

## 3. Orta Vadeli Öngörüler

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

#### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

**Yılın üçüncü çeyreğinde büyüme kompozisyonunda hem üretim hem de harcama tarafında geçmiş çeyreklere kıyasla daha dengeli bir görünüm oluşmuştur.** GSYİH yılın üçüncü çeyreğinde çeyreklik olarak yüzde 0,3 artarken yıllık bazda artış yüzde 5,9 olmuştur. Yıllık büyümeye en çok katkı hizmetler sektöründen gelmeye devam ederken sanayi sektörü de dört çeyrek sonra ilk defa pozitif katkı vermiştir. Harcama yönünden ise yıllık büyümeye en büyük katkı özel tüketimin etkisiyle nihai yurt içi talep tarafından gelmiştir. Dördüncü çeyreğe ilişkin veriler, büyümenin ivmesi yavaşlamakla birlikte devam ettiğini göstermektedir. Bununla birlikte, iç talebin güçlü seyrini koruduğu gözlenmektedir. Reel kredi büyümelerine ilişkin göstergeler ticari ve tüketici kredilerinin uzun dönem ortalamalarına yakınsadığı göstermektedir. Ancak bireysel kredi kartlarındaki düşüş daha yavaş seyretmektedir. Bu gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde, çıktı açığı göstergeleri pozitif alanda kalmakla birlikte öngörülerimizle uyumlu şekilde kademeli bir gerilemeye işaret etmektedir (Kutu 3.1).

**2023 yılının dördüncü çeyreğinde tüketici enflasyonu ve B enflasyonu sırasıyla yüzde 64,8 ve 68,0 oranında gerçekleşerek bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının içinde kalmıştır.** İç talep yılın son çeyreğinde zayıflamakla birlikte canlı seyrini korumuştur. Ham petrol fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle küresel emtia fiyatlarında 2023 yılının son çeyreğinde gerileme görülmüştür. Öte yandan, yurt içi enerji fiyatlarında doğal gazda tüketim artışıyla bedelsiz limitlerinin aşılması sonucu yükseliş gözlenmiş ve doğal gaz fiyatları son çeyrekte yıllık tüketici enflasyonuna, öngörüldüğü gibi, yükseltici yönde katkıda bulunmuştur. Benzer şekilde, küresel gıda fiyatlarının gerilediği bir dönemde yurt içi gıda enflasyonu da bir önceki yıla göre yüzde 72,0 oranında artarak yılı manşet enflasyonun üzerinde tamamlamıştır. Son çeyrekte manşet enflasyon üzerinde vergi ve yönetilen fiyat kaynaklı etkilerin de devam ettiği görülmektedir. Deprem nedeniyle kamunun ek finansman ihtiyacını karşılamak üzere temmuz ayı sonrasında açıklanan düzenlemeler (akaryakıt dahil) ile vergi kalemi 2023 enflasyonunu toplamda 9,1 puan yukarı çekmiştir (Mercek Altı 2.6). Manşet enflasyon ve B endeksi enflasyonu yukarıdaki gelişmeler neticesinde yılı sırasıyla yüzde 64,8 ve 68,0 seviyelerinde tamamlamıştır (Tablo 3.1.1).

**2023 yılının son çeyreğinde enflasyonun ana eğilimine ilişkin göstergeler önemli bir yavaşlamaya işaret etmektedir.** Çekirdek göstergeler bir önceki Rapor öngörülerine kıyasla daha olumlu gerçekleşmiş; B ve C endekslerinin aylık artışları 2023 yılının ilk yarısında gerçekleşen artış eğilimlerinin altında kalmıştır. Ana eğilimdeki iyileşme büyük oranda temel mal fiyat gelişmelerinden kaynaklanmış; hizmet sektöründeki fiyat artışları ise yavaşlamakla birlikte devam etmiştir. Döviz kurundaki istikrarlı seyir, maliyet kaynaklı etkilerin enflasyona geçişinin üçüncü çeyrekte tamamlanması ve iç talepteki dengelenme yılın son çeyreğinde enflasyonun ana eğilimindeki gerilemede etkili olan başlıca unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Anket göstergeleri enflasyon beklentilerinin, kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere, yılın son çeyreğinde aşağı yönlü güncellendiğine işaret etmektedir (Kutu 3.2).

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

	2023-IV
Tüketici Enflasyonu	64,8
(Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	(65,2)
B Endeksi Enflasyonu	68,0
(Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	(67,2)

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

## Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

**Küresel büyüme görünümü bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerini ile uyumlu olarak zayıf seyrine devam etmektedir.** Sıklaşan finansal koşulların küresel ekonomi üzerindeki etkisi son çeyrekte belirginleşmiştir. 2023 yılının ilk yarısında büyümeyi sürükleyen hizmetler sektörü ikinci yarıda ivme kaybetmiştir. İmalat sanayi ise daha yatay bir seyir izlemiştir. Küresel büyümeye ilişkin öncü göstergeler büyümede ivme kaybının devam ettiğine işaret etmektedir. Euro bölgesi için zayıf görünüm devam etmiş; ABD ekonomisi ise, büyüme rakamlarının üçüncü ve dördüncü çeyrekte beklenenden yüksek gelmesi ile olumlu ayrılmıştır. Son olarak, Çin ekonomisi zayıf görünümünü korumaktadır. Bu gelişmeler ışığında, Türkiye'nin dış ticaret ortakları baz alınarak hazırlanan İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi tahminlerinin 2023 ve 2024 yılları için yüzde 1,7 ve yüzde 2,0 olan değerleri korunmuştur. 2025 yılı için ise Euro bölgesindeki toparlanmanın da katkısıyla yüzde 2,3 büyüme oranı öngörülmüştür.

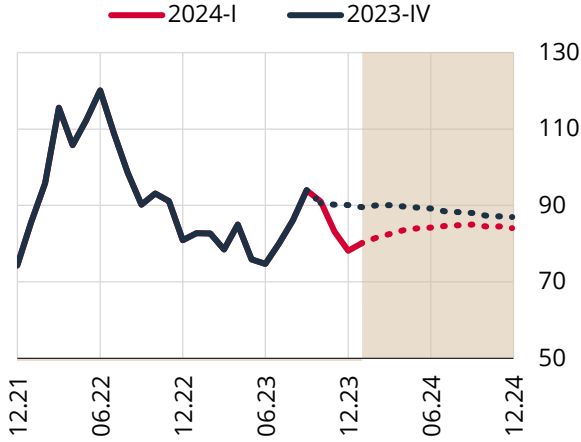
### **Talep koşulları ve enerji fiyatlarının katkısıyla küresel enflasyonda gerileme devam etmiştir.**

Enflasyondaki ılımlı seyrin etkisiyle birçok merkez bankası sıkılaştırma süreçlerini büyük ölçüde tamamlamıştır. Gelişmiş ülkelerde enflasyon oranlarında yılın son çeyreğinde gözlenen hızlı düşüşler faiz indirim beklentilerini öne çekmiştir. Bir önceki Rapor dönemine göre çekirdek enflasyon oranlarında da düşüş trendinin belirginleşerek yüzde 3,5-4 seviyelerine gerilediği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise faiz indirim süreçleri hızlansa da bu ülkelerin çoğunda enflasyon hala hedeflerin üzerinde seyretmektedir. Önümüzdeki dönemde, enflasyondaki olumlu görünümün devamına bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin genele yayılması olası görülmektedir. İşgücü piyasasındaki ılımlı normalleşmeye rağmen canlılığın devam etmesi ve enerji fiyatlarındaki jeopolitik dalgalanmalar ise risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Küresel enflasyonun hedeflerin üzerinde kalması nedeniyle merkez bankalarının indirim süreçlerini parasal sıklığı sürdüreceği ve enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürmeleri beklenmektedir. Nitekim, ECB ve Fed yetkililerinden gelen faiz indirim sürecinin piyasada fiyatlanana göre daha kademeli gerçekleşeceğine yönelik sözlü yönlendirmeler beklenen politika faizi patikasını bir miktar yukarı kaydırmıştır.

### **Emtia fiyatları jeopolitik gelişmelere rağmen enerji kalemlerinin katkısıyla aşağı yönlü seyretmiştir.**

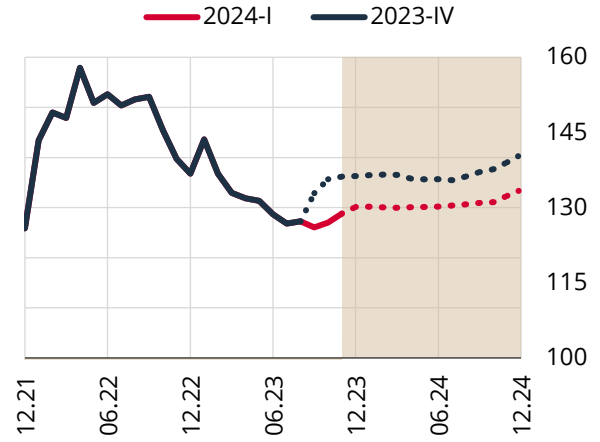
Petrol stok seviyeleri, finansal koşullar ve küresel büyümedeki zayıf seyrin etkisiyle son çeyrekte petrol fiyatlarında geri çekilme gözlenmiştir. Bununla birlikte jeopolitik gelişmeler, küresel büyüme görünümü ve OPEC+ ülkelerinin kararları fiyatlar üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskleri halen canlı tutmaktadır (Mercek Altı 2.1). Bu çerçevede, yıllık ortalama petrol fiyatı 2023 yılında bir önceki Rapor döneminde belirtilen varsayımın altında kalarak 82,7 ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 ve 2025 yıllarına ilişkin tahminlerde ise aşağı yönlü güncelleme yapılmış; petrol fiyatlarının ortalama 83,6 ve 81,2 ABD doları seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. (Grafik 3.1.1). Emtia ana endeksinde görülen gerilemeye rağmen endeks hala 10 yıllık ortalamasının üzerinde seyretmektedir. Tarımsal emtia endeksinde bir önceki çeyreğe kıyasla gözlenen gerilemeye endüstriyel emtia fiyatları eşlik etmeyerek, yatay bir seyir izlemiştir. 2023 yılında yüzde 11,6 oranında gerileyen ithalat fiyatlarının 2024 yılını ortalama yüzde 0,1 düşüş ve 2025 yılını ise ortalama yüzde 0,7 artış ile tamamlayacağı varsayılmıştır. (Grafik 3.1.2).

**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 büyük ölçüde 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.

**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 yukarı yönlü güncellenmiştir.** Gıda grubunda yıllık enflasyon 2023 yılını yüzde 72,0 ile manşet enflasyonun üzerinde tamamlayarak bir önceki Rapor varsayımlarının üzerinde kalmıştır. Önümüzdeki dönemde gıda enflasyonunun gerileyerek 2024 ve 2025 yıllarını yüzde 34,6 ve yüzde 15,0 düzeylerinde tamamlayacağı varsayılmıştır (Tablo 3.1.2).

**Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

	2023	2024	2025
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,7 (1,7)	2,0 (2,0)	2,3 (-)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	82,7 (84,2)	83,6 (88,7)	81,2 (-)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-11,6 (-10,0)	-0,1 (2,7)	0,7 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	72,0 (66,7)	34,6 (31,0)	15,0 (-)

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

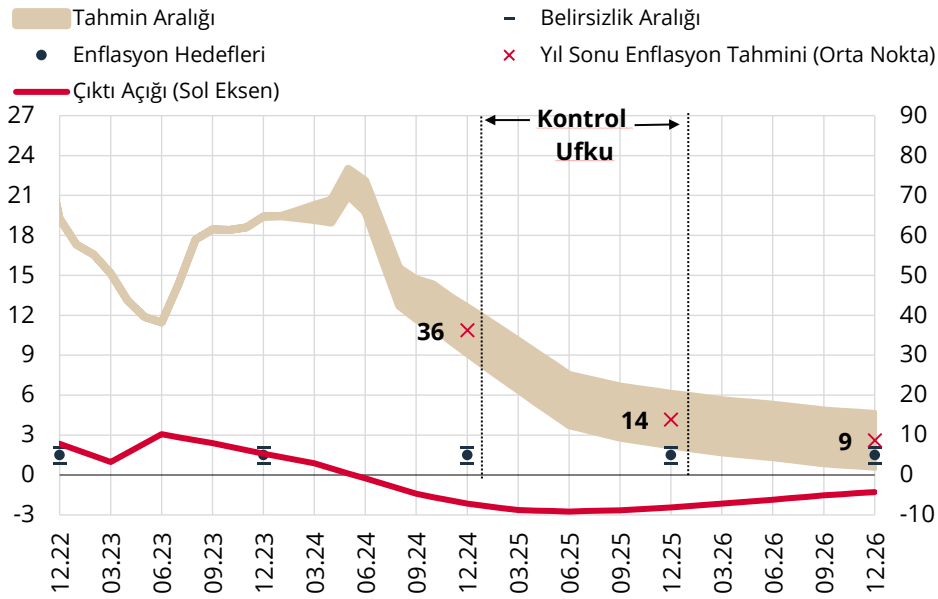
## 3.2 Orta Vadeli Görünüm

**Yıl sonu enflasyon tahmini 2024 için yüzde 36, 2025 yılı için yüzde 14 ve 2026 için yüzde 9 olarak korunmuştur.** Yıllık enflasyon 2023-IV Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının orta noktası ile uyumlu olarak 2023 yılı sonunda yüzde 64,8 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon ve tahminlere baz teşkil eden küresel büyüme varsayımları bir önceki Enflasyon Raporu dönemiyle benzer düzeylerde korunurken enerji fiyatlarındaki düşüşle birlikte emtia fiyatları aşağı yönlü olarak güncellenmiştir. Birim iş gücü maliyetleri 2024 yılı ücret artışlarına ilişkin gerçekleştirmelere bağlı olarak 2024 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde yükseltici etki yaparken enflasyon ana eğilimi azaltıcı etkide bulunmuştur. Bunun yanında, son dönemde ılımlı bir seyir izlemesine rağmen, jeopolitik gelişmelerin petrol fiyatları üzerinde oluşturacağı oynaklıklar ise enflasyon tahminleri üzerindeki belirsizlikleri canlı tutmaktadır.

**2024'ün ilk yarısında enflasyonda geçici yükselişlerin olacağı, ancak yılın ikinci yarısından itibaren enflasyonunun istikrarlı olarak gerileyeceği öngörülmektedir.** Politika faizinde yapılan güçlü artışın yanı sıra, makroihtiyati çerçevenin sadeleşmesi ile desteklenen miktarsal sıkılaştırma ve seçici kredi uygulamalarının etkileri finansal koşullara yansımaya devam etmektedir. Sıkılaştırma adımlarının da etkisiyle

kredi faizleri hedeflenen finansal sıkılık düzeyi ile uyumlu bir görünüm sergilemektedir. Enflasyonun ana eğilimine ilişkin göstergeler yavaşlarken enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin de devam edeceği öngörülmektedir. Orta vadeli tahminlerde, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği, miktarsal sıkılaştırma ile kredi arzında ve mevduat faizlerindeki oynaklıkları azaltacak makroihtiyati politikaların parasal aktarımı güçlendireceği ve gerekli olması halinde parasal sıkılık düzeyinin veri odaklı olarak güncelleneceği bir görünüm esas alınmıştır. Bu sıkı para politikası duruşunun bir önceki Rapor dönemine göre daha gecikmeli de olsa iç talepte dengelenme ve cari dengedeki kademeli iyileşme sürecini belirginleştireceği değerlendirilmektedir (Grafik 3.2.3). Söz konusu sıkı para politikası duruşu Türk lirası varlıklara olan talebin güçlenerek artmasına katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2024 yılı sonunda orta noktası yüzde 36 olmak üzere, yüzde 30 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).

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

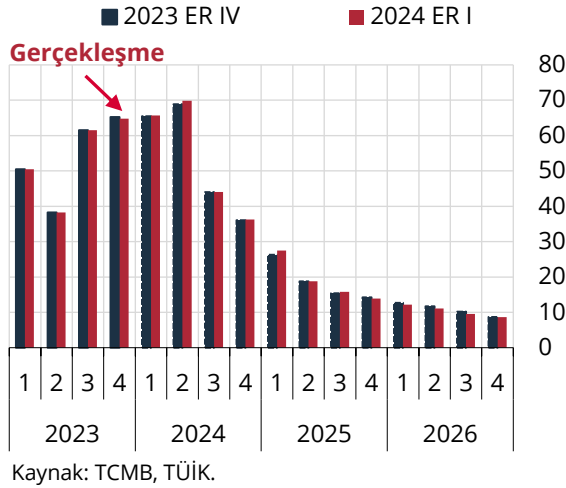
**Tablo 3.2.1: 2024 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları**

	2024
2023-IV ER Tahmini (%)	36
2024-I ER Tahmini (%)	36
<b>2023-IV Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	<b>0</b>
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)</b>	
Enflasyon Ana Eğilimi	-3,2
Birim İş Gücü Maliyeti	+1,5
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	+0,5
Çıktı Açığı	+0,4
Gıda Fiyatları	+0,9
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	-0,1

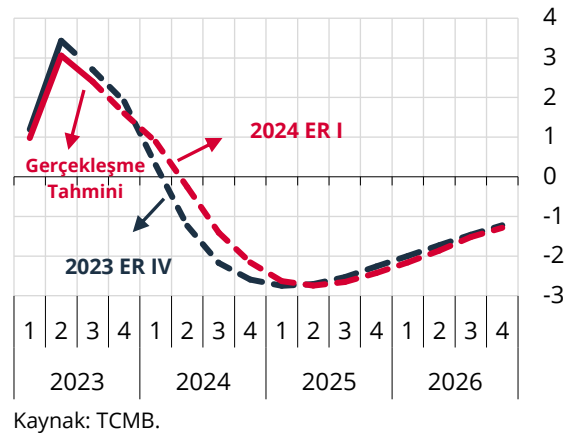
Kaynak: TCMB.

**2024 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 36 seviyesinde korunmuştur** (Grafik 3.2.2). 2024 yılı tahminimizi korumamızda bir dizi faktörün birbirini dengelemesi etkili olmuştur. Ücret ayarlamaları ve kamu harcamaları nedeniyle 2024 yılı birinci çeyreğinde çıktı açığının bir önceki Rapora göre daha yukarıda olacağı tahmin edilmiştir. Bu açıdan, sıkı para politikası ve maliye politikasının eşgüdümünün katkısıyla iç talepteki dengelenme sürecinin bir çeyrek kadar gecikmeli de olsa devam edeceği değerlendirilmektedir (Grafik 3.2.3). Bu görünüm altında, çıktı açığı tahmini güncellememiz 2024 yılı enflasyon tahminini 0,4 puan artırıcı yönde etkilemiştir. Buna ek olarak, öngörülenin üzerinde gelen ücret artışlarından kaynaklanan birim işgücü maliyeti yükselişi, tahmini 1,5 puan yukarı yönlü etkilemiştir. Gıda fiyatları ve Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarından gelen güncellemelerin toplamı ise 1,4 puandır. Yönetilen yönlendirilen fiyatlar, vergi yapısında gerçekleştirilen değişiklik sonrası bütün fiyatlarının bir önceki Rapora kıyasla daha sınırlı artacağı varsayımıyla, yıl sonu tahminlerini 0,1 puan aşağı yönlü etkilemiştir. Ayrıca, enflasyonun ana eğilimindeki iyileşmenin, tahminler üzerinde aşağı yönlü tesiri olmuştur. Öncelikle, parasal sıklığın fiyatlama davranışlarına yansımaları öngördüğümüzden daha güçlü olmuştur. Buna ilaveten, politika duruşunun ara hedefler doğrultusunda bir önceki raporda öngörülenden daha uzun süre korunacak olması da ana eğilime olumlu yansımaktadır. Dolayısıyla, ana eğilimdeki değişim, tahminleri 3,2 puan düşürücü olmuştur (Tablo 3.2.1).

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



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



**Tahminler, küresel büyüme görünümünün bir önceki Enflasyon Raporu dönemiyle uyumlu olduğu ve küresel enflasyondaki düşüşün hızlanmasına rağmen enflasyonun hedeflerin üzerinde kalmayı sürdüreceği bir görünüme göre oluşturulmuştur.** Son dönemde sıkı para politikasının etkileri daha belirgin şekilde ortaya çıkarken enflasyon gerçekleştirmeleri hedeflerin hala üzerinde seyretmektedir. Küresel enflasyon oranlarında görülen gerileme ve zayıf ekonomik görünüm ise gelişmekte olan ülkeler tarafından başlatılan faiz indirimlerinin genele yayılması beklentilerini artırmaktadır. Hedeflerin üzerinde seyreden enflasyon gelişmeleri göz önüne alındığında, merkez bankalarının faiz indirim süreçlerini parasal sıklığı koruyacak ve enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürmeleri beklenmektedir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde küresel finansal koşulların bir önceki Enflasyon Raporu döneminde öngörülenden bir miktar daha gevşek olacağı varsayılmıştır.

**2024 yılının ilk yarısında enflasyonda geçici yükselişler beklense de yılın ikinci yarısında dezenflasyon sürecinin belirginleşeceği öngörülmektedir** (Grafik 3.2.2). Mevcut Rapor döneminde enflasyonun ana eğilimine ilişkin göstergelerin yavaşladığı görülmektedir. 2024 yılında para politikasının etki alanı dışında kalan işlenmemiş gıda ve alkol-tütün, otomatik vergi güncellemeleri gibi unsurlardan enflasyona gelecek olan katkıların azalacağı öngörülmektedir. Ancak, yurt içi enerji fiyatlarında beklenen artışlar ve bedelsiz doğal gaz kullanımı uygulamasının oluşturduğu dönemsel etkiler nedeniyle 2024 yılının ilk yarısında aylık enflasyonda geçici yükselişler olacağı tahmin edilmektedir. Diğer yandan, ücret güncellemelerinin, maliyet kanalının yanı sıra, yılın ilk çeyreğinde talepteki düşüşün sınırlı kalmasında önemli bir rol oynayacağı değerlendirilmektedir. Ancak, 2024 yılında asgari ücretin yılın ikinci yarısında güncellenmeyecek olmasının, parasal sıklığın etkinliğini artırarak dezenflasyonist sürece önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir. Ayrıca, fiyatları zamana bağlı olarak belirlenen kalemlerin de etkisi ile aylık enflasyonun ocak ayında

tahminlerle uyumlu olarak yükseldiği görülmektedir. Ancak, enflasyonda görülen bu yükselişin şubat ayı itibariyle yavaşlayarak 2023 yılının son çeyreğindeki ana eğilim seviyesine yakınsayacağı tahmin edilmektedir. Parasal sıkılaştırmanın gecikmeli ve birikimli etkilerinin de devreye girmesi ile mayıs ayında enflasyonda tepe noktasının görüleceği tahmin edilmektedir. Temmuz ve ağustos aylarındaki baz etkisinin de katkısıyla yılın ikinci yarısında dezenflasyon sürecinin belirginleşeceği öngörülmektedir.

**Enflasyon tahminleri oluşturulurken dezenflasyonun tesisi için gerekli parasal sıkılık düzeyine ulaşıldığı ve bu düzeyin gerektiği müddetçe sürdürüleceği bir politika çerçevesi esas alınmıştır.** Tahminler, politika faizinin mevcut seviyesinin aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sürdürüleceği bir görünüm altında oluşturulmuştur. Güçlü parasal sıkılaştırma, seçici kredi ve sözlü yönlendirme politikaları ile enflasyon beklentilerinin kısa vadede Enflasyon Raporu tahminlerine orta vadede ise enflasyon hedefine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Ayrıca, enflasyondaki mevcut seviyelerin büyüme üzerinde büyük bir baskı oluşturmadan düşürülebilmesi için de enflasyon beklentilerinin iyileşmesi ve dağılımdaki belirsizliğin azalması önem arz etmektedir. Bütüncül politika yaklaşımı kapsamında faiz artırımının yanı sıra makro finansal istikrarı güçlendirecek şekilde atılan seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma adımları ile birlikte mevcut mikro- ve makroihtiyati çerçeve de sadeleştirilmektedir. Bu kararlarla, Türk lirası cinsinden finansal varlıklara olan talebin kalıcı ve sürdürülebilir bir şekilde artırılması, Türk lirası likidite fazlası ve tüketim talebindeki aşırılıkların dengelenmesi, döviz kurlarının istikrar kazanması ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinin artırılması hedeflenmektedir. Bu bağlamda, tahminlerde sterilizasyon araçlarının çeşitliliğini artırarak miktarsal sıkılaştırma adımlarının devam edeceği, kredi arzında ve mevduat faizinde gözlenebilecek oynaklıklara karşı makroihtiyati politikaların uygulandığı bir politika çerçevesi göz önünde bulundurulmuştur. Parasal sıkılığın fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda gerektiği müddetçe sürdürülecek olmasının ülke risk primindeki iyileşmeye de katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir. Ayrıca, 2024-2026 döneminde mali disiplinin korunacağı ve mali politikaların para politikası ile eşgüdüm içerisinde dezenflasyonist süreci destekleyeceği varsayılmaktadır.

**Parasal sıkılaştırma sürecinin finansal ve ekonomik koşullar üzerindeki etkilerine dair yapılan analizler, bankacılık sektörünün güçlü görünümünü koruyacağına işaret etmektedir.** Bankaların Türk lirası kredi ve menkul kıymet portföylerinin yaklaşık yarısının değişken faizli yapıda olması, sabit faizli Türk lirası menkul kıymetlerin ağırlıklı olarak faiz değişimlerinden etkilenmeyen itfa edilmiş maliyeti ile muhasebeleştirilmesi ve zorunlu karşılık uygulamalarının desteğiyle mevduat vadelerinin uzaması, sektörün faiz değişimlerine olan kırılganlığını azaltmıştır. 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

**Parasal sıkılaştırmanın iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin yeterince hızlı bir şekilde görülmemesi dezenflasyon sürecini zayıflatabilecektir.** Uygulanmakta olan sıkı para politikasının finansal koşullar üzerinde oluşturduğu etkiyle iç talep koşulları 2023 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren dengelenme sinyalleri vermektedir. İç talepteki dengelenmenin ithalat eğilimini zayıflatmasıyla cari dengeye, tüketimdeki aşırılıkları gidermesiyle talep kanalı üzerinden enflasyondaki düşüşe katkı vermesi beklenmektedir. Diğer taraftan, tüketici enflasyon beklentilerinin yüksek seyrinin tüketim eğilimi ve kredi talebi üzerinde oluşturabileceği riskler ile ücret ve mali politikaların etkisi iç talebin direnç kazanarak dengelenme sürecinin sekteye uğramasına neden olabilecektir.

**Hizmet fiyatlarındaki katılığın sürmesi ve enflasyon ana eğiliminin öngörülenden daha gecikmeli yavaşlaması enflasyon baskılarını canlı tutabilecektir.** Hizmet fiyatlarındaki atalet devam etmektedir (ER 2023-III Kutu 2.3). Hizmet fiyatlarındaki katılığın devam etmesi enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturacaktır. Son dönemde enflasyon ana eğilimindeki yavaşlamanın sekteye uğraması da enflasyon tahminleri üzerinde bir risk olarak değerlendirilmektedir.



**Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarındaki oynaklıklar enflasyon tahminleri üzerinde risk**

**oluşturmaktadır.** Jeopolitik riskler ve OPEC+ ülkelerinin üretim kesintisini sürdürmeleri petrol fiyatlarında oynaklıklara yol açmaktadır. Diğer yandan, küresel finansal koşullar ve başta Euro Bölgesi kaynaklı olmak üzere zayıf küresel büyüme görünümü emtia fiyatlarını aşağı yönlü baskılamaktadır. Bir önceki Enflasyon Raporu döneminde emtia fiyatları genele yayılan düşüşler gösterse de mevcut aşağı ve yukarı yönlü risklere bağlı oynaklığın devam edebileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, jeopolitik gelişmeler Türkiye'ye ilişkin risk algılamalarını da etkileyebilmektedir.

**2024 yılında küresel büyüme görünümünde zayıf seyrin devam edeceği beklenmektedir.** Finansal koşullardaki sıkılaştırmanın reel ekonomi üzerindeki etkileri belirgin şekilde gözlenirken öncü göstergeler hizmetler sektörü kaynaklı olmak üzere küresel büyüme görünümündeki zayıf seyrin sürdüğüne işaret etmektedir. Ayrıca, son dönemde yaşanan jeopolitik gelişmeler küresel büyüme görünümü üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır.

**Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim süreçleri küresel finansal koşullar üzerinde belirleyici olacaktır.** Enerji fiyatlarında son dönemde düşüş gözlenmesi, arz yönlü baskıların azalmaya devam etmesi ve küresel finansal koşulların talep üzerindeki sınırlayıcı etkisi küresel enflasyon oranlarında gerilemeye neden olmuştur. Bu duruma bağlı olarak, gelişmiş ülke merkez bankaları sıkılaştırma süreçlerini tamamlamış, küresel finansal piyasalarda gelişmiş ülkelerin faiz indirim sürecinin zamanlaması ve hızına dair belirsizlikler öne çıkmıştır. 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.

**Kullanılan sterilizasyon araçlarının çeşitliliği artırılarak miktarsal sıkılaştırma ile parasal sıkılaştırma süreci desteklenmeye devam edilmektedir.** Son dönemde piyasada oluşan likidite fazlası, zorunlu karşılıklar ve depo alım ihalesi araçlarıyla sterilize edilmektedir. Bu adımlarla, Türk lirası likiditesindeki aşırılıkların giderilmesi ve para politikası etkinliğinin artırılması hedeflenmektedir. Bu doğrultuda, likidite koşullarının parasal aktarım üzerindeki etkileri ve politika faizinin kısa, orta ve uzun vadeli piyasa faizleri ile, kredi ve mevduat faizlerine yansımaları yakından takip edilmektedir.

**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 3.2). Piyasa Katılımcıları Anketi verilerine göre orta vadeli enflasyon beklentileri hedeflenen düzeylerin üzerinde seyretse de son dönemde beklentilerin hem seviyesinde hem de dağılımında iyileşme görülmüştür. Enflasyon beklentilerindeki iyileşme fiyatlamaları kanalıyla enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü risklerin azaldığına işaret etmektedir.

**Deprem kaynaklı kamu harcamalarının finansmanı nedeniyle dolaylı vergiler üzerinden yapılacak ayarlamalar enflasyon üzerinde risk oluşturabilecektir.** Deprem kaynaklı kamu harcamalarının miktarı ve söz konusu harcamaların zamanlaması mali disiplinin korunması açısından önemli olacaktır. Mali disiplinin korunması fiyatlamaları davranışlarının çıpalanması, iç talepteki dengelenme ve ülke risk priminin gidişatı açısından önem arz etmektedir. Öte yandan, vergi gelirleri politikasında dolaylı vergilerin ağırlığının artması fiyatları hem doğrudan artırabilmekte hem de enflasyon beklentilerini bozarak dolaylı etkiler yaratabilmektedir. Bu açıdan, doğrudan vergilere yönelik reformlar yapılarak toplam vergiler içindeki ağırlığının artması dezenflasyon sürecini desteklemesi açısından önemli olacaktır.

**Asgari ücret, vergi ve yönetilen yönlendirilen fiyatlar, enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerinde etkili olmaktadır.** Asgari ücret ve kamudaki maaş ayarlamalarının düzeyi ve sıklığı üretim maliyeti ve talep kanalları ile enflasyon ve beklentiler üzerinde etkili olabilmektedir. Vergi ve yönetilen yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu olmaması enflasyon üzerinde baskı yaratabilmektedir. Enflasyon hedefine mümkün olan en kısa sürede ulaşmak için ekonomi politikalarının koordinasyonu kritik önem teşkil etmektedir.

**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"> <li>OPEC+ ülkelerinin kapasite altında üretimi sürdürmeleri ve ilave üretim kesintileri petrol fiyatları üzerindeki arz yönlü baskıları canlı tutmaktadır.</li> <li>Son dönemdeki jeopolitik gelişmelerin daha geniş bir alanı etkilemesi durumunda enerji fiyatı üzerinde yukarı yönlü risk oluşacaktır.</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>
Küresel finansal piyasalar ve makroekonomik görünüme dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sıkı para politikası izleyen gelişmiş ülke merkez bankalarında iyileşen çekirdek enflasyon ve ana eğilimlerine bağlı olarak sıkılaştırma döngüsünün sonuna gelinmiştir. Bu doğrultuda, gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim sürecine ilişkin beklentiler öne çekilirken gevşeme döngüsünün zamanlaması ve hızı üzerinde belirsizlikler devam etmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Küresel enflasyon oranları</li> <li>Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikası tepkisi</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi</li> <li>Küresel ticaret hacmi ve enflasyon gelişmeleri</li> <li>İthalat ve emtia fiyatları</li> </ul>
Talep koşulları	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yılın üçüncü çeyreğinde iç talepte öngörülen dengelenmenin başladığı ve dördüncü çeyrekte devam ettiği, ancak halen toplam talep koşullarının enflasyonist bir düzeyde bulunduğu değerlendirilmektedir. Ücret ve mali politikaların etkisiyle toplam talep koşullarındaki dengelenmenin gecikmesi hedeflenen dezenflasyon patikası üzerinde bir baskı oluşturabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yurt içi talep göstergeleri</li> <li>Perakende satış hacim endeksi</li> <li>Kartla yapılan harcamalar</li> <li>Beyaz eşya ve otomobil satışları</li> </ul>
Enflasyon beklentilerinin öngörülen tahmin aralığına yakınsamaması	<ul style="list-style-type: none"> <li>Orta vadeli enflasyon beklentilerinin, hem seviye hem de dağılım ölçülerine göre iyileşmesine rağmen, beklentilerin bulunduğu yüksek seviyeler enflasyon tahminleri üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Enflasyon beklentilerinde geçmişe endeksleme davranışına dair göstergeler</li> <li>Enflasyon beklentilerinin dağılımı</li> <li>Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> </ul>



<p>Hizmet fiyatlarındaki katılık ve enflasyonun ana eğilimi</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hizmet fiyatlarındaki katılığın devam etmesi enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturacaktır.</li> <li>Enflasyon ana eğilimi asgari ücret artışının yanında zamana bağlı fiyatlama eğilimi yüksek kalemlerin etkisiyle ocak ayında geçici bir artış kaydetmiştir. Genel ve asgari ücret ayarlamaları maliyet yönlü baskıları artırmakta ve fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hizmet fiyatlarının ataleti</li> <li>Vergi ayarlamaları</li> <li>Yönetilen yönlendirilen fiyatlar</li> <li>Asgari ücret ayarlamaları</li> <li>Reel birim işgücü maliyetleri</li> </ul>
<p>Parasal, finansal ve malî politikaların eşgüdümünün etkinliğine dair riskler</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Asgari ücret ve kamu çalışanlarının maaşlarında yapılan düzenlemeler iç talepteki dengelenme üzerinde risk yaratabilmektedir.</li> <li>2024 yılında asgari ücretin yılın ikinci yarısında güncellenmeyecek olmasının, parasal sıklığın etkinliğini artırarak dezenflasyonist sürece önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir.</li> <li>Doğrudan vergilere yönelik reformlar yapılarak toplam vergiler içindeki ağırlığının artması önemli olacaktır.</li> <li>Deprem kaynaklı kamu harcamaları nedeniyle yapılacak vergi düzenlemeleri özellikle dolaylı vergiler üzerinden yapılması durumunda enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.</li> <li>Ekonominin toparlanma sürecinde parasal, finansal ve mali politikaların yeterince eşgüdüm hâlinde bulunmaması cari işlemler dengesi, enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturmaktadır.</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>

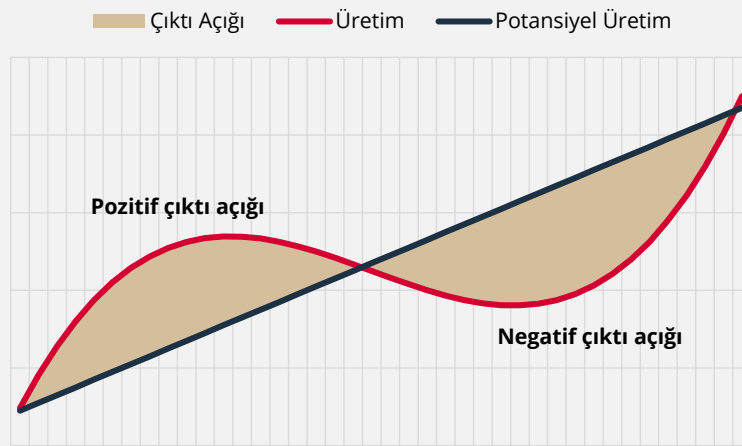
\* Tabloda verilen her bir risk satırında, söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda enflasyon tahminlerinin hangi kanal üzerinden ve ne yönde değişebileceğine dair değerlendirmeler verilmektedir. ↑, ↓ işaretleri enflasyon tahmini üzerindeki risklerin sırasıyla yukarı ve aşağı yönlü olduğunu göstermektedir. 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

### Çıktı Açığı

Ekonomideki talep yönlü gelişmelerin doğru bir şekilde ölçülüp zamanlı takip edilmesi enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankaları için para politikası açısından kritik önem arz etmektedir. Bu kapsamda, merkez bankaları mevcut üretim seviyesinin (y) potansiyel üretim düzeyine ( $y^p$ ) göre yüzde puan farkı olarak  $((y-y^p) / y^p \times 100)$  tanımlanan çıktı açığı<sup>1</sup> serilerini yakından takip etmektedir (Grafik 1). Para politikası açısından potansiyel üretim, teknoloji düzeyi veri iken emek ve sermaye faktörleri etkin kullanılarak enflasyonda bir artışa neden olmaksızın ulaşılması mümkün olan en yüksek üretim düzeyine karşılık gelmekte ve ek bir enflasyon yaratmayacak üretim düzeyini ifade etmektedir. Üretim seviyesinin potansiyelinden düşük (yüksek) olması, diğer bir ifadeyle çıktı açığının negatif (pozitif) olması, talep koşullarının dezenflasyonist (enflasyonist) etki yaratabileceğini göstermektedir. Diğer yandan, potansiyel çıktı düzeyi veri kabul edildiğinde çıktı açığının seviyesindeki değişim de büyümenin potansiyele göre hangi seviyede olacağına dair bilgi sunmaktadır. Örneğin çıktı açığının azalması büyümenin o döneme denk gelen potansiyel büyüme oranının altında kalacağına, artması ise büyümenin potansiyelin üzerinde gerçekleşeceğine işaret etmektedir. Çıktı açığı ayrıca, iş çevrimi literatüründe üretimin potansiyelinin üstüne doğru hareket ettiği yükseliş/aşırı ısınma (boom) ve altına doğru hareket ettiği düşüş/durgunluk (bust) dönemlerini ayırtırmak için de sıklıkla kullanılmaktadır.

**Grafik 1: Potansiyel Üretim ve Çıktı Açığı**



### TCMB Tarafından Takip Edilen Çıktı Açığı Göstergeleri

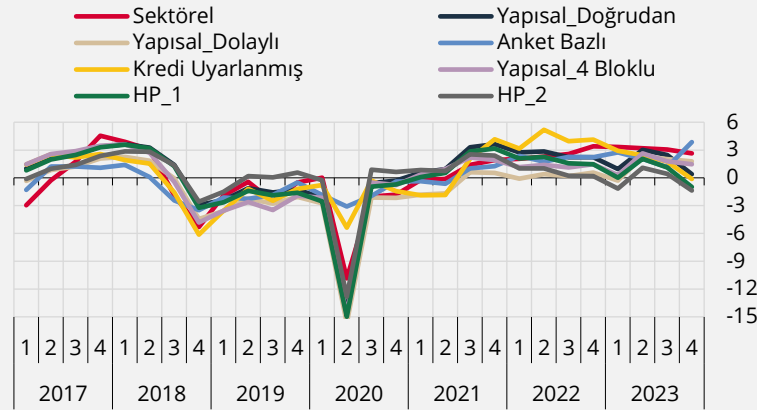
Ekonomideki potansiyel üretim veya çıktı açığı gerçekleştirmeleri doğrudan gözlenemeyen değişkenler olduğu için uygulamada alternatif yöntemlerle tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, söz konusu değişkenlerin tarihsel düzeyleri çeşitli istatistiksel filtreleme yöntemleri kullanılarak yapılan hesaplamaların yanı sıra, üretim fonksiyonu ve yapısal modeller gibi tahmin yaklaşımları ile de oluşturulabilmektedir. Öte yandan, özellikle anket göstergeleri üzerinden, kapasite kullanım oranı gibi, tanımı gereği doğrudan talep koşullarının potansiyeline göre eğilimine işaret eden göstergelerden de faydalanılmaktadır.

TCMB bünyesinde çıktı açığının tarihsel düzeyini tahmin etmek için oluşturulan göstergeleri üç başlık altında toplamak mümkündür. İlk grup istatistiki yöntemlere dayanmaktadır. Bu grupta dört gösterge yer almaktadır. İlk iki gösterge, Gayrisafi Yurt İçi Hasıla serisinin Hodrick Prescott (HP) filtresinden iki farklı düzleme parametresi kullanılarak geçirilmesiyle elde edilmektedir. Bu grupta yer alan diğer göstergede ekonometrik modellerden elde edilen katsayılar kullanılarak HP filtresinden elde edilen çıktı açığı serisi net kredi kullanımı serisiyle zenginleştirilmektedir. Bu grupta yer alan son göstergeye

sanayi üretim endeksi alt gruplarının HP filtresinden geçirilerek karşılık geldikleri enflasyon serisi ağırlıklarıyla toplulaştırılmasıyla ulaşılmaktadır.<sup>2</sup> İkinci grupta tek gösterege yer almaktadır. Bu gösterege anket verilerinden ve öncü göstergelerden yapısı itibarıyla çıktı açığı özelliği taşıyan serilerin birleştirilmesine dayanmaktadır. Bu gösteregede, kapasite kullanım oranı, birikmiş işler gibi anket verilerinin yanı sıra ofis doluluk oranı, uçak doluluk oranı gibi seriler kullanılmaktadır.<sup>3</sup> Üçüncü grupta ise genel denge modellerinden elde edilen seriler yer almaktadır. Bu modeller Yeni Keynesyen yapıda olup Phillips denklemi, Taylor kuralı, dinamik IS gibi temel denklemleri kullanılmaktadır. Modeller işgücü bloğuna sahip olup olmama; parametre seçiminde kalibrasyon veya Bayesçi tahmin yaklaşımı kullanma; doğrudan çıktı açığı tahmin etme ya da iç talep açığı, ihracat açığı gibi bileşenlerden toplama gitme gibi özellikler bakımından farklılaşmaktadır.<sup>4</sup> Çıktı açığı gözlenemeyen bir değişken olduğu için burada bahsi geçen yaklaşımların kendine has belirsizlik aralıkları da oluşabilmektedir.

Yukarıda kısaca tanıtılan gösteregeler örneklem sonu sapması, güncellemelerden etkilenme, iktisadi tutarlılık gibi özellikler bakımından ayrışmakta, dönem dönem farklı sinyaller verebilmektedir. Bu bağlamda, sekiz ayrı gösteregeden tarihsel çıktı açığı serisi oluşturulmaktadır. Bu gösteregenin seviyesi kadar altta yatan serilerin birbirleriyle ne ölçüde ortak hareket ettikleri talep koşullarının analizi açısından büyük önem arz etmektedir. Örneğin, son dönemlerde seriler arasındaki ayrışmanın arttığı dikkat çekmektedir (Grafik 2). Bu durum çıktı açığının seviyesine ilişkin belirsizliğin arttığına işaret etmektedir.

**Grafik 2: TCMB Çıktı Açığı Gösteregeleri**



Çıktı açığının tarihsel düzeylerinin üretilmesinde kullanılan gösteregeler, açıklanan son GSYİH verisinden sonra takip eden çeyreği içerecek şekilde üretilmekte, bu açıdan GSYİH'nin şimdi tahmin (nowcast) ve kimi zaman da sonraki çeyrek (forecast) tahminlerini kullanmaktadır. Anket ve öncü gösteregelere dayanan yöntemde açıklanmış olan serilere yer verilirken diğer gösteregeler oluşturulurken kısa dönemli tahminler için hazırlanan varsayım seti kullanılmaktadır. Büyüme verisi olmayan dönem için çıktı açığı gösteregesinin uzatılması talep koşullarına ilişkin güncel bilgi sağlamanın yanı sıra orta vadeli tahminlere başlangıç noktası oluşturması açısından da önemli bir rol oynamaktadır. Burada vurgulanması gereken husus gözlenemeyen bir değişken olan çıktı açığının, içinde bulunulan çeyrek ve geçmiş çeyreklere denk gelen değeri üzerinde belirsizliğin söz konusu olduğudur.

<sup>1</sup> Çıktı açığı tanımı kimi zaman iki dönem arasındaki büyüme oranının potansiyel büyüme oranından farkı, bir diğer ifade ile  $(\Delta y/y) / (\Delta y^p/y^p)$ , ile karıştırılabilmektedir. Çıktı açığı burada anlatıldığı gibi mevcut üretim seviyesinin (y) potansiyel düzeyine ( $y^p$ ) göre yüzde puan farkı olarak  $(y-y^p)/y^p * 100$  tanımlanmaktadır.

<sup>2</sup> Bu gruptaki çalışmalar için:

Çelgin, A., Yılmaz, T. (2019). Sektörel Çıktı Açığı. TCMB Ekonomi Notları 19-10.

TCMB Enflasyon Raporu (2020). Talep Koşullarının Enflasyona Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme. 2020-IV, Kutu 2.3.

<sup>3</sup> Coşar Erdoğan, E. (2018). Türkiye Ekonomisi için Güncellenmiş Doğrudan Çıktı Açığı Gösteregesi. TCMB Çalışma Tebliği 18/04.

<sup>4</sup> Bu kapsamdaki çalışmalar için:

Gökcü, M. (2021). Çok Değişkenli Bir Filtre Kullanarak Türkiye için Zamanla Değişen Potansiyel Büyüme ve Enflasyonu Hızlandırmayan İşsizlik Oranının Tahmin Edilmesi. TCMB Çalışma Tebliği 21/39.

TCMB Enflasyon Raporu (2018). Çıktı Açığının Talep Bileşenlerine Ayrılması. 2018-III, Kutu 4.1

## Tahmin ve Politika Analizi Sisteminde Çıktı Açığının Rolü

Önceki kısımda çıktı açığının tarihsel değerlerini oluşturmada kullanılan yöntemlerden bahsedilmiş ve tarihsel değerleri üzerinde belirsizlik olduğu üzerinde durulmuştur. Bu kısımda ise TCMB'nin orta vadeli tahmin ve politika analizi sistemi açısından çıktı açığının rolü ve uygulamada nasıl kullanıldığı üzerinde durulacaktır. TCMB orta vadeli tahminlerini (yarı) yapısal genel denge modellerini de içeren tahmin ve politika analiz sistemini kullanarak oluşturmaktadır. Bu bölümde, çıktı açığının bu tip modeller açısından düşünüldüğünde ne anlam ifade ettiği üzerinde basitleştirilmiş bir biçimde durulacak, daha sonra da teorik çerçevede görece daha kolay anlatılabilen çıktı açığı kavramının pratik uygulamada belirsizlik içeren bir kavram olduğuna kısaca değinilecektir.

Bilindiği gibi para politikası konjonktürel, diğer bir ifadeyle iş çevrimi ve finansal çevrimlere ilişkin olumsuz etkileri hafifletmek amacıyla uygulanan politikalar arasındadır. Yapısal modeller, para politikasının etkisini analiz etmek amacıyla kullanıldığında, modelde reel kur, üretim düzeyi gibi birçok değişken, 'açık' kavramı ile tanımlanmaktadır. Düzeyin eğilim veya potansiyelinden yüzde puan sapmasını gösteren 'açık' kavramı ekonominin iş çevrimi ve finansal çevrimlerde bulunduğu yere dair daha fazla bilgi sunmaktadır. Bu açıdan üretim düzeyi de modele çıktı açığı olarak girmekte ve modellerden alınan projeksiyonlar da çıktı açığı şeklinde elde edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, bu modellerin tahmin sonucu çıktı açığı olmakta ve bu tip modellerden doğrudan bir ekonomik büyüme tahmini alınmamaktadır. Bu tip yapısal modellerde çıktı açığı ekonomideki toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde bir baskı yaratıp yaratmadığını göstermektedir. Bu açıdan, hanehalkının tüketim, tasarruf ve portföy tercihleri toplam talebin belirleyicilerinden biridir. Diğer iktisadi birimler de kur, faiz, enflasyon gibi değişkenlerle ilgili beklentilerine göre toplam talebin diğer bileşenlerini oluşturmakta, böylece toplam talebin potansiyel üretime kıyasla düzeyine göre çıktı açığı belirlenmektedir. Çıktı açığı da işgücü piyasası, dış ticaret, finansal kararlar ve fiyatlama davranışları üzerinden ücretler, kur, faizler ve enflasyonu etkilemektedir.

Çıktı açığının parasal aktarımdaki rolünü basitçe<sup>5</sup> anlatmak için hanehalkının tüketim, tasarruf ve portföy tercihlerini nasıl belirlediklerine odaklanılacaktır. Hanehalkı, tüketim ve tasarruf arasında tercih yaparken şu an tüketim yaparak kazanacakları fayda ile tasarruf yapıp gelecekte alabilecekleri mal ve hizmetlerin risk ve zaman değerine göre uyarlanmış faydasını karşılaştırmaktadır. Hanehalkı, eğer tasarruf yaptıklarında elde edebilecekleri reel getiri yeterince fazla ve beklemenin riski yeterince az ise şu an tüketmek yerine daha fazla tasarruf etmeye meyilli olurlar. Portföy tercihi yaparken ise ekonomideki birimler, Türk lirası cinsinden yatırım araçlarının risk ve reel getirisinin yabancı para cinsinden yatırım araçlarınıninkinden daha olumlu olduğunu düşünürlerse Türk lirası cinsinden finansal yatırım araçlarını seçeceklerdir. Para politikası, aktarım mekanizması vasıtasıyla beklentileri ve Türk lirası cinsi varlıkların getirilerini değiştirerek bu iki kararı etkilemektedir. Hanehalkı portföy tercihleri, yurt dışı yerleşikler de dahil olmak üzere diğer ekonomik birimlerin portföy tercihleri ile birleşip, döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır. Döviz kurları da dış ticaret, döviz kuru geçişkenliği ve beklentiler vasıtasıyla iktisadi faaliyet ve enflasyonu etkilemektedir.

Çıktı açığının seviyesinde toplam talebin yanı sıra potansiyel üretim düzeyi de belirleyici olmaktadır. Hanehalkı özelinde bakıldığında tasarrufların potansiyel üretim düzeyi üzerinde önemli etkisi bulunmaktadır. Tasarruflar basitleştirilmiş bir anlatım<sup>6</sup> ile ekonomideki yatırımları finanse etmek için kullanılmaktadır. Dolayısıyla tasarruflar azalırsa yatırımlar azalacak ve talebi karşılayacak üretim düzeyine ulaşamayacaktır. Faiz, kur ve enflasyon ile bu değişkenlerin gelecekteki seyrine dair beklentiler çerçevesinde karar alan hanehalkı, (aşırı) tüketim yapmayı seçerse tasarruflar azalacak ve

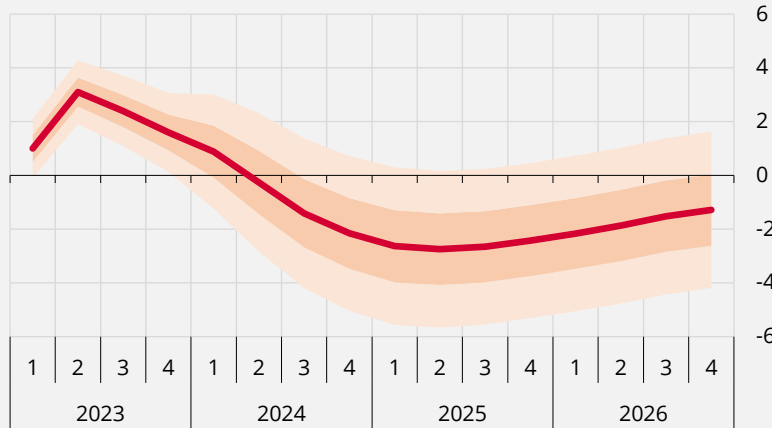
<sup>5</sup> Bu kısımda çıktı açığının yapısal modellerdeki işlevi, parasal aktarım mekanizmasının temel kanalı olan talep kanalı ve basitleştirilmiş kur kanalı çerçevesinde sadece hanehalkının temel kararları baz alınarak anlatılacaktır. Yapısal modellerde çıktı açığı ve diğer makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileşim burada anlatıldığından çok daha karmaşık ve birbirlerini aynı anda etkileyecek şekilde çok yönlü bir genel denge kavramı ile oluşmaktadır. Ancak pedagojik açıdan burada temel bazı kanallar seçilerek ve basitleştirilerek anlatılmaktadır.

<sup>6</sup> En basit şekilde, kapalı bir ekonomide yatırımlar ile tasarruflar arasında birbir bir ilişki vardır. Diğer bir ifadeyle, tasarruflar yatırımların yegane kaynağı, gelecekteki büyümenin de asli unsurlarından birisidir. Dışa açık bir ekonomide ise yatırımlar ile tasarruf arasındaki fark dış ticaret açığı ile kapatılabilmektedir. Dolayısıyla, dış ticaret dengesi ve yatırımların sürdürülebilirliği bakımından hanehalkı tasarrufları önemini korumaktadır.

üretimi ayakta tutmak için gerekli olan yatırım harcamaları yapılamayacağı için potansiyel üretim de sekteye uğrayacaktır. Bu durumda oluşan aşırı tüketim, ekonomiyi ısıtarak, hem dış ticaret dengesini olumsuz etkileyecek hem de ücretler ve enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturacaktır. Aşırı olan bu talep düzeyi pozitif çıktı açığını imâ etmekte ve enflasyonu artırmaktadır. Bunun yanında doğrudan sermaye yatırımları, emtia fiyatlarında düşüşler, üretim faktörlerinde niceliksel artışlar ya da yüksek verimlilik artışları olduğunda ekonominin potansiyel üretim düzeyi geçici olabilese de artmakta ve bu sayede enflasyon yaratmadan karşılanabilecek talep miktarı yükselmektedir. Böyle bir durumda talep düzeyi sabitken enflasyon yaratmayan üretim düzeyi artarsa çıktı açığı (bir önceki değerinin 0 olduğu basitleştirici varsayım altında) negatif olmaktadır.

Teorik olarak görece kolay anlatılan talebin aşırı olması ya da enflasyon yaratmayan üretim düzeyi gibi kavramlar gerçek hayatta gözlenemediği için çıktı açığının hem işareti hem de büyüklüğü konusunda belirsizlikler oluşmaktadır. Ayrıca, ekonomide enflasyon yaratmayan büyüme düzeyinin uzun vadeli değerleri ile kısa ve orta vadeli değerleri arasında farklılıklar oluşabilmektedir. Potansiyel büyüme oranı uzun vadede demografi, ortalama verimlilik artışı, üretim kaynaklarının artış hızı gibi yapısal faktörlere bağlı iken kısa/orta vadede özellikle gelişmekte olan ülkelerde oynaklığı yüksek olan dönemlik verimlilik artışı, sermaye hareketleri ve ulusal para cinsinden emtia/ithalat fiyatlarına bağlı olabilmektedir. Sermaye akımlarının görece yüksek, emtia fiyatlarının ılımlı ve verimlilik artışlarının güçlü olduğu bir dönemde dezenflasyon görece yüksek bir büyüme ile sağlanabilmektedir. Çünkü böyle dönemlerde enflasyon yaratmayan çıktı düzeyi (geçici olarak) artabilmekte, dolayısıyla çıktı açığı da negatif düzeye geçebilmekte ve/veya negatif düzeylerde kalabilmektedir. Bu durum özellikle gelişmekte olan ülkelerde, çıktı açığının ima ettiği büyümenin farklılaşabileceğini ve para politikasının enflasyon-büyüme ödünleşiminin de dönemsel olarak değişken olabildiğini göstermektedir.

### Grafik 3: Çıktı Açığı Tahminleri Belirsizlik Aralığı\*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Çıktı açığının tahmin aralığı içinde olma olasılığı koyu renk taralı alan için yüzde 30, açık renk taralı alan için yüzde 60'tır.

Nitekim Merkez Bankası nezdinde tahmin ve politika analizinde kullanılan modeller hem enflasyon yaratmayan çıktı düzeyi hem de çıktı açığı üzerinde tarihsel veriler ve geleceğe ilişkin projeksiyonlarda geniş bir belirsizlik aralığı olduğuna işaret etmektedir. Bu kutuda anlatılan kavramların netleşmesi amacıyla Enflasyon Raporu'nda Orta Vadeli Öngörüler bölümünde yer alan çıktı açığı tahminleri için yüzde 60 anlamlılık düzeyine denk gelen bir yelpaze grafiği Grafik 3'te paylaşılmıştır. Çıktı açığı etrafındaki tahmin aralığının genişliğine potansiyel üretim düzeyinin kendisine ait belirsizlik de eklendiğinde çıktı açığının imâ ettiği büyüme düzeyinin belirsizlik aralığı bilgi değeri azalacak kadar geniş olmaktadır. Dolayısıyla Enflasyon Raporu'ndaki tahminler, para politikasının talep üzerinde amaçlanan/tahmin edilen dengeleyici etkisini simgeleyen baz bir çıktı açığı düzeyi ile birlikte paylaşılmakta, çıktı açığındaki yüksek belirsizlik ya da enflasyon yaratmayan çıktı düzeyi ile ilgili iletişim kurulmamaktadır. Çıktı açığı iletişiminde hedeflenen, para politikası kararları ve beklenen diğer ekonomik gelişmeler ışığında merkez bankasının talebi ne şekilde etkilemek niyetinde olduğudur. Gelecekte pozitif düzeylerden negatif düzeylere gelen bir çıktı açığı, merkez bankasının para politikası ile talebi dengeleyeceği, hanehalkını tasarruf etmeye teşvik edeceği, bu sayede ileride sürdürülebilir

büyüme oranına ulaşılmasını sağlayacağı şeklinde yorumlanmalıdır. Merkez bankaları çıktı açığının imâ ettiği talep koşullarına ulaşıp ulaşılmadığını, açıklanan her yeni veri ile analiz etmekte ve enflasyon tahmin patikasına ulaşacak şekilde para politikası kararları vermektedir. Çıktı açığının seviyesi ve değişimi kadar özel tüketim ve tasarrufa ilişkin göstergeler ile beklentilerin para politikasının amaçladığı şekilde evrilmesi de önem kazanmaktadır. Bu açıdan söz konusu göstergeler yakından takip edilmektedir. Elbette ki para politikasının etki alanı dışında olan veya öngörülemeyen çeşitli şoklar fiyatları ve talebi beklenmedik biçimde şekillendirebilmektedir. Böyle bir durumda merkez bankalarının üzerine düşen para politikasının gecikmeli ve birikimli etkilerini de göz önünde bulundurarak doğru ve etkin bir iletişim ve politika stratejisi tesis etmektir.



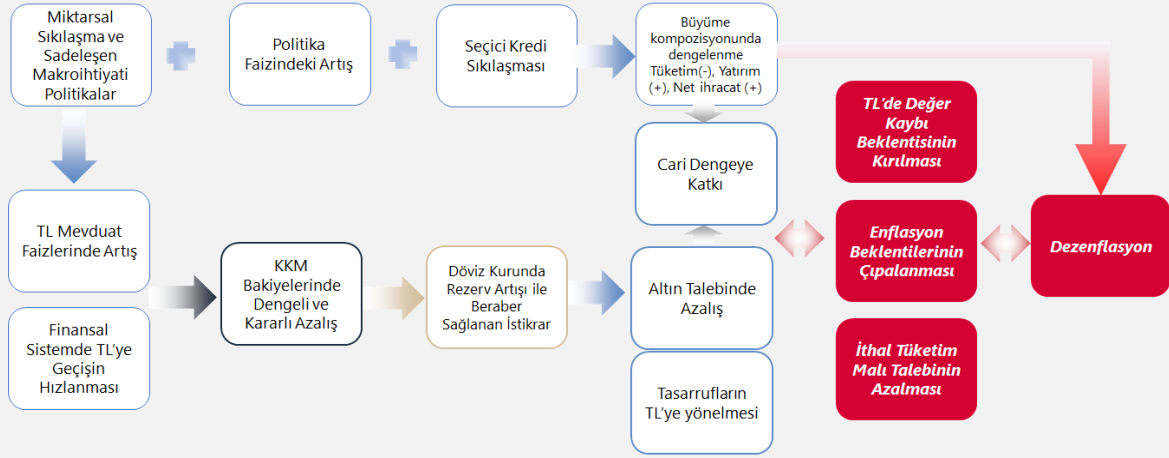
## Kutu 3.2

### Parasal Aktarım Mekanizması ve Dezenflasyon Sürecinin Anahtar Göstergeleri

TCMB enflasyon ve enflasyonun ana eğilimine ilişkin anahtar göstergeleri yakından takip ederek, politika araç setini fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda enflasyonda kalıcı düşüşü sağlayacak ekonomik ve finansal koşulları oluşturacak şekilde kararlılıkla kullanmaktadır. Bütünleşik politika yaklaşımı kapsamında, faiz artırımının yanı sıra alınan seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma kararları mikro- ve makroihtiyati çerçevenin sadeleştirilmesi ile desteklenmektedir. Enflasyonun gelecekteki seyrini yakından belirleyecek olan tüketim talebindeki aşırılıkların dengelenmesi, Türk lirası cinsinden finansal varlıklara olan talebin artırılması, enflasyon beklentilerinin çıpalanması ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinin kalıcı bir şekilde artırılması hedefleri ile uyumlu parasal sıkılık düzeyine ulaşıldığı, parasal sıkılığın ise gerektiği müddetçe sürdürüleceği değerlendirilmektedir.

Parasal aktarım mekanizması, para politikasının enflasyonu hangi kanallar aracılığıyla ve ne ölçüde etkilediğini açıklayan bir kavramdır. Dezenflasyon süreci, politika faizinin ve diğer para politikası araçlarının yurt içi talep, döviz kurları, finansal piyasalar, krediler ile enflasyon beklentileri gibi farklı kanallar üzerindeki etkinliği ile tesis edilebilmektedir. Bu nedenle, dezenflasyon sürecinin başarılı bir şekilde yürütülebilmesi için gerekli olan para politikası duruşunun belirlenebilmesinde aktarım kanallarının etkinliğinin detaylı analiz edilmesi kritik bir öneme sahiptir. Bu kutuda, 2024 yılında dezenflasyonu sağlaması beklenen ve Şekil 1'de gösterilen talep ve finansal değişkenlerle ilgili aktarım kanallarının etkinliğine odaklanılmaktadır.

#### Şekil 1: Temel Parasal Aktarım Mekanizması\*



\* Kutuda öne çıkan aktarım kanallarını içerecek şekilde sadeleştirilmiştir.

Parasal sıkılaştırmanın ve makroihtiyati politikaların finansal koşullara yansımalarıyla birlikte iç talebin dengelenmesi beklenmektedir. Faiz artırımının yanı sıra miktarsal sıkılaştırma ve seçici kredi uygulamalarının etkisiyle büyümenin kompozisyonunun tüketim yerine yatırımlara kayması hedeflenmektedir. Dengelenen iç talebin ithalatı azaltarak net ihracatın katkısının artacağı bir büyüme kompozisyonuna dönüşeceği öngörülmektedir. Altın ithalat talebinin azaltılması yoluyla ise makul bir oranda ithalat artışı sağlanması hedeflenmektedir. Bu sayede, enflasyondaki aşırılığın büyüme üzerinde büyük bir baskı oluşturmadan giderilebilmesi mümkün olmaktadır. Bu durumun hem döviz kuru beklentilerini iyileştirmeye hem de enflasyon beklentilerini çıpalamaya katkı sağlaması beklenmektedir.

Sıkılaştırma adımlarının Türk lirası cinsi finansal varlıklara olan talebi kalıcı bir şekilde arttırarak parasal aktarım mekanizmasını güçlendirmesi beklenmektedir. Ayrıca, kararlı bir şekilde uygulanan parasal sıkılaştırma süreci ile birlikte iyileşecek cari işlemler dengesinin ve finansman koşullarının döviz

piyasasındaki istikrarı destekleyerek kur ve enflasyon beklentilerine de olumlu yansıtacağı değerlendirilmektedir. Öte yandan, Türk lirası varlıklara olan talebin artmasıyla bir değer saklama aracı olarak görülen altına olan talebin azalacağı öngörülmektedir. Bu durumun cari işlemler dengesindeki iyileşmeyi güçlendirmesi ve büyüme kompozisyonundaki dengelenmeyi de desteklemesi beklenmektedir.

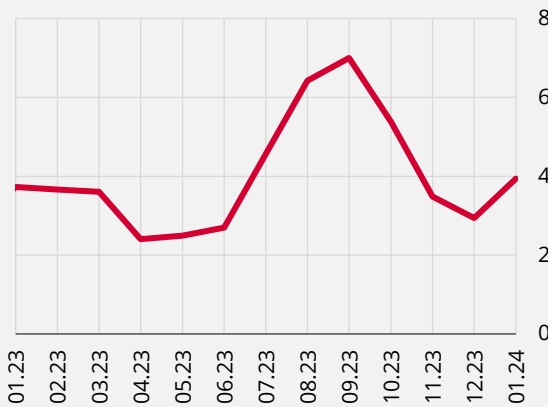
Parasal sıkılaştırmanın finansal koşullara yansımalarıyla birlikte 2024 yılında dezenflasyonun tesisi için gerekli parasal sıkılık düzeyine ulaşıldığı düşünülmektedir. Piyasa faiz oranlarının sıkı para politikası hedefleriyle uyumlu bir seyir izlemesi, Türk lirası cinsi mevduatların artmasını ve döviz cinsi ve döviz korumalı mevduatların ise azalmasını beraberinde getirmektedir (Grafik 4). Kredi faizleri de hedeflenen finansal sıkılık düzeyi ile uyumlu bir görünüm sergilemektedir (Grafik 3). Ücret güncellemelerindeki beklenti kaynaklı olarak aralık ayında kredi büyümesinde bir artış gözlemlense de yıllık kredi büyümesindeki normalleşme devam etmektedir (Grafik 5). TCMB rezervlerindeki artış eğilimi sürmektedir (Grafik 6).

Son dönemdeki fiyat indirimleri ve kampanyalar talepteki düşüşü sınırlasa da parasal sıkılaştırmanın finansal koşullara yansımalarıyla 2023 yılının üçüncü çeyreğinde başlayan iç talep göstergelerindeki dengelenme ve altın dengesindeki iyileşme eğilimi devam etmektedir (Grafik 2). Buna karşın, ücret güncellemelerinin talepteki düşüşü ilk çeyrekte bir miktar sınırlayabileceği değerlendirilmektedir.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, enflasyonun ana eğiliminde gerileme gözlenmektedir. Bununla birlikte, öngörülerle uyumlu bir şekilde ocak ayında enflasyonun ana eğiliminde geçici bir yükseliş yaşanmıştır. Yedi farklı göstergenin ortalaması alınarak hesaplanan ana eğilim göstergesinin bir önceki çeyrek sonuna kıyasla önemli ölçüde yavaşladığı göze çarpmaktadır (Grafik 1). Söz konusu gelişmelerin etkisiyle enflasyon beklentilerindeki gerileme sürmektedir. Ocak ayında önceki Rapor dönemine göre 12 ve 24 ay sonrası TÜFE enflasyon beklentilerinin medyan değerleri sola kayarak beklenti dağılımında toparlanmaya işaret etmektedir (Grafik 7 ve Grafik 8).

Parasal aktarım mekanizmasının finansal değişkenler ile ilgili kanallarının daha etkin çalıştığı görülmektedir. Aktarım mekanizmasının talep kanalı ise dezenflasyon patikası üzerinde bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Bu sebeple, enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanabilmesi amacıyla parasal sıkılığın gerektiği müddetçe sürdürülmesi kritik önemdedir.

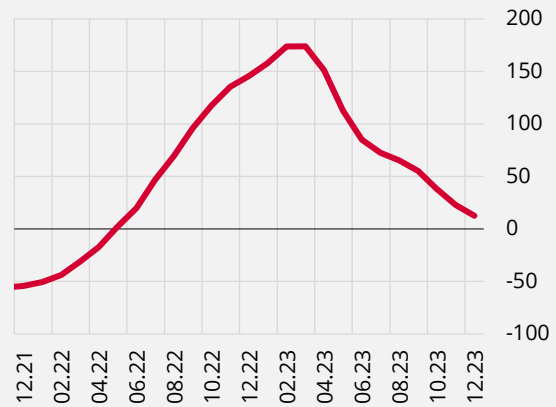
**Grafik 1: Ana Eğilim Göstergeleri Ortalaması\*** (Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Ortalama)



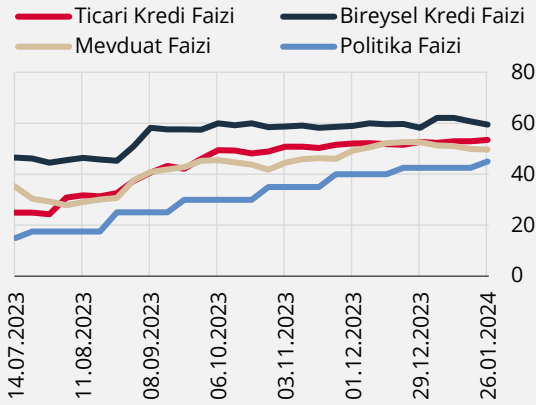
Kaynak: TCMB.

\* Ana Eğilim Göstergeleri Ortalaması: B, C, SATRIM, Medyan, Oynak kalemleri dışlayan, Temel Bileşen Analizi ve Dinamik Faktör göstergelerinin ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

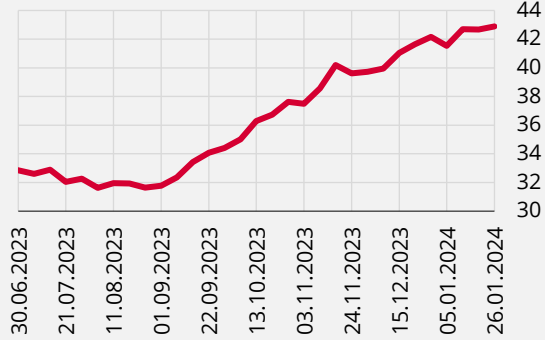
**Grafik 2: Altın ve Tüketim Malları (Yıllık % Değişim, 3 Aylık Hareketli Ortalama)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

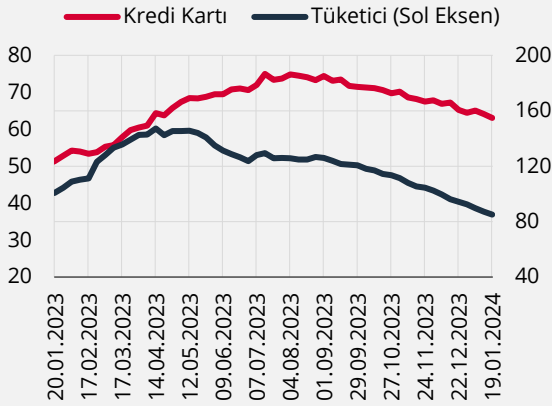
**Grafik 3: Faiz Oranları (Yıllık, %)**

Kaynak: TCMB.

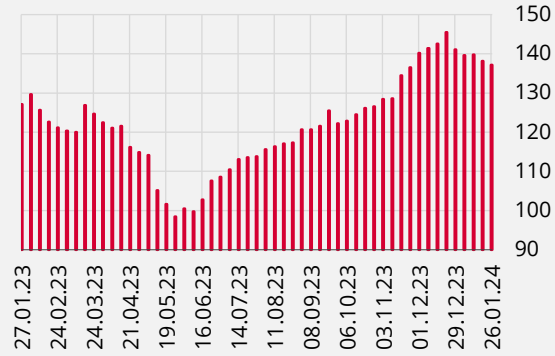
**Grafik 4: Türk Lirası Mevduat Payı\* (%)**

Kaynak: BDDK, TCMB.

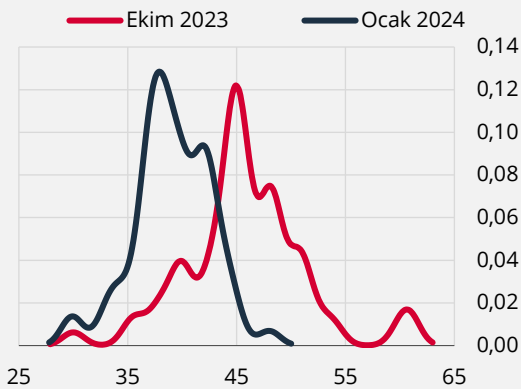
\* Türk Lirası Mevduat Payı: TP cinsi mevduat (katılım fonu) (2+5+8) ile kur korumalı Türk lirası mevduat ve katılma hesapları kalemlerinin toplamının toplam mevduata bölünmesi ile hesaplanmıştır.

**Grafik 5: Kredi Kartı ve Tüketici Kredileri (Yıllık Büyüme, %)**

Kaynak: TCMB.

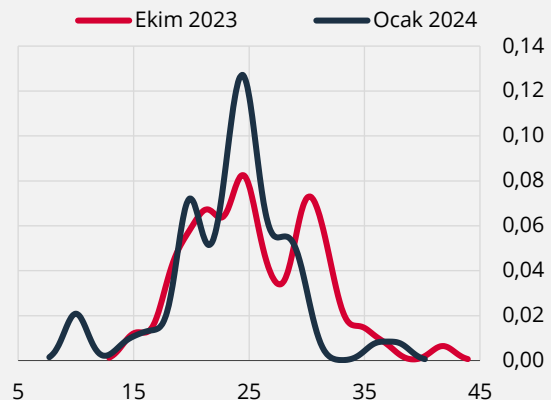
**Grafik 6: TCMB Uluslararası Rezervleri (Brüt, Milyar ABD Doları)**

Kaynak: TCMB.

**Grafik 7: Piyasa Katılımcıları Anketi Dağılımı\* (12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)**

Kaynak: TCMB.

\* TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi'ne verilen cevaplar kullanılarak, Kernel olasılık yoğunluk fonksiyonları hesaplanmıştır. Yatay eksen yıllık TÜFE enflasyon beklentisini gösterirken dikey eksen bu seviyeye atfedilen olasılık yoğunluğuna işaret etmektedir.

**Grafik 8: Piyasa Katılımcıları Anketi Dağılımı\* (24 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)**

Kaynak: TCMB.

\* TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi'ne verilen cevaplar kullanılarak, Kernel olasılık yoğunluk fonksiyonları hesaplanmıştır. Yatay eksen yıllık TÜFE enflasyon beklentisini gösterirken dikey eksen bu seviyeye atfedilen olasılık yoğunluğuna işaret etmektedir.

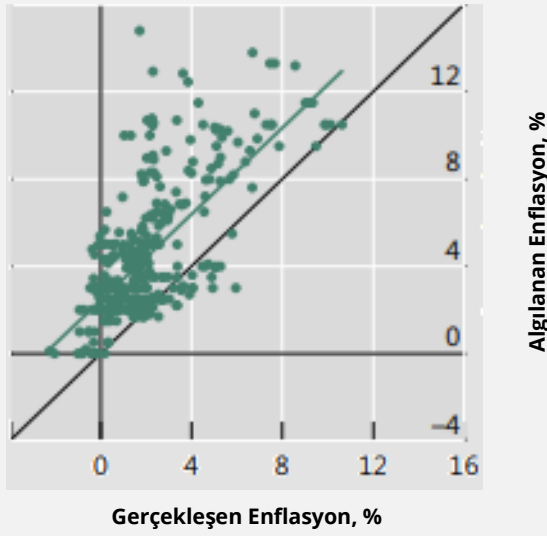
## Kutu 3.3

### Tüketici Enflasyon Beklentileri

Ekonomideki birimlerin önümüzdeki dönemde fiyatların ne kadar artacağı/azalacağı yönündeki tahminini yansıtan enflasyon beklentileri, bu birimlerin karar alma mekanizmasında önemli yer tutmaktadır. Ayrıca, enflasyon beklentileri parasal aktarım mekanizmasındaki ve para politikası kararlarının belirlenmesindeki rolü açısından merkez bankaları için de kilit önem taşımaktadır. İktisadi birimlerin enflasyon beklentileri piyasa katılımcılarına (profesyonellere), firmalara ya da tüketicilere anketler uygulanarak ölçülebilmektedir. Tüketicilerin enflasyon beklentileri tüketim/tasarruf kararlarından kabul edilecek ücret/işgücüne katılım kararlarına, yatırım davranışlarından portföy tercihlerinin hangi para biriminden yapılacağına kadar iktisadi tercihleri geniş bir yelpazede etkilemeleri açısından öne çıkmaktadır.

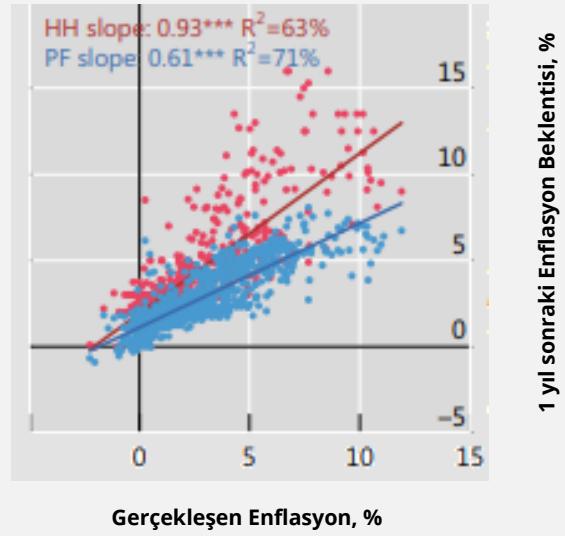
Ekonomik birimler enflasyon beklentilerini oluştururken çoğu zaman algıladığı enflasyonu referans olarak alabilmektedir. Algılanan ve beklenen enflasyon oranları piyasa verilerinden çeşitli istatistiksel yöntemler uygulanarak çıkarılabildiği gibi anketler vasıtasıyla doğrudan sorularak da elde edilebilmektedir. Ankete dayalı göstergeler kullanılarak yapılan çalışmalar hem algılanan enflasyonda (De Fiore ve diğ., 2022; ECB, 2023) hem de beklenen enflasyonda yanlılıklar olabildiğini (D'Acunto ve diğ., 2019; Ehrmann ve diğ., 2015) göstermektedir. Ayrıca tüketiciler söz konusu olduğunda algılanan ve beklenen enflasyon ile ölçülen enflasyon arasında yüksek farkların olabildiği de raporlanmıştır (ECB, 2023). Örneğin, 2004-2018 arası dönemde Euro Bölgesi enflasyon oranı yüzde 1,6 olarak gerçekleşirken Avrupa Komisyonu tarafından yapılan anket çalışmalarına göre, tüketicilerin algıladığı enflasyon oranı yüzde 9 olmuştur (Arioli ve diğ., 2017). De Fiore ve diğ. (2022) çalışmasında Almanya, Kanada, Birleşik Krallık, Japonya, Yeni Zelanda, Güney Kore ve Hindistan için 2004 sonrası algılanan enflasyon ile gerçekleşen enflasyon verileri analiz edilmiştir. Grafik 1'de yer alan koyu çapraz çizginin, bir diğer ifadeyle 45 derece çizgisinin altındaki noktalar gerçekleşen enflasyonun altında enflasyon algılayan tüketici verilerini, üstündeki noktalar ise gerçekleşenden daha yüksek enflasyon algılayan tüketici verilerini temsil etmektedir. Bir nokta 45 derece çizgisine göre ne kadar yukarıda ve uzakta ise enflasyon, gerçek enflasyona göre o derece fazla algılanmaktadır. Grafikteki noktaların büyük çoğunlukla 45 derece çizgisinin üstünde yer alması, tüketicilerce algılanan enflasyonun söz konusu ülkelerde ölçülene göre yüksek olduğunu göstermektedir. Bu yanlılıklara rağmen, enflasyon beklentileri öznel bir karaktere sahip olduğundan, tüketici enflasyon beklentilerinin ankete dayalı bir şekilde ölçülmesi tüketiciler arasındaki heterojenliğe ilişkin bilgi sunmaktadır. Ayrıca, son dönemde yapılan çalışmalar tüketici enflasyon beklentilerindeki heterojenliğe ve beklentilerin dağılımına ilişkin bilgilerin kullanılmasının Yeni Keynesyen Phillips eğrisinin tahmin performansını artırdığını göstermektedir (Coibon ve diğ., 2018; Meeks ve Monti, 2023).

Diğer yandan, tüketiciler ile piyasa katılımcılarının (profesyoneller) enflasyon beklentileri karşılaştırıldığında, tüketicilerin enflasyon beklentilerinin piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerinden daha yüksek olduğu görülmektedir. Grafik 2'de enflasyon gerçekleşmeleri ile profesyonellerin ve tüketicilerin enflasyon beklentileri karşılaştırılmıştır. Tüketici beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerine hassasiyetinin daha yüksek olduğu ve daha geniş bir aralıkta dağıldığı gösterilmiştir (De Fiore ve diğ., 2022). Akademik yazın bu durumu tüketicilerin algıladığı enflasyonda yukarı yönlü yanlılık (Grafik 1) olmasına ve piyasa katılımcılarının finans ve ekonomi konusunda uzmanlaşmış kişiler olup profesyonel yükümlülüklerinin bulunmasına bağlamaktadır. Dolayısıyla piyasa katılımcıları beklentilerini uzmanlık bilgilerini de kullanarak ekonomik şartları ve merkez bankası aksiyonlarını da hesaba katacak şekilde daha ileri görüşlü oluşturmaktadır (De Fiore ve diğ., 2022).

**Grafik 1: Diğer Ülkelerde Tüketicilerin Enflasyon Algıları\***

Kaynak: De Fiore ve diğ., 2022.

\* Almanya, Kanada, Birleşik Krallık, Japonya, Yeni Zelanda, Güney Kore, Hindistan için 2004'ten bu yana algılanan enflasyon ile gerçekleşen enflasyon verileri. Koyu çapraz çizgi 45 derece çizgisi, çizginin üstündeki noktalar algılanan enflasyonun ölçülüne göre yüksek olduğunu göstermektedir.

**Grafik 2: Diğer Ülkelerde Tüketici ile Piyasa Katılımcılarının Enflasyon Beklentilerinin Karşılaştırılması\***

Kaynak: De Fiore ve diğ., 2022.

\* Almanya, Kanada, Birleşik Krallık, Japonya, Yeni Zelanda, ABD, Brezilya, Güney Kore, Filipinler, Güney Afrika, İsveç için 2004'ten bu yana enflasyon beklentileri ile gerçekleşen enflasyon verileri. Mavi noktalar piyasa katılımcıları (PF), kırmızı noktalar tüketicileri (HH) göstermektedir.

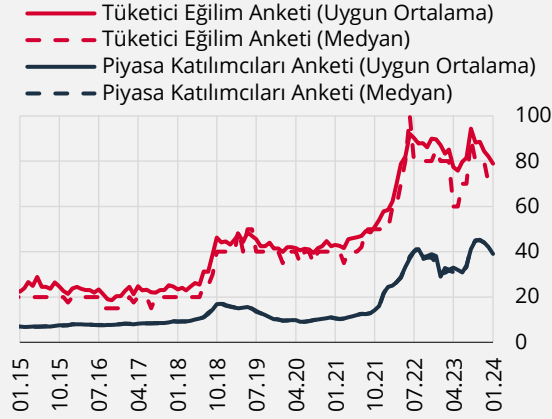
Bu kutuda TÜİK ve TCMB tarafından ortaklaşa yürütülen Tüketici Eğilim Anketi mikro verileri kullanılarak Türkiye'deki tüketici enflasyon beklentileri analiz edilmektedir. Bu çerçevede, önce katılımcı bazındaki nokta tahminlerin ortalama ve medyan gibi toplulaştırılmış veri istatistiklerine bakılmakta, sonrasında ise bu toplulaştırılmış istatistiklerde gözden kaçan unsurlar mikro veriler ışığında paylaşılmaktadır. Tüketici Eğilim Anketi'nde tüketicilerin enflasyon beklentilerinin seviyesine ilişkin "Gelecek 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının % kaç artacağını/azalacağını bekliyorsunuz? Lütfen tahmini oran veriniz." sorusu yer almaktadır. Grafik 3'te söz konusu soruya verilen cevaplar kullanılarak hesaplanan tüketici enflasyon beklentisinin ortalaması ve medyan değerleri<sup>1</sup>, Piyasa Katılımcıları Anketi enflasyon beklentilerinin ilgili değerleri ile karşılaştırılmıştır. İlk göze çarpan husus, diğer ülkelerde de geçerli olduğu üzere, bu istatistikler göz önünde bulundurulduğunda tüketicilerin enflasyon beklentilerinin sistematik olarak piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerinden yüksek olmasıdır. Türkiye'de piyasa katılımcıları ile tüketicilerin enflasyon beklentileri arasındaki fark, enflasyondaki yükselişle birlikte, Ağustos 2018'den sonra artmaktadır.

Enflasyon beklentileri ile enflasyon gerçekleşmeleri karşılaştırıldığında, tüketicilerin enflasyon beklentilerini Piyasa Katılımcıları Anketi'nde yer alan profesyonellerin aksine her zaman gerçekleşmenin üzerinde oluşturduğu görülmektedir (Grafik 4). Tüketici enflasyon beklentilerinin enflasyonun hızlı yükseliş gösterdiği 2018 ve 2021 yıllarının son çeyreklerindeki seyri dikkat çekmektedir. Söz konusu dönemlerde enflasyonun yükselmesiyle tüketicilerin enflasyon beklentilerinin arttığı, enflasyonun düşmesiyle beklentilerin de aşağı yönlü bir seyir izlediği görülmektedir. Ancak son dönemde enflasyondaki yükselişe rağmen Eylül 2023 itibarıyla tüketici

<sup>1</sup> Tüketici Eğilim Anketi'nde ayrıca enflasyon beklentilerine dair niteliksel olarak "Geçen 12 aylık döneme göre, gelecek 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının nasıl değişeceğini bekliyorsunuz?" sorusu da sorulmaktadır. Ankette "Geçen 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının % kaç arttığını/azaldığını düşünüyorsunuz? Lütfen tahmini oran veriniz." sorusu ile algılanan enflasyon oranı da sorulmaktadır. Söz konusu sorulara verilebilecek en yüksek cevap seviyesi 2023 yılı ocak ayından itibaren 200'den 300'e çıkarılmıştır. Bu değişikliğin eğilimlere etkisini sınırlamak için 200 ve üzeri verilen cevaplar 200 olarak kabul edilmiştir. Anketteki tutarsız cevaplar mikro verilerden dışlanarak analizler yapılmıştır. Son olarak kalan cevaplar sağdan ve soldan yüzde 2,5 seviyesinde budanmıştır.

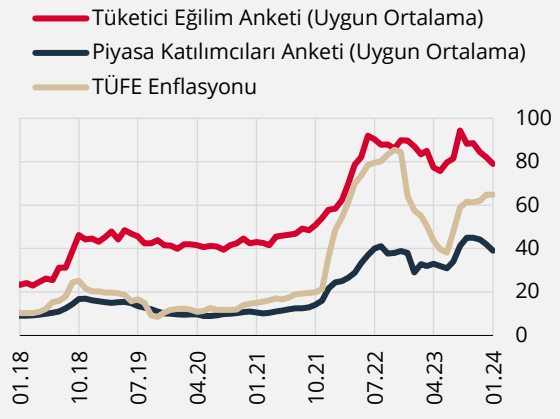
enflasyon beklentilerinin hem ortalama hem medyan değerleri düşmektedir. Ayrıca kasım ayı itibarıyla da piyasa katılımcıları beklentilerindeki düşüş tüketici beklentilerine eşlik etmeye başlamıştır. Tüketici beklentisinin ortalama ve medyan değerleri, olumlu düşüşe rağmen, piyasa katılımcıları beklentileri ve Enflasyon Raporu tahminleri ile kıyaslandığında yüksek değerlerini sürdürmektedir.

**Grafik 3: Tüketici Eğilim Anketi ve Piyasa Katılımcıları Anketi 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri (%)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

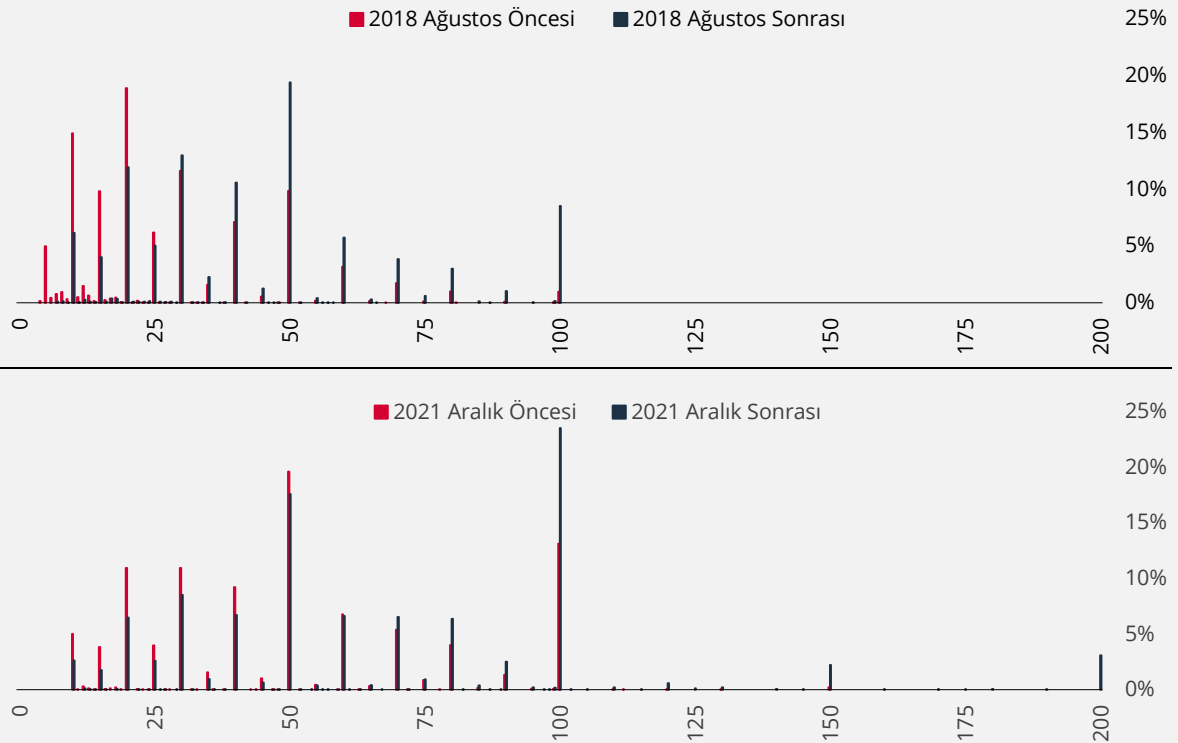
**Grafik 4: 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri (Tüketici Eğilim Anketi ve Piyasa Katılımcıları Anketi) ve TÜFE Enflasyonu (%)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Tüketici enflasyon beklentilerinin ortalama ve medyan değerleri, enflasyonda yüksek artışların görüldüğü Ağustos 2018, Aralık 2021 ve Temmuz 2023 dönemlerinde belirgin bir şekilde yükselmektedir. Söz konusu göstergelerdeki hareketleri daha iyi anlamak amacıyla mikro veriler kullanılarak tüketici enflasyon beklentilerinin dağılımındaki değişim Ağustos 2018 ve Aralık 2021 için Grafik 5'te, Temmuz 2023 için ise Grafik 6'da gösterilmektedir. Enflasyonda artış görülmesiyle tüketiciler enflasyon beklentilerini yukarı yönlü güncellemekte ve dağılım sağa kaymaktadır.

**Grafik 5: Tüketici Eğilim Anketi Enflasyon Beklentileri Dağılımındaki Farklılaşma\***



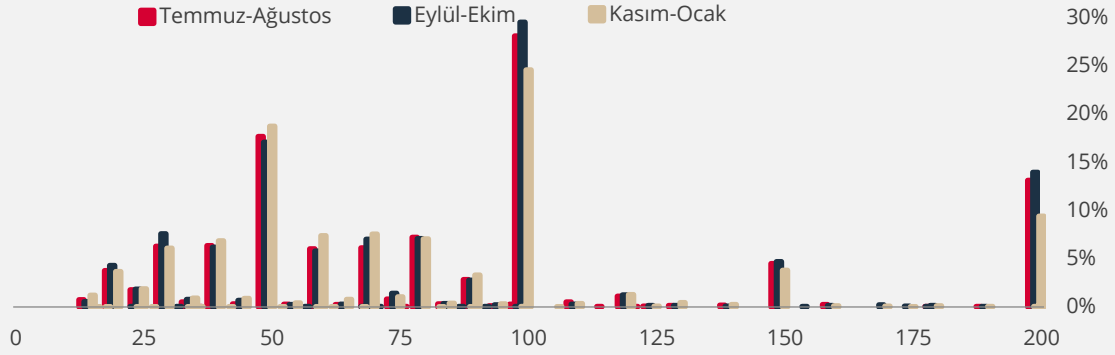
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Öncesi ve sonrası dönemlere ilişkin dağılımlar, ilgili dönemlerin 6 ay öncesi ve sonrasını içeren tüm aylardaki veriler kullanılarak oluşturulmuştur.



Burada hem daha yakın bir dönem olması hem de son dönemde para politikasındaki sıkılaştırmanın gecikmeli ve birikimli etkilerini anlayabilmek adına 2023 yılı Temmuz dönemine özel bir vurgu yapmak yerinde olacaktır. Bu açıdan beklenti dağılımları Grafik 6'da 2023 Temmuz-2024 Ocak arası temmuz-ağustos, eylül-ekim ve kasım-ocak ayları için üç dönemde irdelenmiştir. 2023 yılı temmuz ayı kurdaki hareketlenmenin yanı sıra para politikası etki alanı dışında olan asgari ücret ve vergi artışları ile yönetilen yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin yoğun olduğu bir ay olmuştur (Enflasyon Raporu 2023-III, Mercek Altı 2.2). Enflasyon gerçekleşmelerinin de arttığı temmuz-ağustos ve eylül-ekim dönemlerinde tüketici beklenti dağılımında da bozulma gözlenmiş, dağılım daha yüksek enflasyon beklentilerini işaret eder şekilde sağa kaymıştır. Ancak para politikasındaki sıkılaştırmanın gecikmeli ve birikimli etkilerinin belirginleşmesi ile birlikte 2023 yılı kasım ayı sonrasında dağılım bu sefer daha düşük enflasyon beklentilerini işaret eder şekilde sola kaymıştır. Bu durum Grafik 3'te toplulaştırılmış verilerde de kendini göstermektedir; eylül itibarıyla tüketici beklentilerinin ortalama ve medyan değerlerinde düşüş gözlenmiştir.

### Grafik 6: 2023 Yılı İkinci Yarısında Tüketici Eğilim Anketi Enflasyon Beklentileri Dağılımındaki Farklılaşma\* (%)

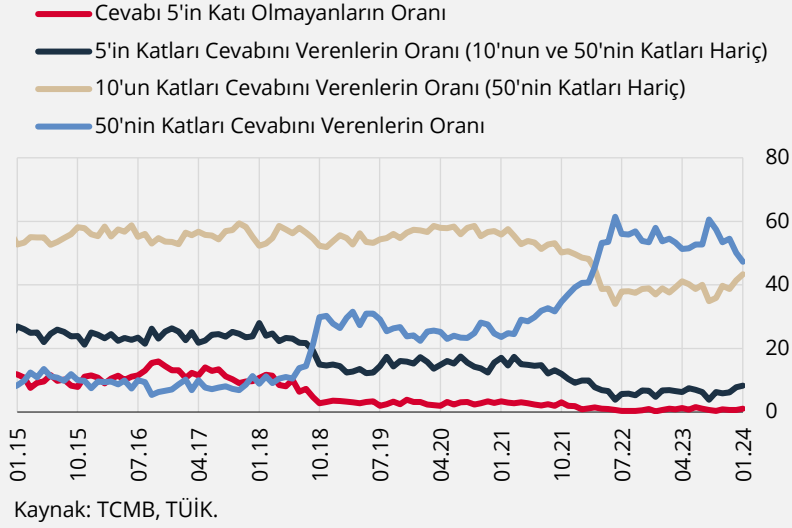


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Tüketicilerin enflasyon beklentilerini ifade ederken kullandıkları sayıların detaylı incelenmesi toplulaştırılmış istatistiklerin güvenilirliğine ve enflasyon belirsizlik algısına dair önemli sonuçlar sunmaktadır. Tüketici Eğilim Anketi katılımcılarının verdiği cevaplar incelendiğinde beklentilerin belirli sayılarda yoğunlaştığı görülmektedir. Örneğin, 2021 yılının başında katılımcıların yüzde 25'i enflasyon beklentisi için yüzde 50 ve katlarını tahmin ederken bu oran 2022 yılında yüzde 60 düzeyine yükselmiştir. Tüketicilerin enflasyon beklentilerini belirlerken 5, 10, 50 ve katları olarak ifade edilen yuvarlanmış değerleri diğer sayılara göre daha sık kullandığı görülmektedir. Emin olmadıkları tahminlerini ifade etmek için anketi cevaplayanlar kesinlikten uzak ve yakınındaki diğer sayıları da kapsayabilecek yaklaşık bir sayı verme eğilimindedirler. Söz konusu davranış semantik literatüründe belirsizlik ortamında "yuvarlama etkisi" olarak adlandırılmış ve Krifka (2002) bu davranışı yuvarlak sayılar yuvarlak tahminleri ima eder tabiriyle ortaya koymuştur. Ayrıca Binder (2017) anket cevaplarında yuvarlama yapan tüketicilerin oranını kullanarak bir 'beklenti belirsizlik endeksi' oluşturmuş ve bu endeksin diğer makroekonomik belirsizlik endeksleriyle paralel hareket ettiğini ortaya koymuştur.

Grafik 7'de belirtilen Tüketici Eğilim Anketi'nde 5, 10, 50 ve katları cevap veren katılımcıların oranı, Türkiye'de 2018 yılı itibarıyla enflasyondaki artışın beklentileri etkileyerek belirsizliği de artırdığını göstermektedir. Belirsizliğe ek olarak, katılımcıların tahminlerini büyük değerlerin katları ile belirlemesi enflasyon beklentilerinin ortalama ve medyan değerlerinin bilgi değerini azaltmaktadır. İlk olarak genelde 5 ve katları olarak belirtilen beklentiler 2018 itibarıyla önce daha sık olarak 10 ve katları üzerinden belirtilmeye, 2021 yılı sonunda ise daha çok 50'nin katları olarak belirtilmeye başlanmıştır. Bu eğilim, Binder (2017) çalışmasına benzer şekilde, enflasyon seviyesindeki yükseliş ve belirsizliklerin artmasına paralel olarak büyük değerlerin katları ile cevap verme eğiliminin yükseldiğini göstermektedir. Ayrıca Temmuz 2023 sonrası döneme bakıldığında da, Grafik 3 ve 6'da bahsedilen son dönemdeki beklenti iyileşmesine paralel bir şekilde, enflasyon beklentilerinin Eylül 2023 itibarıyla tekrar daha düşük değerlerin katları üzerinden verilmeye başlandığı görülmektedir.

### Grafik 7: 5, 10 ve 50'nin Katları Şeklinde Enflasyon Beklentisi Veren Tüketicilerin Oranı (%)



Son dönemde tüketici enflasyonunda görülen artışa rağmen, 2023 yılı haziran ayından bu yana uygulanan parasal sıkılaştırmanın etkisiyle katılımcıların hem enflasyon beklentilerinin düzeyinde hem de büyük değerlerin katları ile cevap verme eğiliminde, eylül itibarıyla belirginleşmek üzere, aşağı yönlü bir seyir gözlenmeye başlamıştır. Bu gelişmeye rağmen henüz tüketici beklentilerinin düzeyi ve belirsizlik göstergeleri istenilen düzeylere gelmemiştir. TCMB, iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini mikro veriler üzerinden yakından takip etmeye devam edecektir.

#### Kaynakça

- Arioli, R., Bates C., Dieden C. H., Duca I., Friz R., Gayer C., Kenny G., Meyler A. ve Pavlova I. (2017). "EU Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations: An Evaluation". European Central Bank Occasional Paper 186.
- 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.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y. ve Kamdar, R. (2018). "The Formation of Expectations, Inflation, and the Phillips Curve". Journal of Economic Literature, 56(4): 1447-91
- De Fiore, F., Goel T., Igan D. ve Moessner, R. (2022). "Rising Household Inflation Expectations: What are the Communication Challenges for Central Banks?". BIS Bulletin No.55.
- D'Acunto, F., Malmendier, U., Ospina, J. ve Weber, M. (2019). "Salient Price Changes, Inflation Expectations, and Household Behavior". SSRN Electronic Journal.
- ECB, 2023, European Central Bank – Consumer Expectations Survey [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/consumer\\_exp\\_survey/html/index.en](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/consumer_exp_survey/html/index.en).
- Ehrmann, M., Pfajfar, D., Santoro E. (2015). "Consumers' Attitudes and Their Inflation Expectations". FEDS Working Paper No. 2015-015.
- Enflasyon Raporu 2023-III, Mercek Altı 2.2, Vergi ve Yönetilen Fiyat Ayarlamalarının Enflasyona Etkileri.
- Krifka, M. (2002). "Be brief and be vague! And How Bidirectional Optimality Theory Allows for Verbosity and Precision. Sounds and Systems: Studies in Structure and Change". Mouton De Gruyter, Berlin, 439-458.
- Meeks, R., Monti, F., (2023). "Heterogeneous beliefs and the Phillips curve". Journal of Monetary Economics, vol. 139(C), pages 41-54.