesine katkı vereceği bir görünümde orta vadeli tahminler üretilmiştir. Ayrıca, tahmin döneminde mali disiplinin korunacağı ve mali politikaların para politikası ile eşgüdüm içerisinde dezenflasyonist süreci destekleyeceği varsayılmaktadır.

Enflasyonun mayıs ayında tepe noktasını gördükten sonra yılın geri kalanında istikrarlı olarak gerileyeceği öngörülmektedir. Enflasyonun ana eğilimine ilişkin göstergeler yavaşlamakla birlikte bir önceki Enflasyon Raporu döneminde oluşturulan tahminlere göre daha olumsuz bir görünüm sergilemektedir. 25 m³ bedelsiz doğal gaz kullanımı düzenlemesinin sona ermesi mayıs ayında aylık enflasyonu 0,66 puan yukarı yönlü etkileyecektir. Bunun yanı sıra, olumsuz baz etkisiyle enflasyon mayıs ayında zirveye ulaşacaktır. Mart ayında politika faizinde yapılan güçlü artış ve alınan ilave makro ihtiyati tedbirler ile finansal koşulların sıkılaşması sayesinde yurt içi talepteki dengelenmenin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği değerlendirilmektedir (Grafik 3.2.3). Para politikasındaki kararlı duruşun yurt içi talepte dengelenmeyi, Türk lirası varlıklara olan talebi güçlendirerek Türk lirasında reel değerlenmeyi ve enflasyon beklentilerinde düzelmeyi sağlayacağı tahmin edilmektedir. Tüm bu unsurların aylık enflasyonun ana eğilimini düşüreceği, 2024 yılının ikinci yarısında dezenflasyonu tesis edeceği değerlendirilmektedir. 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 parasal duruşun hedeflerle uyumlu şekilde sürdürülmesiyle birlikte, enflasyonun ana eğiliminde tarihsel ortalamalara gerileme süreci 2025 yılında da devam edecektir.

Parasal sıkılaştırma sürecinin etkilerine dair yapılan analizler bankacılık sektörünün güçlü görünümünü koruduğuna işaret etmektedir. Bankaların Türk lirası kredi ve menkul kıymet portföylerinin yaklaşık yarısının değişken faizli yapıdadır. Sabit faizli Türk lirası menkul kıymetlerin ağırlıklı olarak faiz

değişimlerinden etkilenmeyen itfa edilmiş maliyeti ile muhasebeleştirilmiştir. Tüm bu gelişmeler ile birlikte zorunlu karşılık uygulamalarının ve risk primindeki düşüşün desteğiyle bankaların borçlanma vadelerinin uzaması, sektörün faiz değişimlerine olan kırılabilirliğini azaltmaktadır. Bankacılık sektörünün yasal sınırların oldukça üzerinde seyreden sermaye oranlarının, faiz değişimleri kaynaklı kayıpları karşılayabilecek düzeyde olduğu değerlendirilmektedir. Bankaların aktif kalitesi ve kârlılık göstergeleri güçlü görünümünü korumakta ve bu durum parasal sıkılaştırma döneminde finansal istikrarı desteklemektedir.

3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları

Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarındaki oynaklıklar enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Jeopolitik risklerin ve OPEC+ ülkelerinin üretim kesintilerini sürdürmelerinin petrol fiyatlarında neden olduğu oynaklığın devam edebileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, Kızıldeniz'deki gelişmelerin taşımacılık maliyetleri üzerindeki etkileri takip edilmektedir. Jeopolitik gelişmeler dış talep ve ihracat gelirleri üzerinden Türkiye'ye yönelik risk algılarını da etkileyebilmektedir.

Gelişmiş ülkelerde çekirdek enflasyondaki gerileme devam etse de manşet enflasyondaki düşüş eğilimi mevcut Enflasyon Raporu döneminde yerini daha yatay bir seyre bırakmıştır. Hizmet enflasyonundaki katılık, gelişmiş ülkelerde manşet enflasyonun hedeflere yaklaşmasını yavaşlatan en önemli etkenlerden biri olarak ortaya çıkmaktadır. Manşet enflasyonun seviyesi, enflasyonda gözlenen katılıklar ve yukarı yönlü risklere bağlı olarak gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerinde daha temkinli olacakları yönündeki beklentilerin güçlenmesi küresel finansal koşullar üzerinde baskı oluşturmakta ve küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bu iki unsur sermaye akımları, dış talep ve emtia fiyatları yoluyla yurt içinde döviz kurlarını, toplam talep koşullarını ve ithalat fiyatlarını etkileyerek enflasyon dinamikleri üzerinde rol oynayabilecektir.

Yurt içi talebin dirençli seyri enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Parasal sıkılaştırmanın iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin yeterince hızlı bir şekilde görülmemesi dezenflasyon sürecini zayıflatabilecektir. Yakın dönem göstergeleri 2024 yılının ilk çeyreğinde iç talebin gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Ancak, uygulanmakta olan sıkı para politikasının finansal koşullar üzerinde oluşturduğu etkiyle iç talebin yeniden dengelenmesi beklenmektedir. İç talepteki dengelenmenin ithalat eğilimini zayıflatarak cari dengeye, tüketimdeki aşırılıkları gidererek de talep kanalı üzerinden enflasyondaki düşüşe katkı vereceği öngörülmektedir. Diğer taraftan, enflasyon beklentilerinin yüksek seyrinin tüketim eğilimi ve kredi talebi üzerinde oluşturabileceği yukarı yönlü riskler iç talebin direnç kazanarak dengelenme sürecinin sekteye uğramasına neden olabilecektir.

Enflasyon beklentilerindeki yüksek seyir devam etmektedir. Ekonomik birimlerin (profesyoneller, firmalar ve tüketiciler) enflasyon beklentileri fiyatlamaları, ücret kararları, portföy tercihleri ve tüketim/kredi talebi üzerinde kilit rol oynamaktadır (Kutu 3.1). Enflasyon beklentilerinin TCMB'nin kısa vadede enflasyon tahminleriyle orta vadede enflasyon hedefleri ile uyumlu seyretmesi dezenflasyon sürecinde kritik önemdedir. Piyasa Katılımcıları Anketi verilerine göre orta vadeli enflasyon beklentileri hedeflenen düzeylerin üzerinde olmakla birlikte gerilemeye devam etmektedir. Bu durumun sürmesi fiyatlamaları kanalıyla dezenflasyon sürecine katkı verecektir. Firmalar ve tüketicilerin enflasyon beklentileri ise hem yüksek seyretmekte ve hem de katılık göstermektedir. Bu durum para politikası duruşunda sabırlı ve kararlı duruşun önemli olacağına işaret etmektedir.

Hizmet fiyatlarındaki katılığın sürmesi ve enflasyon ana eğiliminin öngörülenden daha gecikmeli yavaşlaması enflasyon baskılarını canlı tutabilecektir. Son dönemdeki yavaşlamaya rağmen ana eğilimin bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülen düzeyin bir miktar üzerinde seyrettiği görülmektedir. Enflasyon ana eğilimindeki gerilemenin iç talepte olası canlı seyir ve başta et ürünlerini olmak üzere gıda fiyatları ile kira olmak üzere hizmet fiyatlarının yüksek seyri sebebiyle sekteye uğraması da enflasyon tahminleri üzerinde bir risk olarak değerlendirilmektedir.

Deprem kaynaklı kamu harcamalarının finansmanı nedeniyle dolaylı vergiler üzerinden yapılabilecek ayarlamalar enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. Deprem kaynaklı kamu harcamalarının miktarı ve zamanlaması mali disiplinin korunması açısından önemli olacaktır. Enflasyonla mücadele sürecinin başarısı para ve maliye politikaları arasında etkin bir koordinasyonu gerektirmektedir. Bu nedenle sıkı para politikası duruşunun mali disiplinle desteklenmesi; fiyatlamaları davranışlarının çözümlenmesi, iç talepteki dengelenmenin tesis edilmesi ve ülke risk priminin iyileşmesi için önem arz

etmektedir. Ayrıca, vergi gelirleri politikasında dolaylı vergilerin ağırlığının artması, tüketici fiyatlarını hem doğrudan artırabilmekte hem de enflasyon beklentilerini bozarak ikincil etkiler yaratabilmektedir. Bu açıdan, vergi toplama etkinliğinin artırılması ya da doğrudan vergilerin ağırlığının artırılmasına yönelik atılacak adımların dezenflasyon sürecini destekleyebileceği değerlendirilmektedir.

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 da enflasyon üzerinde baskı yaratabilmektedir. Bu nedenle, ücretlerin güncellenme sıklığı, yönetilen yönlendirilen fiyatlar ile ücret ve vergi ayarlamalarında OVP'de sunulan enflasyon tahminlerinin gözetilmesi ve para politikasındaki sıkı duruşun ihtiyatlı maliye politikası ile desteklenmesi, öngörülen dezenflasyon patikasının tesis edilmesi açısından kritik bir önem taşımaktadır.

Tablo 3.2.2: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları*

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑ ↔ ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Enerji fiyatlarının seyrine dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> OPEC+ ülkelerinin üretim kesintilerini sürdürmeleri ve güçlü küresel talep görünümü hem arz hem de talep tarafından petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Petrol ve emtia fiyatlarında jeopolitik risklere bağlı oynaklığın devam edebileceği değerlendirilmektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi OPEC+ kararları Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar
Küresel finansal piyasalar ve makroekonomik görünüme dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> Enflasyonda gözlenen katılıklar ve yukarı yönlü risklere bağlı olarak gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerinde daha temkinli olacakları yönündeki beklentilerin güçlenmesi küresel finansal koşullar üzerinde baskı oluşturmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Küresel enflasyon oranları Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikası tepkisi Küresel risk iştahı göstergeleri İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi Küresel ticaret hacmi ve enflasyon gelişmeleri İthalat ve emtia fiyatları
Talep koşulları	<ul style="list-style-type: none"> İç talebin dirençli seyrini sürdürmesi enflasyon üzerinde talep yönlü baskı yaratmaya devam etmektedir. Sıkı para politikasının etkisiyle iç talebin yeniden dengelenmesi beklenmektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> Yurt içi talep göstergeleri Perakende satış hacim endeksi Kartla yapılan harcamalar Beyaz eşya ve otomobil satışları

Enflasyon beklentilerinin öngörülen tahmin aralığına yakınsamaması	<ul style="list-style-type: none"> Orta vadeli enflasyon beklentilerindeki iyileşmeye rağmen hala yüksek seviyelerde olması enflasyon tahminleri üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Temel enflasyon göstergeleri Enflasyon beklentisine ilişkin göstergeler Enflasyon beklentilerinin dağılımı Enflasyon belirsizliği göstergeleri Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri
Enflasyonun ana eğilimi ve hizmet fiyatlarındaki katılık	<ul style="list-style-type: none"> Enflasyon ana eğiliminin hizmet fiyatlarındaki katılık ve iç talepteki canlı seyir ile öngörülenden daha geç yavaşlaması 	<ul style="list-style-type: none"> Temel enflasyon göstergeleri Hizmet fiyatlarının ataleti Ücret ayarlamaları Vergi düzenlemeleri ve yönetilen ve yönlendirilen fiyatlar
Parasal, finansal ve mali politikaların eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> Ekonominin toparlanma sürecinde parasal, finansal ve mali politikaların eşgüdüm hâlinde bulunmaması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturmaktadır. Ücret ve gelirler politikasının OVP ile uyumlu olmaması iç talepteki dengelenme üzerinde risk yaratabilmektedir. 2024 yılında ücret politikalarının, parasal sıkılığın etkinliğini artırarak dezenflasyonist sürece önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir. Doğrudan vergilere ve/veya vergi toplama etkinliğine yönelik reformlar yapılması dolaylı vergilere olan ihtiyacı azaltarak fiyatlar üzerinde düşürücü etkiler yaratabilecektir. Deprem kaynaklı kamu harcamaları nedeniyle yapılacak vergi düzenlemeleri özellikle dolaylı vergiler üzerinden yapılması enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yaratabilecektir. Yönetilen ve yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu olmaması 	<ul style="list-style-type: none"> Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler Orta Vadeli Program ve maliye politikası tedbirleri Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri Yapısal bütçe dengesi tahminleri Doğrudan vergilerin toplam vergiler içindeki payı

* 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.

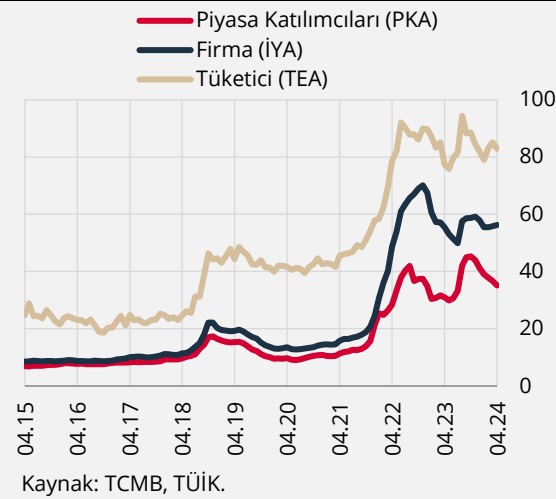
Kutu 3.1

Firma Enflasyon Beklentileri

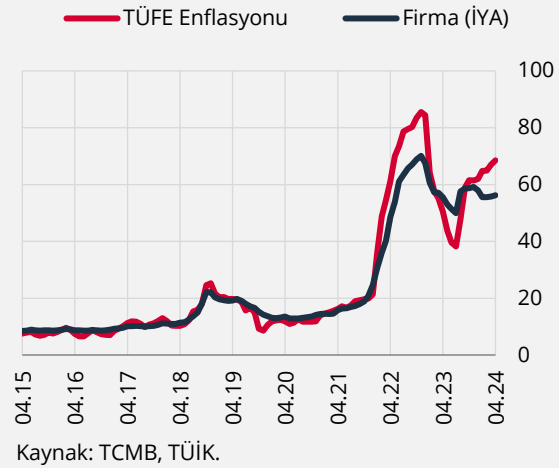
Firmaların enflasyon beklentileri, ekonomideki fiyat belirleyici rolleri nedeniyle, fiyatlama davranışlarının anlaşılmasında önemli rol oynamaktadır. Bunun yanı sıra, firmalar çalışan ücretini belirlerken stok ve yatırım stratejilerini oluştururken beklenen enflasyon oranlarını dikkate almaktadır. Bunn ve diğerleri (2022), firmaların enflasyon beklentilerindeki hata payları ile düşük karlılık ve toplam faktör verimliliğinin ilişkili olduğunu göstermiştir. Fiyat belirleme gücünü elinde tutan firmaların beklentilerinin para politikası için de önemli sonuçları olmaktadır. Örneğin, firmalar kalıcı ve yüksek enflasyon beklentisi içindeyse, kar marjlarını korumak endişesiyle fiyatları daha agresif bir şekilde artırmakta ve bunun da ekonomideki ücret seviyelerine yansımaları durumunda kendi kendini besleyen bir enflasyonist sarmal oluşturabilmektedir. Bu durum para politikası aktarım mekanizmasının etkinliğini de olumsuz etkileyebilmektedir. Bu nedenle, merkez bankaları, gelecekteki enflasyon eğilimlerinin önemli bir göstergesi olarak firmaların enflasyon beklentilerini yakından takip etmektedir. Beklentilerin çıpalanamaması ya da merkez bankasının hedefinden önemli ölçüde sapması, fiyat istikrarı hedefine ulaşmayı zorlaştırmaktadır. Bu nedenle politika yapıcılar açısından, firmaların enflasyon beklentilerine ilişkin anket verileri önemli bir bilgi değeri taşımaktadır.

Bu kutuda TCMB tarafından Türkiye’de imalat sanayinde faaliyet gösteren firmalara uygulanan İktisadi Yönelim Anketi (İYA) mikro verileri kullanılarak, firmaların TÜFE enflasyonu beklentileri analiz edilmektedir. Bu çerçevede, ilk olarak firma bazındaki beklentilerin ortalaması piyasa katılımcıları ve tüketicilerin enflasyon beklentileri ile karşılaştırılmakta, sonrasında ise firmaların enflasyon beklentilerini ifade ederken belirli sayılara yuvarlama yapma davranışı üzerinden enflasyon belirsizliği incelenmektedir. İYA’da firmalara “gelecek on iki aylık dönem sonu itibarıyla yıllık tüketici fiyatları enflasyonu beklentileri” sorulmaktadır.¹ Grafik 1’de söz konusu soruya verilen cevaplar kullanılarak hesaplanan firma enflasyon beklentisinin sektör ağırlıklı ortalama değerleri, Piyasa Katılımcıları Anketi (PKA) ve Tüketici Eğilim Anketi (TEA) enflasyon beklentilerinin uygun ortalamaları ile karşılaştırılmıştır.

Grafik 1: İYA, TEA ve PKA 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri (%)



Grafik 2: Firma (İYA) 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri ve TÜFE Enflasyonu (%)



¹ Firmaların TÜFE enflasyonu beklentilerine ilişkin veriler kamuya açıklanmamakta, ancak TCMB tarafından iç politika kullanımı için düzenli olarak toplanmaktadır. İYA’da ayrıca firmalara “gelecek on iki aylık dönem sonu itibarıyla, yıllık üretici fiyatları enflasyonu beklentileri” de sorulmaktadır. Diğer ekonomik birimlerin üretici fiyatlarına ilişkin beklentilerinin bulunmaması nedeniyle bu çalışmada tüketici enflasyonu beklentilerine odaklanılmıştır.

Enflasyon Raporu 2024-I Kutu 3.3'te incelenen tüketici enflasyon beklentileri ile karşılaştırıldığında, firmaların 2021 yılı sonuna kadar piyasa katılımcılarının daha benzer enflasyon tahminleri verdiği görülmektedir. Enflasyon ve döviz kurunun hızlı yükseliş gösterdiği 2021 yılı son çeyreğinden sonraki dönemde ise firmalar ile piyasa katılımcıları beklentileri arasındaki uyum bozulmuş ve firma enflasyon beklentilerindeki bozulma, tüketici ve profesyonellerin beklentilerindeki bozulmaya nazaran daha belirgin olmuştur. Son dönem enflasyon beklentileri incelendiğinde; 2023 yılı Haziran ve Temmuz aylarındaki döviz kuru gelişmeleri tüm ekonomik birimlerin beklentilerinde artışa neden olurken bu artış firmalarda görece daha sınırlı kalmıştır. Öte yandan, 2023 yılının ikinci yarısında başlayan parasal sıkılaştırma sonrası firma enflasyon beklentilerindeki düzelmeye tüketici ve piyasa katılımcılarında kadar güçlü olmadığı görülmektedir. Firmaların enflasyon beklentileri ile enflasyon gerçekleştirmeleri karşılaştırıldığında ise firmaların gelecek dönem tüketici enflasyon tahminlerini belirlerken geçmişe endeksleme eğiliminin belirgin olduğu ve önceki ayın gerçekleşmiş yıllık TÜFE enflasyonuna hassasiyetin yüksek olduğu görülmektedir (Grafik 2). 2021 yıl sonunda enflasyondaki yükseliş ile bu yakın ilişki zayıflamakla birlikte firmalar tüketici enflasyonu beklentilerini diğer ekonomik aktörlere kıyasla enflasyon gerçekleştirmelerine daha yakın seviyelerde oluşturmaktadır. Ancak son dönemde yıllık TÜFE enflasyonundaki artışa rağmen firma beklentilerinin yatay seyretmesi olumlu bir gelişme olarak öne çıkmaktadır.

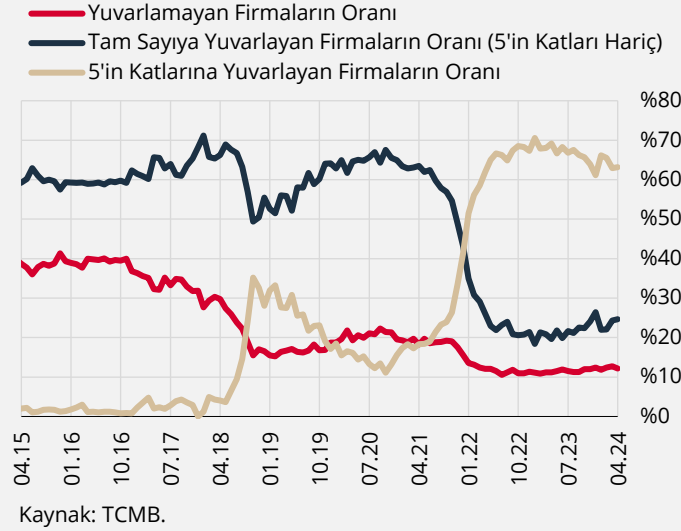
ER 2024-I Kutu 3.3'te tüketici enflasyon beklentilerindeki yuvarlama etkisi incelenmişti. Benzer şekilde, bu kutuda da İYA'da paylaşılan tüketici enflasyonu beklentilerinde firmaların tahminlerini ifade etmek için kesinlikten uzak ve yakınındaki diğer sayıları da kapsayabilecek yaklaşık bir sayı verme eğiliminde olup olmadıkları incelenmiştir. Binder (2017), çalışmasında tüketicilerin ankete verdiği enflasyon beklentisindeki yuvarlama etkisini enflasyon belirsizliğiyle ilişkilendirerek mikro düzeyde ve zaman serisi boyutunda belirsizliği ölçen bir metot ortaya koymuştur. Çalışmada, ankete katılan her tüketicinin enflasyon beklentisinin öznel olasılık dağılımından geldiği ve belirli bir seviyenin üzerinde belirsizliğe sahip tüketicilerin enflasyon tahminlerini 5'in katlarına yuvarladığı varsayılmıştır. Böylece anket katılımcılarının belirsizlik seviyeleri olasılıksal olarak hesaplanabilmekte, ayrıca her ay için tahminini yuvarlayan katılımcıların oranı tahmin edilebilmektedir. Düşük ve yüksek belirsizlik gruplarındaki tüketicilerin öznel olasılık kütle dağılım fonksiyonları aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$\Phi_t^d = P(\pi_{it}^e = j | i = \text{Düşük Belirsizlik}) = \int_{f_{\min(j)}^d}^{f_{\max(j)}^d} p_d(\pi_{it}^e, \theta^d) dx, \quad j \in S_d$$

$$\Phi_t^y = P(\pi_{it}^e = j | i = \text{Yüksek Belirsizlik}) = \int_{f_{\min(j)}^y}^{f_{\max(j)}^y} p_y(\pi_{it}^e, \theta^y) dx, \quad j \in S_y$$

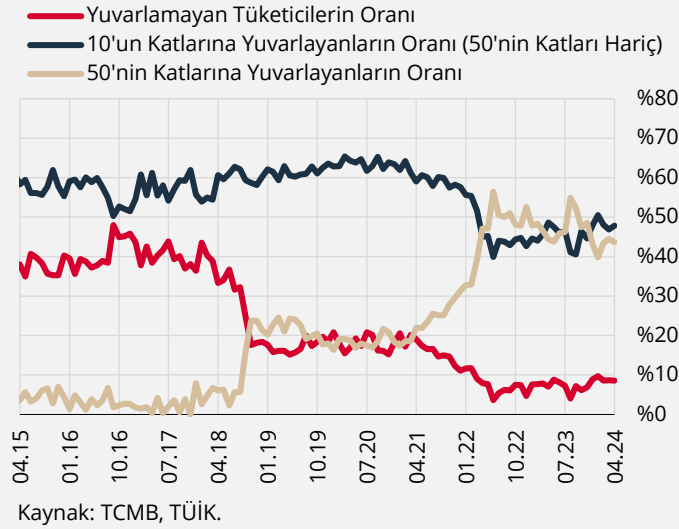
Herhangi bir t anında i tüketicisi için, Φ_t^d ve Φ_t^y sırasıyla düşük ve yüksek belirsizliklere ait olasılık dağılım kütle fonksiyonunu, π_{it}^e i tüketicisinin enflasyon beklentisini ifade etmektedir. S_d ve S_y ilgili belirsizlik grupları için cevap setini, $S_d = \{1, 2, 3, 4, 5, \dots\}$ ve $S_y = \{5, 10, 15, \dots\}$, göstermektedir. $f_{\min(j)}$ ve $f_{\max(j)}$ ise ilgili belirsizlik grupları için verilebilecek en düşük ve en yüksek tahmin değerleri için kullanılmaktadır. Son olarak, p_d ve p_y olasılık dağılım fonksiyonunu, $\theta = \{\theta^d, \theta^y\}$ ise dağılıma ait parametre setini ifade etmektedir. Her 5'in katı tahmin veren katılımcı tahminini 5'e yuvarlamadığı için, 5 ve 5'in katı tahmin veren tüketicilerin hangi grupta olduğu doğrudan gözlenememektedir. Buna bağlı olarak, her ay katılımcıların tahminleri $\Phi_t = (1 - \lambda_t)\Phi_t^d + \lambda_t\Phi_t^y$ iki karışımli olasılık dağılımından (mixture probability distribution) gelmektedir. Bu denklemde λ parametresi 5'in katlarına yuvarlayan, yani yüksek enflasyon beklentisi belirsizliğine sahip tüketicilerin oranını vermektedir. Karışımli olasılık dağılımı fonksiyonuna ait parametrelerin, λ ve θ , en büyük olabilirlik (maximum likelihood) kestirimleri beklenti maksimizasyonu (Expectation-Maximization) yöntemiyle tahmin edilmiştir. Kısaca, burada 5 ve 5'in katı şeklinde cevap verenlerin içinden yuvarlama davranışında bulunanların oranı tahmin edilmektedir.

Binder'in (2017) yöntemi tüketicilerin yanı sıra farklı kesimlerin enflasyon beklentilerinin ölçüldüğü anket sonuçlarına da uygulanmaktadır (Clements, 2020). Bu kutuda da İYA'da yer alan firma beklentilerindeki yuvarlama etkisi tahmin edilmiştir. Binder (2017) çalışmasından farklı olarak, firmalar iki farklı belirsizlik grubu yerine ondalık sayı tahmin verenler (yuvarlamayanlar), tam sayıya yuvarlayanlar (5'in katları hariç) ve 5'in katına yuvarlayanlar olarak 3 farklı grupta incelenmiştir. Böylece, düşük, orta ve yüksek enflasyon belirsizliğine sahip firmaların oranı tahmin edilmiştir.

Grafik 3: Firmaların Yuvarlama Davranışı (%)

Firma enflasyon beklentilerindeki belirsizlik, yuvarlama davranışı üzerinden incelendiğinde (Grafik 3), düşük belirsizliğe sahip yuvarlama yapmayanların (ondalık sayı tahmin edenler) oranı enflasyon oranlarında hızlı yükselişin yaşandığı 2018 ve 2021 yıllarında kalıcı olarak gerilemiştir. Öte yandan, yüksek enflasyon belirsizliğine sahip grubun (5'in katlarına yuvarlayanlar) payı 2018 yılının ikinci yarısında yüzde 15'ten yüzde 35'e yükselmiştir. 2018 yılındaki parasal sıkılaştırmanın ardından gelen dezenflasyon süreci ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin etkisiyle bu grubun payında iyileşme gözlenmiş ve 2019 yılında yüzde 20 seviyesine kadar gerilemiştir. 2021 yılı son çeyreğinden itibaren ise enflasyondaki artışla paralel olarak yüksek belirsizliğe sahip firmaların payı yükselişini sürdürmüş, 2023 yılı başında yüzde 71 seviyelerine ulaşmıştır. Son dönemde gözlenen ılımlı düşüşün ardından yüzde 63 seviyesine ulaşan bu grubun payı yüksek seviyelerini sürdürmektedir.

Farklı kesimlerin enflasyon beklentilerini karşılaştırmak amacıyla aynı yöntem Tüketici Eğilim Anketi'nden elde edilen tüketici enflasyon beklentilerine de uygulanmıştır. Tüketiciler daha yuvarlak sayıları tercih etmekte, bu açıdan aslında keskin bir şekilde enflasyon tahmin değerini vermekten ziyade yuvarlak bir rakam ile daha 'kategorik' olarak adlandırılabilir şekilde tahmin değeri söylemektedirler. Bu daha az keskin tahmin değerlerini incelemek için, tüketici beklentilerindeki yuvarlama etkisi mikro veride yaygın olarak gözlenen 10'un katları (50'nin katları hariç) ve 50'nin katları üzerinden hesaplanmıştır. Burada, düşük, orta ve yüksek belirsizliğe sahip tüketicilerin sırasıyla tam sayılara (10'un katları hariç), 10'un katlarına (50'nin katları hariç) ve 50'nin katlarına yuvarladıkları varsayılmıştır. Grafik 4'de gösterilen bu üç gruba ait payların seyri firma beklentilerindeki görünüme benzer şekilde 2021 yılı sonrasında yüksek belirsizlik grubunda artış olduğu, ancak geçtiğimiz dönemdeki son aylarda yüksek seviyesini korusa da bu grubun payında bir azalış olduğu dikkat çekmektedir. Ancak, firmalardan farklı olarak tüketicilerin tahminlerini daha yüksek değerlerin katlarına yuvarladıkları görülmektedir. Bu durum, enflasyonun seviyesinden bağımsız olarak, tüketicilerin enflasyon tahminlerini kesinlikten uzak ve tüketim sepetindeki yüksek fiyat artışı görülen ürünleri de kapsayacak şekilde daha geniş bir aralıkta ifade ettiklerini göstermektedir.

Grafik 4: Tüketicilerin Yuvarlama Davranışı (%)

Bu kutuda, firma enflasyon beklentileri incelenmiş, enflasyon beklentilerine ilişkin belirsizlikler Binder (2017) çalışmasında sunulan yöntem geliştirilerek tahmin edilmiştir. Tüketici beklentilerinde var olan yuvarlama davranışının firma beklentilerinde daha düşük kat değerlerine de olsa (50'nin katları yerine 5'in katları) gözlemlendiği değerlendirilmektedir. Ayrıca, her iki kesim için de enflasyon beklentilerinin hem seviyesi hem belirsizliğinin seyri dezenflasyon süreci için istenilen düzeylere gelmemiştir. TCMB, iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini mikro veriler üzerinden yakından takip etmeye devam edecektir.

Kaynakça

Binder, C. C. (2017). "Measuring uncertainty based on rounding: New method and application to inflation expectations". *Journal of Monetary Economics*, vol. 90(C), pages 1-12.

Bunn, P., Anayi, Lena., Bloom, Nicholas., Mizen, Paul., Thwaites, Greg., Yotzov, Ivan. (2022). "Firming up price inflation". NBER Working Paper No. w30505.

Clements, M. P. (2021). "Rounding behaviour of professional macro-forecasters". *International Journal of Forecasting*, 37(4), 1614-1631.