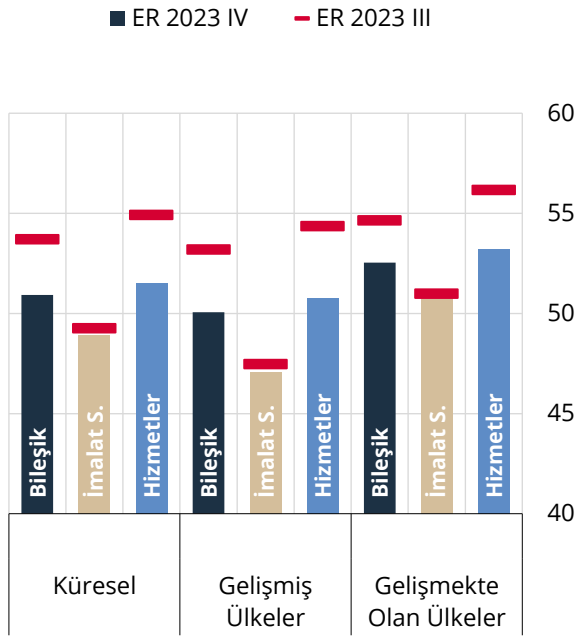


2. Ekonomik Görünüm

2.1 Küresel Ekonomi

Yılın ilk yarısında görece olarak olumlu seyreden küresel iktisadi faaliyet, hizmet sektöründeki yavaşlamanın da etkisiyle üçüncü çeyrekte ivme kaybetmiştir. Güçlü talep koşullarını yansıtan hizmetler sektöründeki canlılık zayıflarken imalat sanayi sektörü ile hizmetler sektörü arasındaki ayrışma da azalmıştır. Küresel PMI endeksleri incelendiğinde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde yatay seyrini sürdüren imalat sanayi PMI endeksi her ülke grubu için de çeyreklik olarak sınırlı düşüş göstermiştir. Hizmetler sektöründe ise PMI endeksi gelişmiş ülkelerde 3,6, gelişmekte olan ülkelerde 3,0 puan gerilemiştir. Bu doğrultuda, küresel bileşik PMI endeksi bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre 2,8 puan düşerek 50,9 olmuştur (Grafik 2.1.1). Öncü göstergelerdeki bozulmaya karşın, Türkiye'nin dış ticaret ortaklarının ihracat paylarıyla ağırlıklandırılan küresel büyüme endeksi bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla yatay görünümünü sürdürmüştür. Endeksin 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla yüzde 1,7 ve yüzde 2,0 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Türkiye'nin ticaret ortaklarının büyüme tahminlerindeki güncellemeler ise 2024 yılı için genelde aşağı yönlü olmuştur (Tablo 2.1.1). Euro Bölgesi'nde özellikle iç ve dış talebin zayıflaması ile büyümedeki yavaşlamanın belirginleştiği görülmektedir (Mercek Altı 2.1). Sonuç olarak, küresel ekonomik büyümenin 2023 yılında yavaşlayarak da olsa devam edeceğine ilişkin beklentiler korunmuş, ancak para politikalarının özellikle imalat sanayi üretimi üzerindeki sınırlayıcı etkilerinin daha çok 2024 yılı tahminleri üzerindeki etkileri gözlenmeye başlamıştır.

Grafik 2.1.1: Küresel PMI Endeksleri (Seviye, Çeyreklik Ortalama)



Kaynak: S&P Global.

Tablo 2.1.1: Türkiye'nin Ana Ticaret Ortaklarının Büyüme Tahminleri* (%)

	2022	2023 Tahmini		2024 Tahmini	
		ER 2023-III	ER 2023-IV	ER 2023-III	ER 2023-IV
Euro Bölgesi	3,5	0,5	0,5	0,9	0,6
Almanya	1,8	-0,3	-0,4	1,1	0,5
ABD	2,1	1,6	2,2	0,5	0,9
İngiltere	4,0	0,1	0,4	0,4	0,3
İtalya	3,8	1,1	0,7	0,8	0,6
Irak	8,8	2,4	1,1	2,0	3,8
İspanya	5,5	2,1	2,3	1,5	1,3
Fransa	2,6	0,6	0,8	0,9	0,8
Hollanda	4,5	0,9	0,5	1,0	0,8
İsrail	6,4	2,9	3,0	3,4	3,2
Rusya	-2,1	0,7	1,7	1,3	1,4
BAE	7,2	3,6	3,0	3,3	4,2
Romanya	4,8	2,6	2,3	3,7	3,4
Belçika	3,1	0,9	0,9	1,1	0,9
Polonya	4,9	1,0	0,2	2,9	2,7
Mısır	6,6	3,9	4,1	3,9	3,9
Bulgaristan	3,4	1,6	1,7	2,3	2,3
Çin	3,0	5,5	5,0	4,8	4,4

Kaynak: Consensus Economics, S&P Global.

* Tablodaki ülkeler Türkiye'nin 2021 yılı ihracat ağırlıklarına göre sıralanmıştır.

Jeopolitik riskler, finansal koşullar ve arz yönlü faktörler emtia fiyatları üzerinde belirleyici olmaktadır.

Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre enerji hariç emtia fiyatlarının geneline yayılan bir düşüş görülmekle birlikte emtia ana endeksi son on yıl ortalamasının üzerinde seyretmeye devam etmektedir. Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'ne (OPEC+) üye ülkelerin kapasitelerinin altında üretimi sürdürmelerine ek olarak üretim kesintisine gitme kararlarına devam etmesi ve jeopolitik riskler petrol fiyatları üzerinde etkili olmaya devam etmekte, fiyatlardaki oynaklığının artmasına neden olmaktadır. Varil başına Brent petrol fiyatları bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yüzde 6,4 oranında artmıştır. Küresel büyüme görünümü ve özellikle Çin'in büyümesi ile tarihsel olarak uyumlu bir seyir izleyen endüstriyel emtia fiyatları, bir önceki yılın aynı dönemine göre yataya yakın seyretmektedir. Tarımsal emtia fiyatları ise son on yılın

ortalamasının üzerinde seyretmekle birlikte bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yüzde 8,0 oranında gerileme göstermiştir. Son dönemde jeopolitik risklerin artması ve Çin'in ekonomik teşvik kararlarını açıklamaya devam etmesi sonucu talepte gözlenen ılımlı iyileşme, ulaştırma maliyetlerinde artışa neden olmaktadır (Tablo 2.1.2).

Tablo 2.1.2: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)

	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
Emtia Ana Endeksi	4,0	3,5	4,4	-3,6	-7,7	0,5
Enerji	7,4	7,6	7,2	-4,5	-9,7	4,4
Tarımsal Emtia	-2,4	-3,8	-0,6	-1,1	-16,4	-8,0
Endüstriyel Metal	0,3	-1,2	0,5	-2,9	-1,8	-3,7
Değerli Metal	1,4	-1,6	-0,8	-1,1	14,9	0,0
Enerji Hariç	-0,3	-2,3	0,1	-2,1	-4,3	-5,1
Brent Petrol	7,2	7,6	9,1	-2,9	-2,2	6,4
Doğal Gaz (ABD)	6,4	0,2	2,0	15,5	-48,8	27,0
Doğal Gaz (Avrupa)	-9,4	19,0	5,3	27,5	-64,8	78,9
Kömür	3,5	8,5	8,8	-11,7	-63,9	0,9
Alüminyum	-1,1	-1,1	2,3	0,1	-2,7	1,9
Bakır	0,9	-1,6	-1,2	-3,4	4,9	-5,6
Demir	0,0	-4,7	12,9	-1,8	24,6	5,4
Buğday	2,1	-9,2	-6,1	-0,2	-34,0	-19,3
Soya	5,5	-8,1	-4,5	-3,1	-7,0	-15,3
Pirinç	-4,8	-7,0	1,7	-1,5	-3,9	2,7
Mısır	-10,9	-13,3	-0,5	3,4	-28,6	-9,8
Pamuk	2,8	2,5	0,3	-1,7	2,4	-2,6
Şeker	-3,0	0,8	9,8	1,3	47,0	11,9

Kaynak: Bloomberg.

* 27 Ekim 2023 ile 27 Temmuz 2023 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir.

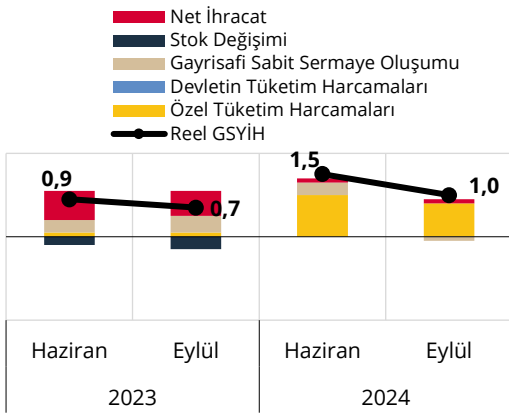
Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre enerji fiyatları kaynaklı olarak manşet enflasyonun düşüş eğilimi yavaşlarken özellikle gelişmiş ülkelerde çekirdek enflasyondaki katılığın kırılmaya başladığı görülmektedir. Enflasyon hedeflerin belirgin şekilde üzerinde kalmayı sürdürmüştür. Son dönemde enerji fiyatlarındaki artışlardan olumsuz etkilenen manşet enflasyon bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre gelişmiş ülkelerde yüzde 4,2 düzeyinden yüzde 3,7'ye gerilemiş, gelişmekte olan ülkelerde (Çin ve Türkiye hariç) ise 0,1 puan artarak yüzde 5,4 olmuştur. Buna karşın, Brezilya, Rusya ve Türkiye gibi bazı büyük ekonomiler dışında manşet enflasyon birçok gelişmekte olan ülkede düşmüştür (Grafik 2.1.3). Ancak, yakın dönem jeopolitik gelişmeler petrol başta olmak üzere enerji fiyatlarını daha fazla yukarı yönlü etkileme riski taşımaktadır. Sıkı para politikasının etkilerinin görülmesi ile, özellikle gelişmiş ülkelerde çekirdek enflasyon eğiliminde düşüş gözlenmektedir. Aylık enflasyon verileri gelişmiş ülkelerde çekirdek enflasyonun görece olarak hız kaybettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.2). Yıllık bazda çekirdek enflasyon bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre gelişmiş ülkelerde yüzde 4,8'den yüzde 4,2'ye gerilemiştir. Küresel arz koşullarındaki iyileşme devam ederken hizmet sektörü talebinde yavaşlama işaretleri görülmektedir. İşgücü piyasaları ise bir miktar normalleşme göstermelerine karşın sıkı kalmaya devam etmektedir. Sonuç olarak, arz yönlü enflasyon baskılarında hafifleme görülürken para politikasının talep üzerindeki etkileri de daha belirgin olarak hissedilmeye başlanmıştır. Bununla birlikte küresel ölçekte enflasyon hedeflerin üzerinde kalmaya devam etmektedir.

Mercek Altı 2.1

Euro Bölgesi Büyüme Görünümü ve Bileşenleri

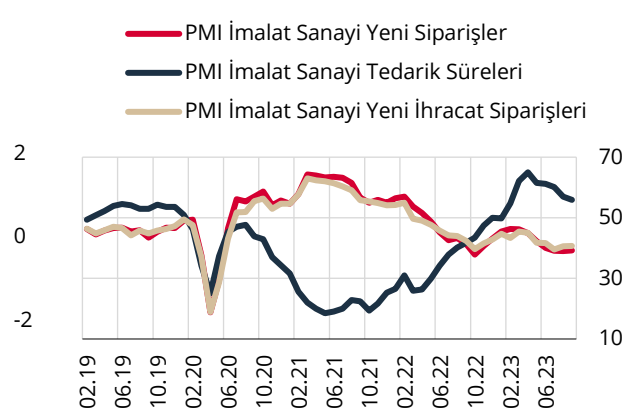
Euro Bölgesi büyüme görünümü gelişmiş ülkeler geneline göre olumsuz ayrışırken iç ve dış talepteki zayıflama büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesinde en etkili faktör olmuştur. Avrupa Merkez Bankası (ECB) eylül tahminlerini haziran ayına göre 2023 yılı için 0,2, 2024 yılı içinse 0,5 puan aşağı çekmiştir. Bu gelişmede özellikle iç ve dış talebin büyümeye katkısının azalacağı beklentisi etkili olmuştur. Büyüme tahminlerinin alt bileşenleri incelendiğinde, 2023 yılı için net ihracatın katkısının azaldığı, negatif stok değişimi beklentisinin ise arttığı dikkat çekmektedir. 2024 yılı tahminlerindeki güncelleme ise özel tüketim ve yatırım harcamalarından kaynaklanmıştır (Grafik 1). PMI göstergeleri de 2022 yılı ikinci yarısından başlayarak arz koşullarının iyileştiğine buna karşın iç ve dış talebin güç kaybettiğine işaret etmektedir (Grafik 2).

Grafik 1: ECB Büyüme Tahminleri (% Puan)



Kaynak: ECB.

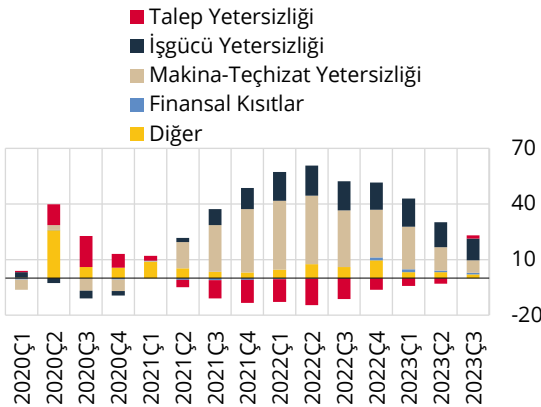
Grafik 2: PMI Endeksleri (Seviye)



Kaynak: S&P Global.

Anket göstergeleri de iktisadi faaliyet üzerinde sınırlayıcı olan koşulların değiştiğini göstermektedir. Ankette üretim faktörlerindeki arz kısıtlarını gösteren makine ve teçhizat yetersizliği, pandemi sonrası dönemde imalat sanayi üretimini sınırlayan başlıca faktör olurken son dönemde katılımcıların verdiği cevaplar bu etkinin zayıfladığına işaret etmektedir. İşgücü piyasasındaki sıkılığı doğrular nitelikte, gerek imalat sanayi gerekse hizmet sektöründe işgücü arz yetersizliği iktisadi faaliyet üzerinde etkili olmaya devam etmektedir. Talebin imalat sektörü üretimine olumlu katkısı azalarak ortadan kalkarken hizmetler sektöründe ise etkisi azalmakla birlikte faaliyeti desteklemeye devam ettiği görülmektedir (Grafik 3 ve Grafik 4).

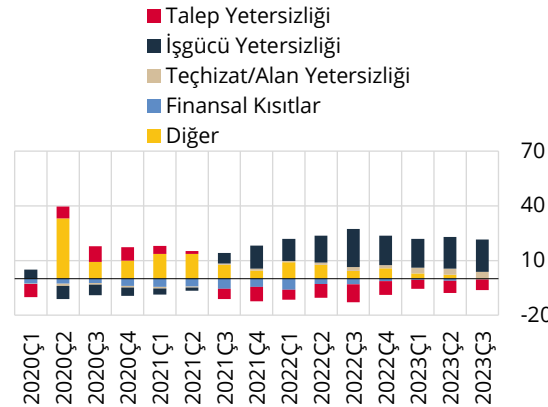
Grafik 3: Avrupa Bölgesinde İmalatı Kısıtlayan Faktörler* (%)



Kaynak: Avrupa Komisyonu.

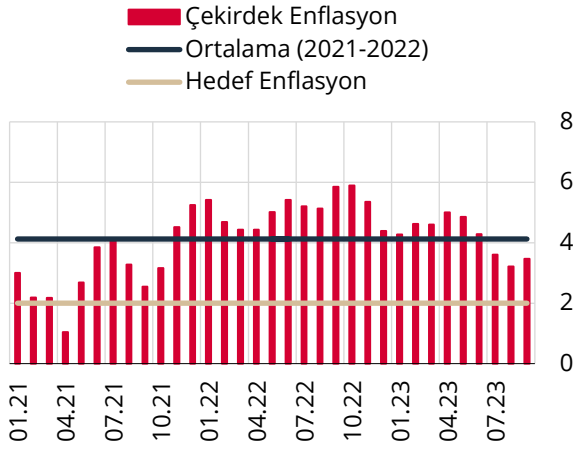
* Avrupa Bölgesi İmalat ve Hizmetler Sektörü Anketleri, Avrupa Komisyonu tarafından aylık olarak yapılmaktadır. Veriler Anket'e verilen cevapların 2010-2023 dönemi ortalamasından farkını göstermektedir.

Grafik 4: Avrupa Bölgesinde Hizmet Faaliyetini Kısıtlayan Faktörler* (%)



Kaynak: Avrupa Komisyonu.

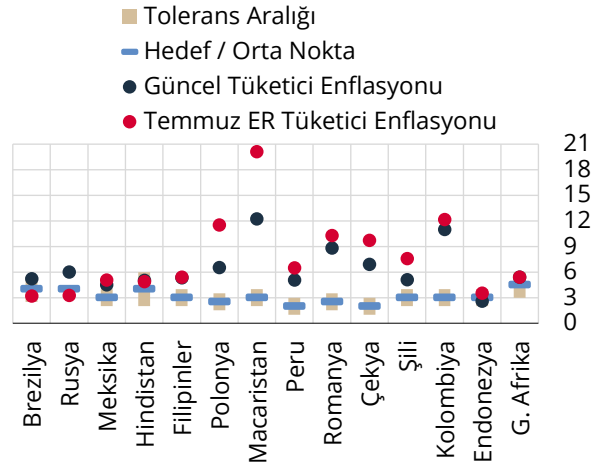
Grafik 2.1.2: Gelişmiş Ülkelerde Çekirdek Enflasyon* (3 Aylık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

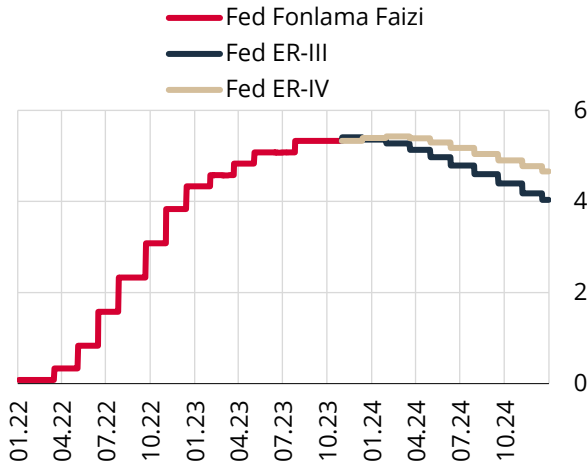
* Gelişmiş Ülkeler: ABD, Euro Bölgesi, Japonya, İngiltere, Kanada, Güney Kore, İsviçre, İsveç, Norveç, İsrail.

Grafik 2.1.3: Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu (Hedef, Tolerans Aralığı ve Gerçekleşme, %)

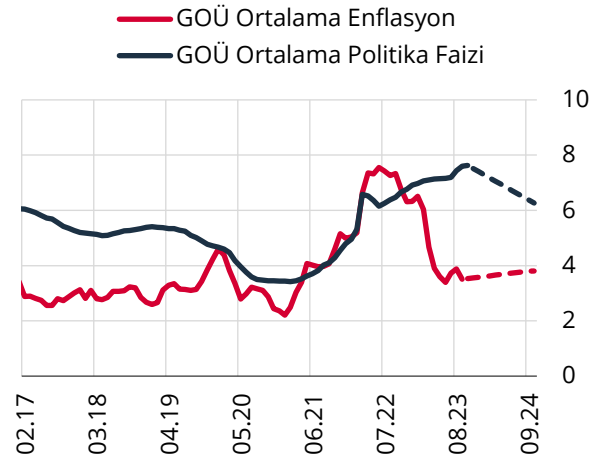


Kaynak: Bloomberg.

İşgücü piyasalarındaki güçlü seyir ve enflasyonun hedeflerin üzerinde seyretmesi nedeniyle merkez bankaları sıkı duruşlarını sürdürmekte, önümüzdeki dönemde ise gelişmiş ülke merkez bankalarının genel olarak daha geç ve yavaş gevşemeye gideceği beklenmektedir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde gelişmiş ülkelerde enflasyonla mücadele kapsamında ilave parasal sıkılaştırma adımları atılmıştır. ABD Merkez Bankası (Fed) faiz artırım sürecindeki yavaşlama patikasına sadık kalarak temmuz ayında 25 baz puanlık bir faiz artırımına giderken eylül ayında faizleri yüzde 5,5 seviyesinde sabit bırakmıştır. Fed'in veriye dayalı bir para politikası izleyeceği vurgulanmış olup Federal Açık Piyasa İşlemleri Komite üyelerinin halen yıl sonuna kadar bir kez daha faiz artırımını beklediği paylaşılmıştır. Ancak Komite üyelerinin 2024 ve 2025 yılı faiz beklentileri gelecek dönemde Fed'in daha geç ve yavaş bir şekilde parasal gevşemeye gideceğini göstermektedir. Benzer şekilde, vadeli işlemlerin ima ettiği Fed politika faizi de bir önceki Enflasyon Raporu'na göre para politikasının daha geç ve yavaş bir biçimde gevşeyeceğinin fiyatlandığını göstermektedir (Grafik 2.1.4). Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise temmuz ve eylül ayı para politikası toplantılarının her birinde politika faizinde 25'er baz puanlık artışa gitmiştir. Faiz oranlarının yeterince uzun bir süre bu seviyelerde sürdürüldüğü takdirde enflasyonun hedefe zamanında dönmesine önemli bir katkı sağlayacağı belirtilmiş olup faiz artırım döngüsünün sonuna gelindiği sinyali verilmiştir. Bununla tutarlı olarak ECB ekim ayı toplantısında politika faizini değiştirmemiştir. Ayrıca, Fed gibi ECB de veriye dayalı bir para politikası çizgisinde olacağını yinelenmiştir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde İngiltere, Norveç ve İsveç merkez bankaları para politikalarında sıkılaştırıcı adımlar atmaya sürdürürken diğer gelişmiş ülke merkez bankaları da mevcut sıkı duruşlarını sürdürmüşlerdir. Diğer taraftan, enflasyon görünümündeki iyileşme ile beraber politika faizleri oldukça yüksek seviyede kalan bazı gelişmekte olan ülkelerde faiz indirim süreçlerine başlanmıştır. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde Brezilya (100 baz puan), Peru (50 baz puan), Şili (175 baz puan) ve Polonya (75 baz puan) merkez bankaları politika faizlerini düşürmüşlerdir. Çin Merkez Bankası ise pandemi sonrası toparlanma eğilimi azalan ihracat ve zayıf seyreden tüketici harcamalarından etkilenen ekonomiyi desteklemek amacıyla ağustos ayında bir yıllık kredi faiz oranını 10 baz puan indirerek yüzde 3,45 seviyesine çekmiştir. Buna karşın, bazı gelişmekte olan ülke merkez bankaları ise, artan küresel belirsizliğe dikkat çekerek faiz oranlarında artışa gitmişlerdir. Söz konusu dönemde Rusya (450 baz puan), Tayland (50 baz puan), Endonezya (25 baz puan) ve Filipinler (25 baz puan) merkez bankaları politika faizlerini artırmışlardır. Önümüzdeki dönemde, enflasyondaki düşüşe bağlı olarak, bazı gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin sürmesi ve daha fazla merkez bankasının faiz indirim sürecine başlaması olası görülmektedir. Bununla birlikte, enflasyonun bu ülkelerin birçoğunda hedef üzerinde kalmaya devam etmesi nedeniyle merkez bankalarının indirim süreçlerini parasal sıkılığı sürdüreceği ve enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürmeleri beklenmektedir. Vadeli fiyatların ima ettiği politika faizleri gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının enflasyon üzerinde belirlenmeye devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.5).

Grafik 2.1.4: Vadeli İşlemlerin İma Ettiği Fed Politika Faiz Patikası (Efektif, %)

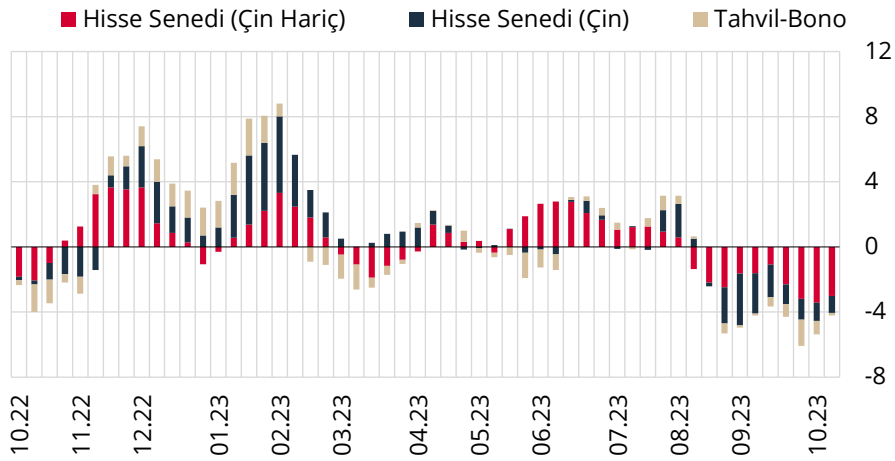
Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.1.5: Vadeli İşlemlerin İma Ettiği Politika Faizi ve Enflasyon Beklentileri* (% Puan)

Kaynak: Bloomberg.

* Enflasyon beklentileri Bloomberg anketinden alınmıştır. GOÜ: Brezilya, Endonezya, G.Afrika, Hindistan, Çin, Kolombiya, Peru, Meksika, Polonya, Rusya, Çekya, Tayland, Şili, Filipinler, Romanya, Macaristan.

Mart ayındaki bankacılık krizi sonrasında toparlanan gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişleri ağustos-ekim döneminde yerini portföy çıkışlarına bırakmıştır. Küresel risk iştahındaki dalgalanma ve Çin ekonomisine yönelik belirsizliklerle birlikte başta Çin olmak üzere birçok gelişmekte olan ülkenin hem borç senedi hem de hisse senedi piyasalarında çıkışlar gözlenmiştir. Bu çerçevede 31 Temmuz – 20 Ekim 2023 tarihleri arasında borç senedi piyasalarından 5,6 milyar ABD doları, hisse senedi piyasalarından ise 49 milyar ABD doları çıkış gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.6).

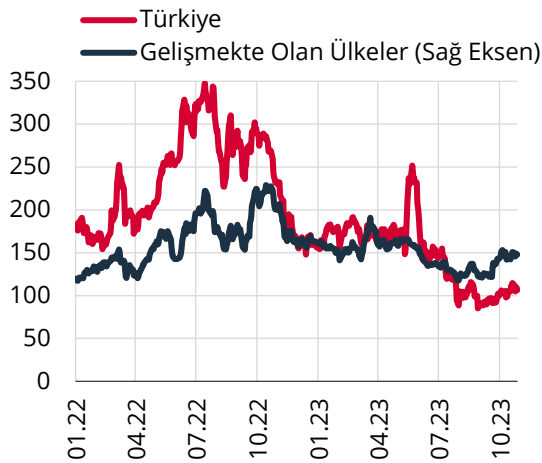
Grafik 2.1.6: Gelişmekte Olan Ünelere Haftalık Yönelen Portföy Akımları (4 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar ABD Doları)

Kaynak: IIF.

2.2 Finansal Koşullar

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarının daha uzun süre sıkı kalacağı beklentisi ile küresel risk iştahında bozulma gözlenmiştir. Fed'in eylül ayı toplantısında değişikliğe gitmemesine karşın faizlerin daha geç ve yavaş düşürüleceğine yönelik oluşan beklentiler, enflasyon ve büyüme görünümündeki belirsizliklere ek olarak son dönemde artan jeopolitik riskler küresel risk iştahını olumsuz etkilemiştir. Risk iştahındaki bozulmaya paralel olarak gelişmekte olan ülkelerde risk primi göstergeleri yükselirken Türkiye CDS priminde sınırlı gerileme gözlenmiştir. Enflasyonla mücadeleye yönelik söylemlerin ve atılan kapsamlı adımların etkisiyle haziran ayından itibaren hızlı bir düşüş eğilimine girerek yaklaşık 300 baz puan gerileyen CDS primi ağustos ve eylül aylarında düşüşünü sürdürürken ekim ayında yakın coğrafyada artan jeopolitik risklerin etkisiyle artış kaydederek 27 Ekim itibarıyla 413 baz puan düzeyine yükselmiştir (Grafik 2.2.1). Türkiye hisse senedi piyasasında yılın ikinci yarısında gözlenen yüksek getirilerin ardından mevcut Enflasyon Raporu döneminde 0,71 milyar ABD doları net yabancı çıkışı olurken haziran ayı başından bugüne toplam net giriş tutarı 1,1 milyar ABD doları olmuştur. Geçtiğimiz iki yıl boyunca 2,96 milyar ABD doları yabancı çıkışının gerçekleştiği DİBS piyasasına ise mevcut Enflasyon Raporu döneminde 0,45 milyar ABD doları seviyesinde net yabancı girişi gerçekleşmiştir. Haziran ayı başından itibaren bakıldığında ise 0,51 milyar ABD doları fon girişinin olduğu DİBS piyasasına son dönemde başlayan yabancı ilgisinin dezenflasyon sürecinin başlaması ile hız kazanması beklenmektedir (Grafik 2.2.2).

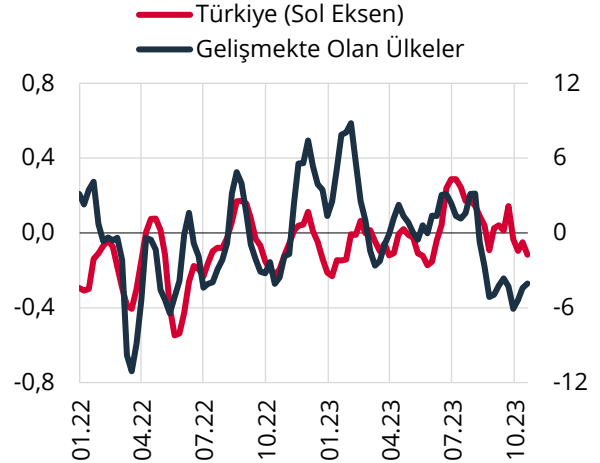
Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke CDS Primleri* (5 Yıl Vadeli, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, G. Afrika, Kolombiya, Malezya, Meksika, Şili.

Grafik 2.2.2: Türkiye* ve Gelişmekte Olan Ülke Portföy Hareketleri (4 Haftalık Ortalama, Milyar ABD Doları)



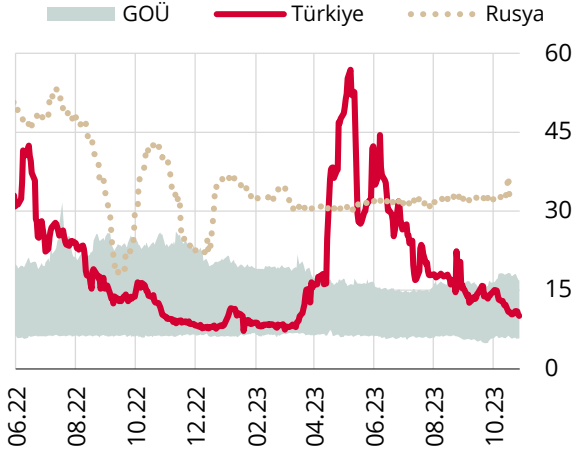
Kaynak: TCMB, IIF.

* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisi repo hariçtir.

Türk lirasının opsiyonların ima ettiği kur oynaklığındaki gerileme eğilimi üçüncü çeyrekte devam etmiştir.

Mevcut Enflasyon Raporu döneminde küresel risk iştahındaki bozulmanın etkisiyle gelişmekte olan ülke paraları ABD doları karşısında değer kaybederken Türk lirasındaki değer kaybı görece daha sınırlı kalmıştır. Bu görünüm ile uyumlu bir şekilde, Türk lirasının kur oynaklığı da benzer ülke para birimlerinden olumlu ayrışmasını sürdürmüştür. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde Türk lirasının bir ay vadeli ima edilen kur oynaklığı 777 baz puan düşüşle yüzde 10 civarına gerilerken 12 ay vadeli oynaklık ise 158 baz puan düşerek yüzde 27 seviyesine inmiştir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).

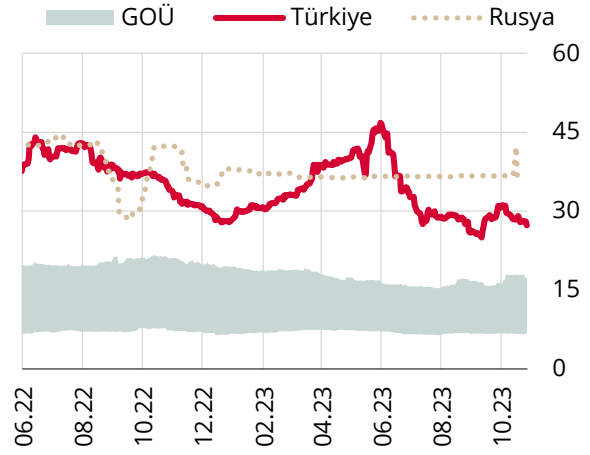
Grafik 2.2.3: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı* (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan.

Grafik 2.2.4: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı* (ABD Dolarına Karşı, 12 Ay Vadeli, %)



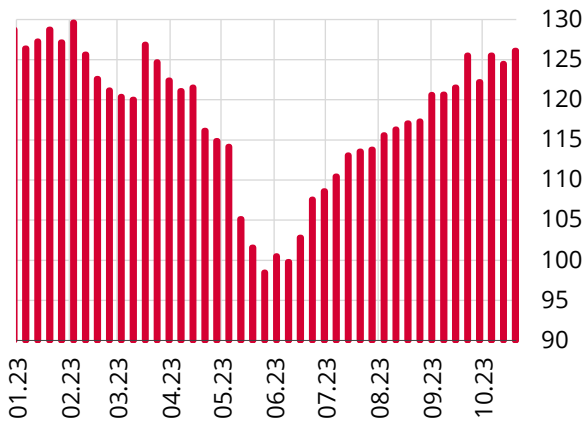
Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan.

TCMB rezervleri mayıs ayında hızla gerilerken haziran ayından itibaren güçlü bir artış eğilimine girmiştir.

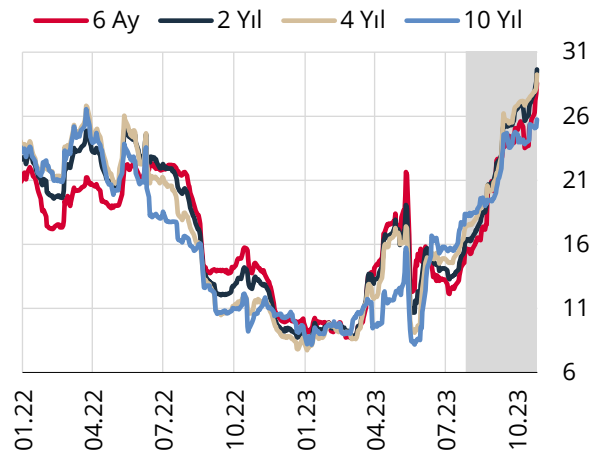
TCMB brüt uluslararası rezervleri, parasal sıkılaştırma ve mikro- ve makroihtiyati çerçevede atılan sadeleşme adımlarının etkileri ile haziran ayından itibaren girdiği güçlü artış eğilimini sürdürerek 20 Ekim itibarıyla 126,1 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir (Grafik 2.2.5). Mevcut Enflasyon Raporu döneminde DİBS getirileri kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde artmıştır. Enflasyon görünümünde beklenen düzelleme ve para politikasındaki sıkı duruş uzun vadeli DİBS getirilerindeki artışın düşük olmasına yol açmıştır. Önümüzdeki dönemde, politika faizlerindeki artış ve makroihtiyati politika çerçevesinde devam eden sadeleşme DİBS getirileri üzerinde yukarı yönlü etkide bulunabilecektir. Öte yandan parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri ile önümüzdeki dönemde başlaması beklenen dezenflasyon süreci ve enflasyon beklentilerindeki iyileşme, başta uzun vadeler olmak üzere DİBS getirilerindeki olası artışı sınırlayıcı unsurlar olarak ön plana çıkmaktadır (Grafik 2.2.6).

Grafik 2.2.5: TCMB Brüt Uluslararası Rezerv Gelişimi (Haftalık, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

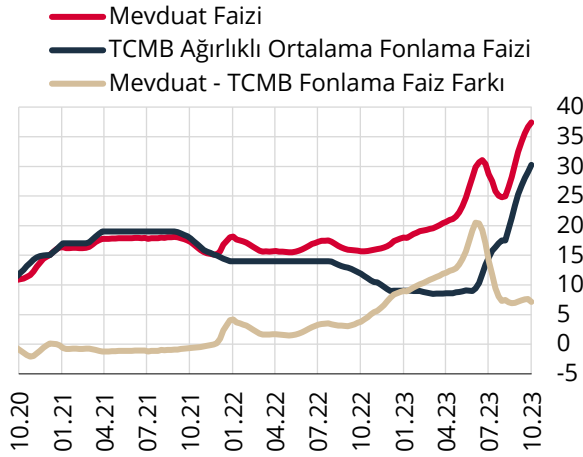
Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

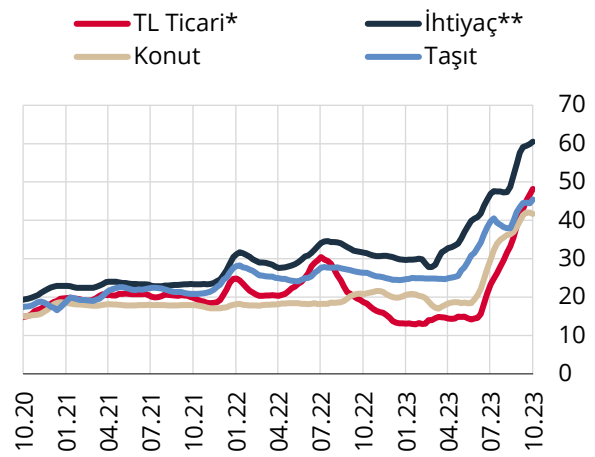
Fonlama maliyetleri ve kredi faizleri artmaya devam etmiştir. Haziran ayından itibaren yapılan politika faizi artışları, Türk lirası mevduat payının artırılmasına yönelik düzenlemeler ve miktarsal sıkılaştırma adımları ile birlikte mevduat faizleri artmaktadır (Grafik 2.2.7). Türk lirası mevduat faizlerindeki yükseliş sonucunda, Türk lirası mevduat tercihi artarken, kur korumalı ve yabancı para mevduat azalmaktadır (Mercek Altı 2.2). Türk lirası cinsi tasarruf araçlarına yönelik artan talebin TCMB rezervlerini desteklemeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Fonlama maliyetlerindeki gelişmelere paralel olarak, haziran sonuna göre ihtiyaç kredisi faizleri 17,4 yüzde puan artarak 20 Ekim itibarıyla yüzde 61,3'e, Türk lirası ticari kredi faizleri 29,8 yüzde puan artarak yüzde 48,2'ye ulaşmıştır (Grafik 2.2.8). Aynı dönemde taşıt kredisi faizleri yüzde 36,2'den yüzde 47,2'ye, konut kredisi faizleri ise yüzde 24,5'ten yüzde 41,5'e yükselmiştir.

Grafik 2.2.7: Türk Lirası Fonlama Faizleri (4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.8: Kredi Faizleri (Akım Veri, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

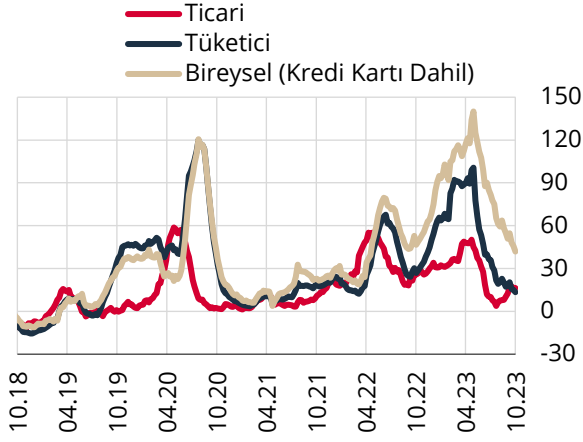
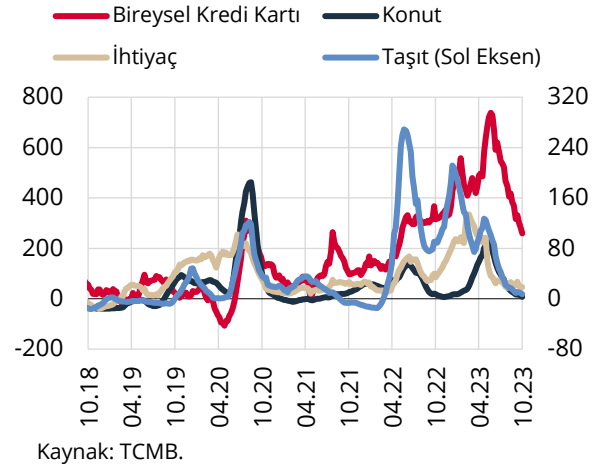
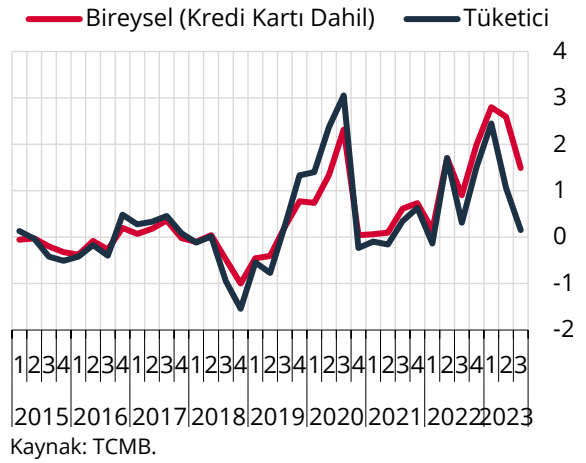
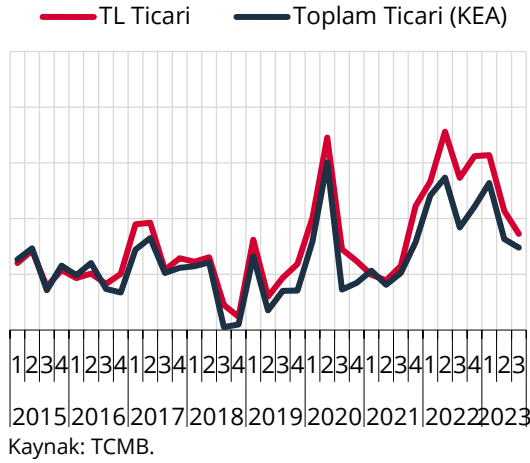


Kaynak: TCMB.

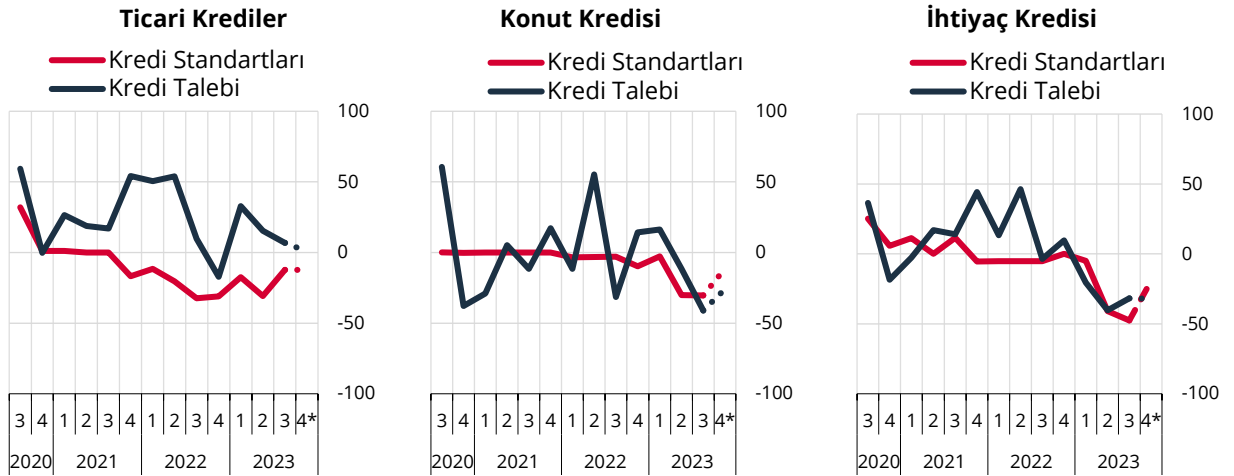
* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

** Kredili mevduat hesapları hariç.

Kredi büyümesi ve kompozisyonunda normalleşme süreci başlamıştır. Mayıs ayında negatif bölgeye düşen Türk lirası kredi mevduat faiz marjı nedeniyle durma noktasına gelen ticari kredi akışı, makroihtiyati çerçevede atılan sadeleşme adımlarının etkisiyle yeniden sağlanmıştır. Söz konusu adımlarla ticari krediler daha dengeli bir gelişim göstermektedir. Diğer taraftan, 2023 yılının ilk yarısında iç talebi artırarak enflasyon ve cari açık üzerinde risk oluşturan bireysel kredi büyümesinde yavaşlama eğilimi hızlanmıştır. 20 Ekim itibarıyla 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı ticari kredide yüzde 16,4 olarak gerçekleşirken, mayıs ayında yüzde 140 seviyesine ulaşan bireysel kredide bu oran yüzde 41,8'e gerilemiştir (Grafik 2.2.9). Taşıt, konut ve ihtiyaç kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranları yavaşlayarak 20 Ekim itibarıyla sırasıyla yüzde 17,8, 3,2 ve 18,3 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.10). Aynı dönemde, bireysel kredi kartı bakiyesinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı da yüzde 103,5'e gerilerken diğer kredi ayırımlarına göre yüksek seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.2.10). Türk lirası ticari kredi ve tüketici kredisi büyüme oranlarının seçici kredi politikası kapsamında uygulanan kredi büyüme sınırları ile uyumlu bir patikada gerçekleştiği görülmektedir. Reelleştirilmiş kredi değişimlerine bakıldığında, 2023 yılının üçüncü çeyreğinde, bireysel kredi kartı dışında, ticari ve tüketici kredilerinin uzun dönem ortalamalarına yakınsadığı gözlemlenmektedir (Grafik 2.2.11). Öte yandan, Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne göre dördüncü çeyrekte ticari kredi talebinin yatay seyretmesi, konut ve ihtiyaç kredi talebinin ise azalması beklenmektedir (Grafik 2.2.12).

Grafik 2.2.9: Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Büyüme, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)**Grafik 2.2.10: Bireysel Kredi Büyümesi** (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Büyüme, %)**Grafik 2.2.11: Kredi Değişimleri*** (Çeyreklik, Reel, Standart Değer)

* Seriler TÜFE kullanılarak reelleştirilmiştir. Serilerin ortalama ve standart sapmaları 2006-2019 dönemi esas alınarak hesaplanmıştır. Haftalık reel değişimler standardize edildikten sonra çeyreklik ortalamaları alınmıştır.

Grafik 2.2.12: Kredi Standartları ve Kredi Talebi

* Bankaların beklentisini göstermektedir. Kredi Standartları ve Kredi Talebi endekslerinin hesaplama yöntemi şu şekildedir: Bankalara kredi standartlarının (kredi talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi standartlarındaki (talebindeki) değişimin yönünü göstermektedir. Endeksin sıfırın üzerinde olması kredi standartlarındaki gevşemeyi (kredi talebindeki artışı) ifade etmektedir.

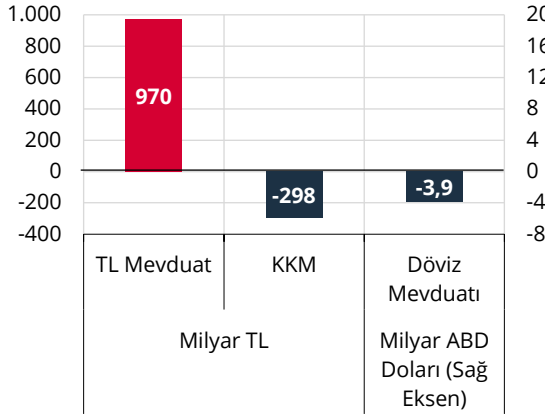
Mercek Altı 2.2

Türk Lirası Mevduat, Yabancı Para Mevduat ve Kur Korunmalı Mevduat (KKM) Hesaplarına Dair Gelişmeler

Haziran ayından itibaren başlayan parasal sıkılaştırma ve makroihtiyati çerçevede atılan sadeleşme adımları ile Türk lirası mevduat payının artırılmasına yönelik düzenlemelerin etkisiyle mevduat faizleri artışa geçmiştir. Bununla birlikte, 21 Temmuz 2023 ve 1 Eylül 2023 tarihlerinde yürürlüğe giren ve KKM mevduat hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranlarını artıran düzenlemeler ile yaklaşık 700 milyar Türk lirası likidite sterilize edilmiştir.

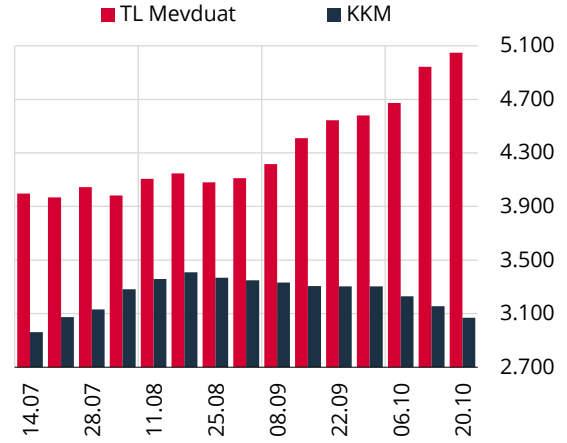
Bu gelişmelere paralel olarak toplam mevduat tutarı artmış, söz konusu artışın sürükleyicisi Türk lirası mevduat hesapları olmuştur. 25 Ağustos ve 20 Ekim arasında kapsayan dönemde Türk lirası mevduat hesapları 970 milyar Türk lirası artarken yabancı para mevduat ve KKM hesaplarından, sırasıyla 3,9 milyar ABD doları ve 298 milyar Türk lirası çıkış gerçekleşmiştir (Grafik 1). Bu bağlamda, yılın üçüncü çeyreğinde, faiz artışlarının ve düzenlemelerin kur korunmalı hesaplardan Türk lirası mevduata geçişi desteklediği gözlemlenmektedir (Grafik 2).

Grafik 1: Mevduat Değişimi
(25 Ağustos – 20 Ekim Arası)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2: Türüne Göre Mevduat Hesapları
(Milyar Türk Lirası)



Kaynak: TCMB.

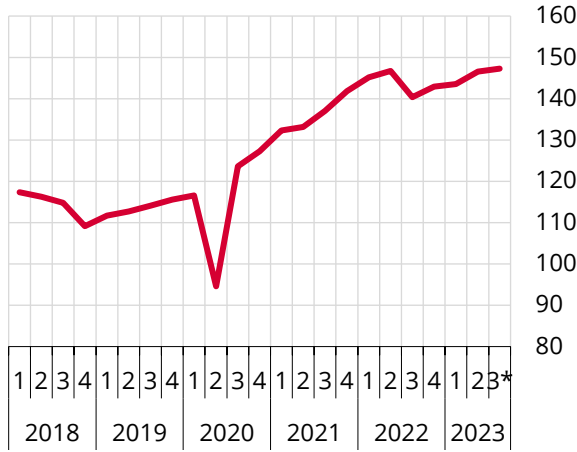
2.3 İktisadi Faaliyet

Arz ve Talep Gelişmeleri

2023 yılının ikinci çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verileri, iktisadi faaliyetin özellikle iç talep kaynaklı güçlü seyrettiğine işaret etmiştir. İkinci çeyrekte GSYİH, yıllık bazda yüzde 3,8 oranında artarken çeyreklik bazda büyüme hızlanmış ve yüzde 3,5 oranında gerçekleşmiştir. Bu dönemde yıllık büyümenin üretim yönünden temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam etmiştir. Sanayi sektörü büyümeye negatif katkı vermeyi sürdürmüştür, inşaat sektörü ise büyümeye önceki çeyrekte olduğu gibi sınırlı düzeyde pozitif katkı vermiştir (Grafik 2.3.1). Harcama yönünden yıllık bazda büyümeye en yüksek katkı 12,7 puan ile nihai yurt içi talepten gelmiştir. Söz konusu katkının 10,7 puan ile büyük çoğunluğu özel tüketimdeki güçlü artıştan kaynaklanmıştır. Dış talepte süregelen zayıf seyir nedeniyle ihracattaki gerilemeye karşın canlı seyreden iç talebin etkisiyle ithalattaki yüksek oranlı artış neticesinde net ihracatın büyümeyi azaltıcı etkisi 6,3 puan olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.2). Bu dönemde, yatırımların yıllık büyümeye olan katkısı 1,3 puan olurken yatırım kalemleri arasında en yüksek katkı, yıllık bazda artış eğilimini on beşinci çeyreğe taşıyan makina-teçhizat yatırımlarından gelmiştir.

Dış talepteki zayıf seyrin üretim göstergeleri üzerindeki sınırlayıcı etkisi sürmektedir. Ağustos ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak sanayi üretimi üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 0,5 gibi sınırlı bir oranda artmıştır (Grafik 2.3.5). Benzer şekilde, ikinci çeyrekte üretim kapasitesinde afet sonrasındaki toparlanmayla birlikte yüzde 76,2'ye yükselen kapasite kullanım oranı, üçüncü çeyrekte sınırlı artış kaydederek yüzde 76,5 seviyesinde, ekim ayı itibarıyla ise yüzde 76,8 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.6).

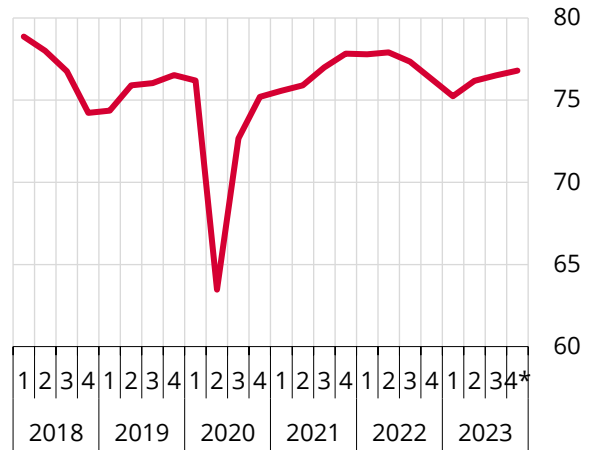
Grafik 2.3.5: Sanayi Üretim Endeksi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalaması.

Grafik 2.3.6: Kapasite Kullanım Oranı (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, %)

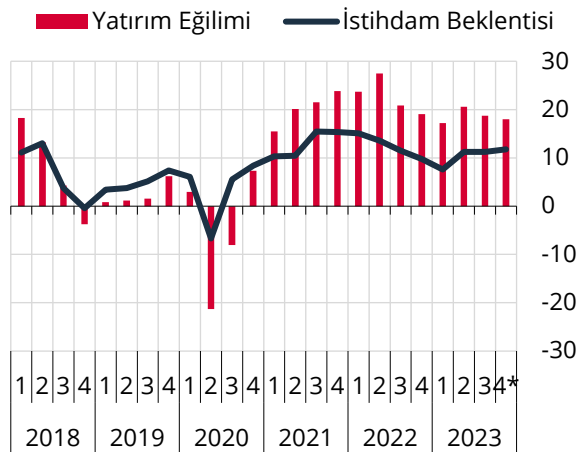


Kaynak: TÜİK.

* Ekim itibarıyla.

Üçüncü çeyrekte imalat sanayi firmalarının yatırım eğilimleri yüksek seviyelerini korumakla birlikte bir önceki çeyreğe göre sınırlı miktarda gerilemiştir (Grafik 2.3.7). Sermaye malları üretimi ile dış ticaret göstergeleri yatırımlardaki ılımlı görünümü teyit etmektedir. Ağustos ayı itibarıyla taşıt hariç sermaye malları üretimi çeyreklik bazda yüzde 1,8 oranında gerilerken sektörün çeyreklik bazdaki ithalat artışı bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlayarak yüzde 3,2 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.8).

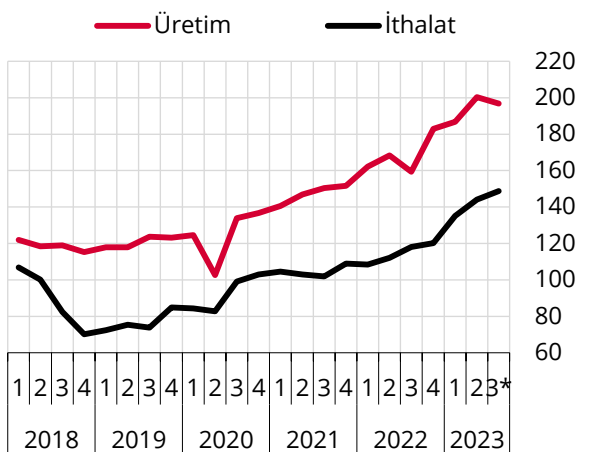
Grafik 2.3.7: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması ve İstihdam Beklentileri (Artacak-Azalacak, Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

* Ekim ayı itibarıyla.

Grafik 2.3.8: Taşıt Hariç Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



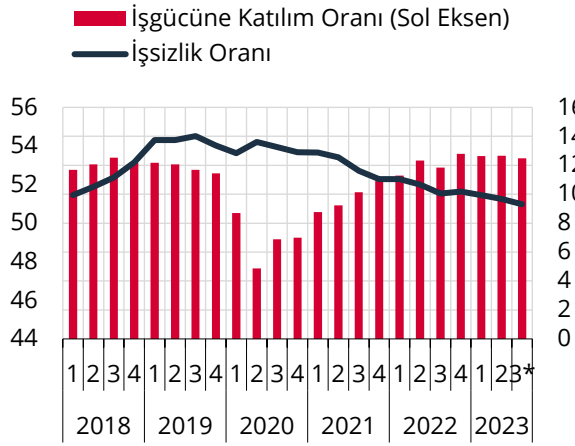
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalaması.

İşgücü Piyasası Gelişmeleri

İstihdam artışı üçüncü çeyrekte sınırlı oranda gerçekleşmiştir. Ağustos ayı itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam çeyreklik bazda yüzde 0,3 oranında (111 bin kişi) artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılım oranı ise 0,1 puan azalarak yüzde 53,4 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.9). Böylelikle, işsizlik oranı yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla 0,4 puan azalarak yüzde 9,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde nüfus artışı işsizlik oranı üzerinde 0,16 puan artırıcı etkiye bulunurken istihdam artışının 0,32 puan, katılım oranındaki gerilemenin ise 0,22 puan düşürücü etkisiyle işsizlik oranı çeyreklik bazda gerilemiştir (Grafik 2.3.10 ve Grafik 2.3.11).

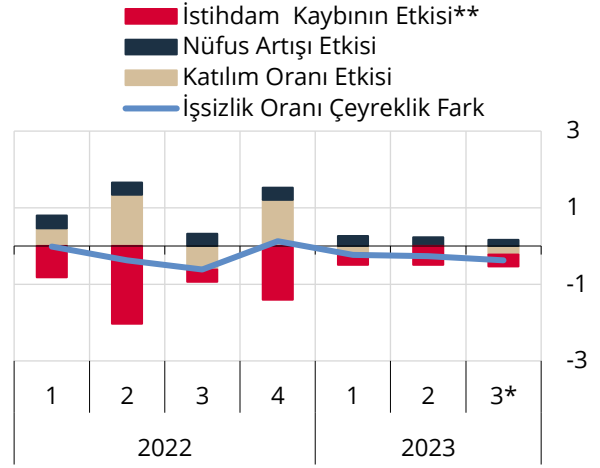
Grafik 2.3.9: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalaması.

Grafik 2.3.10: Toplam İşsizlik Oranı Değişimine Katkılar (Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)



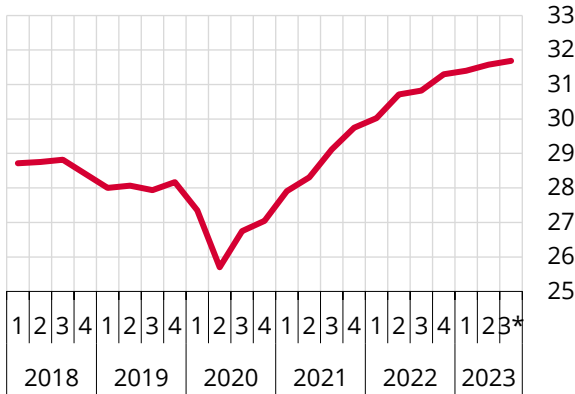
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalaması.

** İstihdam kaybının etkisinin eksi değer alması istihdam artışı olduğuna işaret etmektedir.

Yüksek frekanslı veriler işgücü piyasasında talebin gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Ekim ayının üçüncü haftası itibarıyla yeni iş ilanlarının ve toplam iş başvurusunun geçen seneki seviyelerinin üzerinde seyrettiği gözlenmektedir. Ayrıca, imalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri firmaların istihdam beklentilerinin çeyreklik bazda büyük ölçüde gücünü koruduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.3.12).

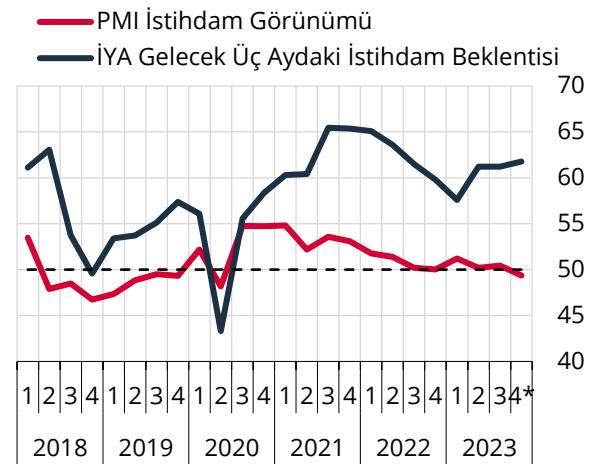
Grafik 2.3.11: Toplam İstihdam (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalaması.

Grafik 2.3.12: Sanayi Sektöründe İstihdam Görünümü ve Beklentisi** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Arttı-Azaldı)



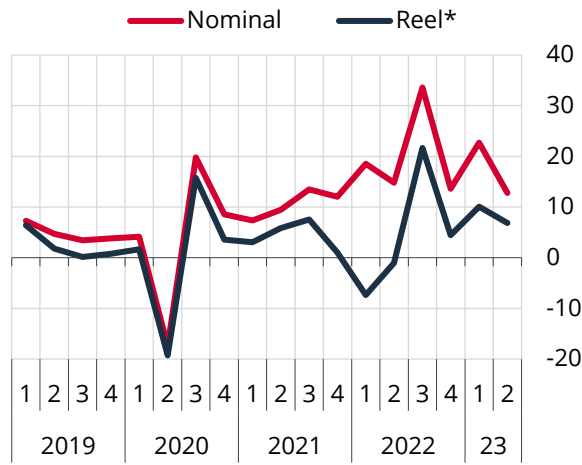
Kaynak: S&P Global, TCMB.

* İYİA ve PMI verileri ekim ayı itibarıyla.

** İYİA göstergesi PMI ile uyumlu olarak nötr seviyesi 50 olacak şekilde ayarlanmıştır.

Tarım dışı brüt ücret ve maaş endeksinde artış eğilimi yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamıştır (Grafik 2.3.13). Benzer şekilde, mevsimsellikten arındırılmış reel kazanç endeksinde sektörler genelinde görülen çeyreklik artış eğilimi ikinci çeyrekte düşmüştür (Grafik 2.3.14). Ancak 2023 yılı temmuz ayında asgari ücrette yapılan güncellemeye memur ve kamu işçi ücretlerindeki yükselişlerin eşlik etmesi ve ücretlerdeki artışın genele yayılması temmuz ve ağustos aylarında iç talebi canlı tutan etkenler arasındadır. Toplam ücretlerin asgari ücret dışındaki belirleyicilerinden enflasyondaki yüksek düzey ve iktisadi faaliyetin çevrimsel durumunun azalmakla birlikte pozitif çıktı açığına işaret etmesi bir arada değerlendirildiğinde, 2023 yılının ikinci yarısında ekonomi genelinde nominal ücret artışlarının geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde seyredeceği tahmin edilmektedir. Bu görünüm altında birim işgücü maliyet baskılarının sınırlanabilmesi için verimlilik artışlarının devamlılığı önem arz etmektedir.

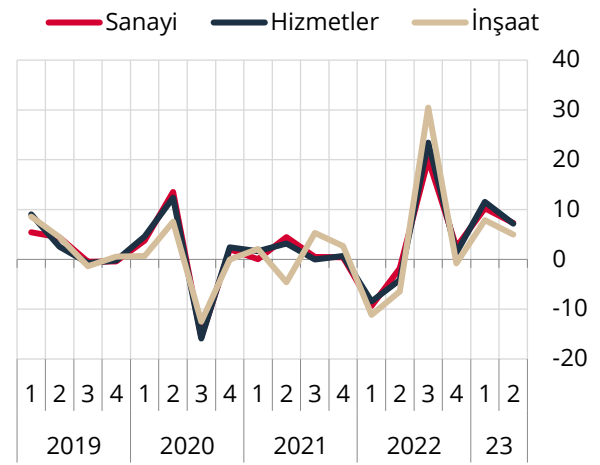
Grafik 2.3.13: Tarım Dışı Sektörlerde Brüt Ücret Maaş Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Grafik 2.3.14: Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik Kazanç Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim, Reel*)

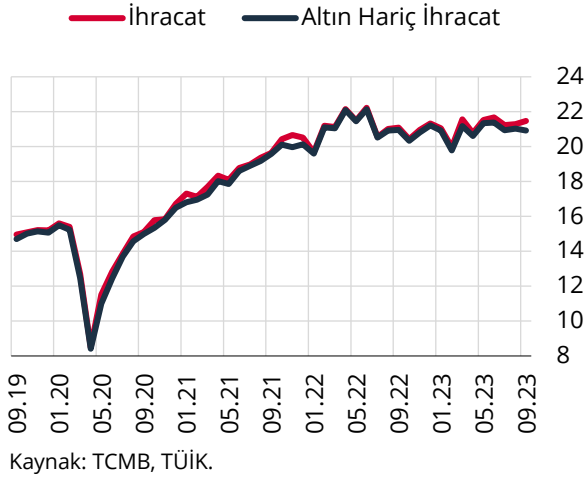
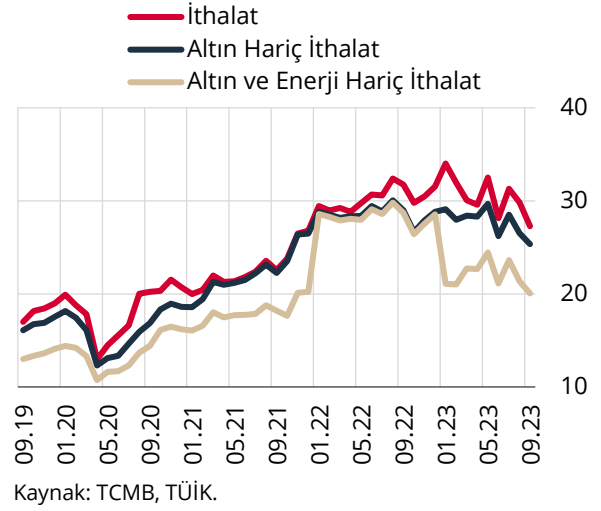


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

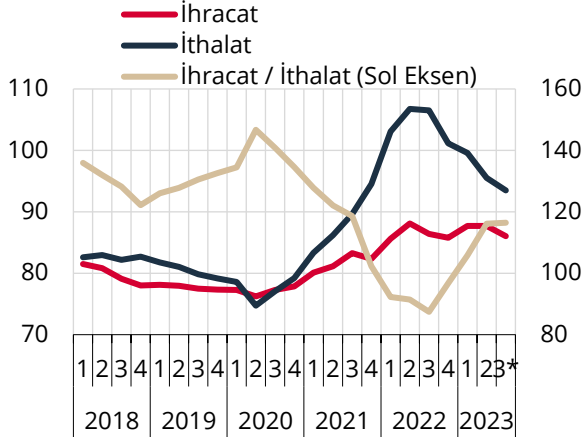
Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

İhracat yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyrekteki seviyesini korumuştur. Yılın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre artan ihracat, temmuz ayında bayram tatili kaynaklı olarak teslimatların öne çekilmesi nedeniyle düşüş kaydetmiştir. Ağustos ve eylül aylarında ise ihracat, takvim etkilerinin de devreden çıkmasıyla, kademeli olarak toparlanmıştır (Grafik 2.3.15). Böylelikle, yılın üçüncü çeyreğinde ihracat çeyreklik bazda yataya yakın bir seyir izlemiştir. Söz konusu dönemde, ihracattaki toparlanmaya en yüksek katkının Orta Doğu ve Afrika ülkelerinden geldiği, Avrupa ve Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT) ülkelerine yapılan ihracattaki düşüşün ise bu toparlanmayı sınırladığı gözlenmiştir. Bununla birlikte, gelişmiş ülke merkez bankalarının izlediği politikalara bağlı olarak Türkiye'nin ana ihracat pazarlarında iktisadi faaliyetteki zayıf seyrin devam etmesi dış talebi sınırlamaya devam etmiştir. Nitekim, Türkiye'nin önemli ticaret ortaklarından Euro Bölgesi'nde imalat PMI endeksi eylül ayında 43,4 ile zayıf seyrini sürdürürken ihracat ortaklarımızın PMI endekslerinden oluşturulan ihracat iklimi endeksi de üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre 2,7 puan azalarak 49,5 seviyesine gerilemiştir.

Grafik 2.3.15: İhracat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)**Grafik 2.3.16: İthalat** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

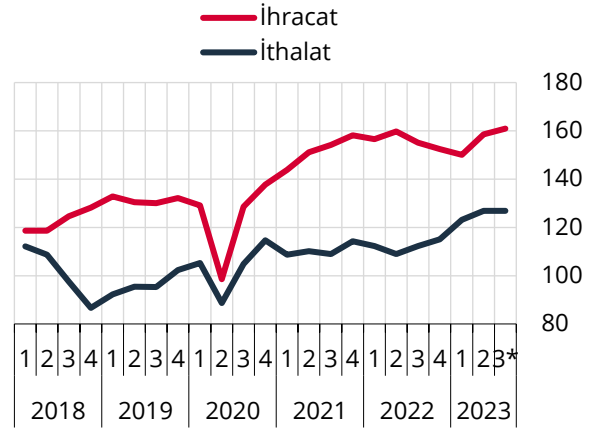
Yılın üçüncü çeyreğinde, sıkılaştırıcı politika duruşunun ithalat üzerindeki yavaşlatıcı etkisinin yansımaya başladığı değerlendirilmektedir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış altın ve enerji hariç ithalat, ağustos ve eylül aylarında azalış kaydetmiştir (Grafik 2.3.16). Bu dönemde, ara mali ithalatı bir önceki çeyreğe göre yüzde 5,2 oranında azalırken tüketim ve yatırım malları ithalatı sırasıyla yüzde 5,7 ve yüzde 2,4 oranlarında artış kaydetmiştir. Söz konusu kalemlerdeki çeyreklik artış eğiliminin üçüncü çeyrek itibarıyla hız kaybettiği gözlenmektedir. Eylül ayı geçici dış ticaret verileri, bir önceki ay getirilen altın ithalatının azaltılmasına yönelik kota uygulamasının da etkisiyle altın ithalatında yavaşlamaya işaret etmekle birlikte altın ithalatı halen tarihsel ortalamasının üzerinde seyretmektedir. Enerji ithalatı ise son dönemde artışa geçen küresel enerji fiyatlarının aylık enerji ithalat faturasına doğrudan yansımaya başlamasıyla birlikte eylül ayında artış kaydetse de yıllık bazda azalışını sürdürmüştür. Bu çerçevede, üçüncü çeyrekte dış ticaret açığı çeyreklik bazda azalış kaydetmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak ihracatın ithalatı karşılama oranı ise önceki çeyreğe göre yataya yakın bir seyir izleyerek yüzde 72 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Yılın üçüncü çeyreğinde, ihracat fiyatları bir önceki çeyreğe göre azalırken ithalat fiyatlarında 2022 yılının ikinci yarısında başlayan düşüş bu çeyrekte de devam etmiştir. Bu dönemde, ihracat ve ithalat fiyatlarındaki düşüşün yakın olması nedeniyle dış ticaret haddinde yatay bir görünüm izlenmiştir (Grafik 2.3.17). Diğer taraftan, mevsimsellikten arındırılmış ihracat miktarı, dış talepteki zayıf seyre rağmen temmuz-ağustos döneminde bir önceki çeyreğe göre artış kaydetmiştir. İthalat miktarında ise son dört çeyrekte süregelen artış eğilimi bu dönemde yerini yatay bir seyre bırakmış, böylece ithalat miktarı yüksek seviyelerini korunmuştur (Grafik 2.3.18).

Grafik 2.3.17: Dış Ticaret Birim Değer Endeksleri (2015=100)

Kaynak: TÜİK.

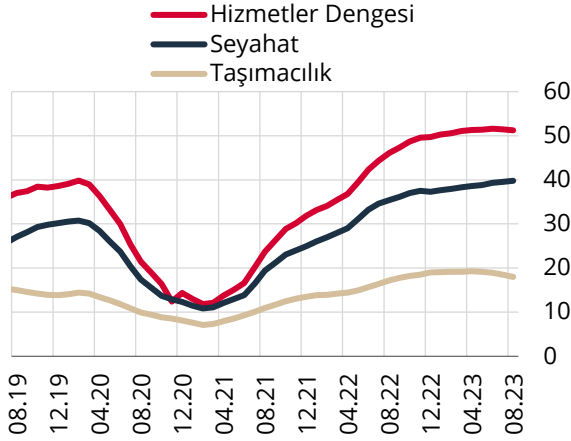
* Temmuz-aoğustos ayları ortalamasıdır.

Grafik 2.3.18: Dış Ticaret Miktar Endeksleri (Altın Hariç, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)

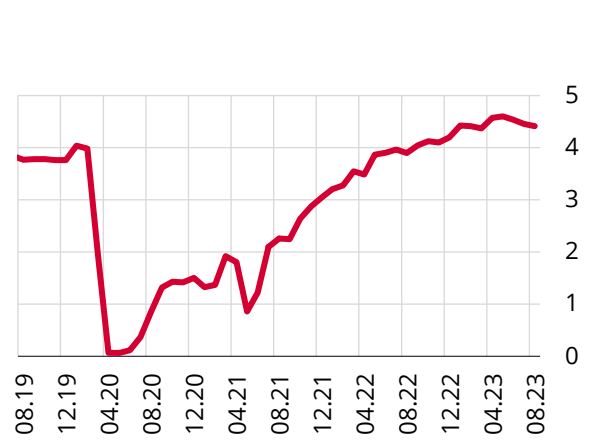
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Temmuz-aoğustos ayları ortalamasıdır.

Hizmetler dengesinin cari dengeye yıl geneline yayılan güçlü katkısı sürmektedir. Bu dönemde, artış eğilimini sürdüren net seyahat gelirleri ve yüksek seviyesini koruyan net taşımacılık gelirlerinin desteğiyle, yıllıklandırılmış hizmet dengesi gücünü korumuştur (Grafik 2.3.19). Seyahat ve taşımacılık gelirleri yılın ilk sekiz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla 4,1 ve 0,3 milyar ABD doları artarak 30,5 ve 22,8 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır. Üçüncü çeyrekte pandemi öncesi 2019 yılı son çeyreğindeki seviyesinin yaklaşık yüzde 18 üzerinde seyreden mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış yabancı ziyaretçi sayısı, seyahat gelirlerindeki artışın sürükleyicisi olmaya devam etmiştir (Grafik 2.3.20). Öncü veriler, yılın kalanında ziyaretçi sayısının görece yüksek seviyesini koruyacağına, böylece seyahat gelirlerine ve dolayısıyla cari dengeye olumlu katkı sunmaya devam edeceğine işaret etmektedir.

Grafik 2.3.19: Hizmetler Dengesi (12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

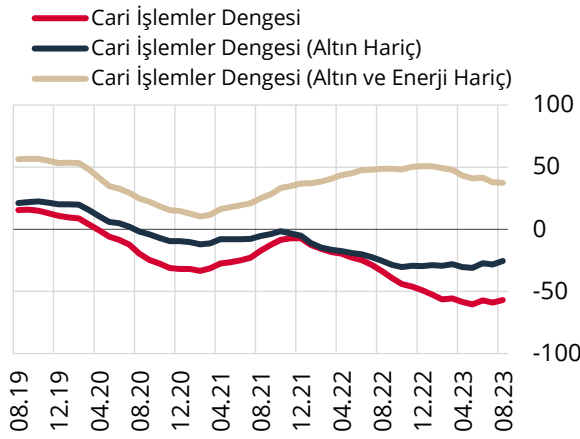
Grafik 2.3.20: Yabancı Ziyaretçi Sayısı (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyon Kişi)

Kaynak: TCMB.

Hizmetler dengesindeki güçlü seyir ve dış ticaret açığında son dönemde gözlenen gerileme ile birlikte yıllıklandırılmış cari açıkta düşüş görülmüştür. Ağustos ayında yıllıklandırılmış cari işlemler açığı 57 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Bu gerileme, hizmetler dengesindeki güçlü seyirle birlikte dış ticaret açığında ağustos ayında gözlenen iyileşmenin etkisiyle gerçekleşmiştir. Yıllıklandırılmış altın hariç cari açık 25,5 milyar ABD dolarına gerilerken altın ve enerji hariç cari fazla 37,5 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.21). Yıllık enerji ithalatında süregelen düşüş eğilimi bu dönemde de devam ederken ağustos ayında altın ithalatına getirilen kota uygulamasının etkisinin sınırlı kaldığı gözlenmiştir. Önümüzdeki dönemde, enerji fiyatlarında son aylarda görülen artışın enerji ithalatına yansımalarına rağmen, sıkılaştırıcı politika duruşunun etkisiyle iç talepteki dengelenmenin ithalatı yavaşlatıcı etkisi ve altın ithalatındaki kota uygulamasının devamıyla birlikte yıllıklandırılmış cari açıktaki düşüş eğiliminin süreceği değerlendirilmektedir.

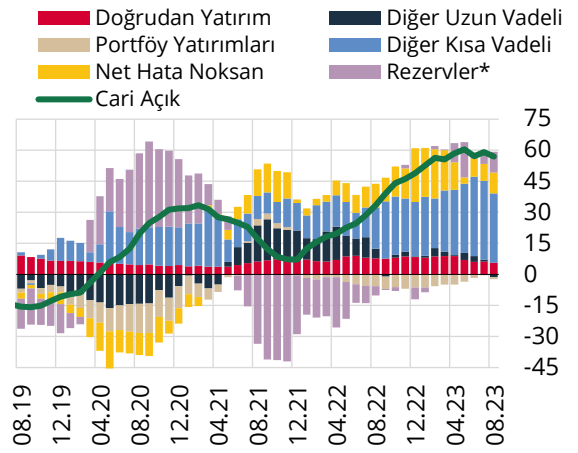
Cari işlemler açığının, azalmakla birlikte yüksek seviyesini koruması, finansman ihtiyacını canlı tutmuştur. Ağustos ayı itibarıyla yıllıklandırılmış olarak cari açığın finansmanı, ağırlıklı olarak yurt dışı yerleşiklerin yurt içindeki mevduatları ve ticari krediler gibi kısa vadeli kanallardan sağlanmaya devam etmiştir (Grafik 2.3.22). Bununla birlikte, doğrudan yabancı yatırımlardaki net girişler istikrarlı biçimde sürerken portföy yatırımları kaleminde uzun bir aradan sonra haziran ayından itibaren net girişler gözlenmiştir. 12-aylık birikimli olarak bankacılık sektörü yüzde 88'lik uzun vadeli borç çevirme oranıyla borç azaltma sürecine devam ederken firmaların uzun vadeli borç çevirme oranı yüzde 100 düzeyinde gerçekleşmiştir. Net hata ve noksan kaleminde haziran ayından itibaren yüksek girişler gerçekleşmiş, ağustos ayı itibarıyla yıllıklandırılmış net hata noksan kaleminden girişler 10,1 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Son aylarda özellikle resmi rezervlerde artış görülürken yıllıklandırılmış TCMB rezervleri ile toplam rezervlerdeki azalış sırasıyla 9,2 milyar ve 10 milyar ABD doları seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Grafik 2.3.21: Cari İşlemler Dengesi (12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.3.22: Cari Açığın Finansmanı (12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

* TCMB rezervleri ile yurt dışı bankalardaki efektif ve mevduatların toplamını göstermektedir. Negatif değer rezerv artışını ifade etmektedir.

Kamu Maliyesi Gelişmeleri

Yılın ilk dokuz ayında bütçe harcamaları deprem felaketlerinin getirdiği maliyetin yanı sıra bütçe harcamalarını artırıcı düzenlemeler nedeniyle yüksek bir artış kaydederken bütçe gelirlerini artırmaya yönelik olarak yapılan düzenlemelerin bütçe gelirlerine yansdığı görülmektedir. 2023 yılı ocak-eylül döneminde 512,6 milyar Türk lirası bütçe açığı kaydedilmiştir.

Yılın ilk dokuz ayında toplam harcamalar ve faiz dışı harcamalar sırasıyla yüzde 95,6 ve yüzde 92 oranında yıllık artış kaydetmiştir. Bu yüksek oranlı artışlarda deprem harcamaları, ocak ve temmuz aylarında kamu çalışanlarının maaşlarında yapılan düzenlemeler, emekli bayram ikramiyelerinin 1.100 Türk lirasından 2.000 Türk lirasına çıkartılması gibi unsurlar etkili olmuştur.

Merkezi yönetim bütçe gelirleri ocak-eylül döneminde yüzde 74,2 oranında artış kaydetmiştir. Vergi gelirleri yüzde 81, vergi dışı gelirler ise yüzde 34,7 oranında artmıştır. Vergi dışı gelirlerdeki artışın düşük kalmasında 2022 yılında 49,3 milyar Türk lirası olan TCMB kar ve yedek akçe transferinin bu sene 40 milyar Türk lirası olarak gerçekleşmesi etkili olmuştur. Öte yandan 12 Mart 2023 tarihinde yürürlüğe giren 7440 sayılı kanun çerçevesinde yapılan toplam yeniden yapılandırma tahsilatı eylül ayı itibarıyla 125 milyar Türk lirasına ulaşmıştır. Vergi gelirlerinin yüksek oranlı yıllık artışında ise gelir artırıcı düzenlemelerin yanı sıra iç talebin güçlü seyrinin de katkısı olmuştur.

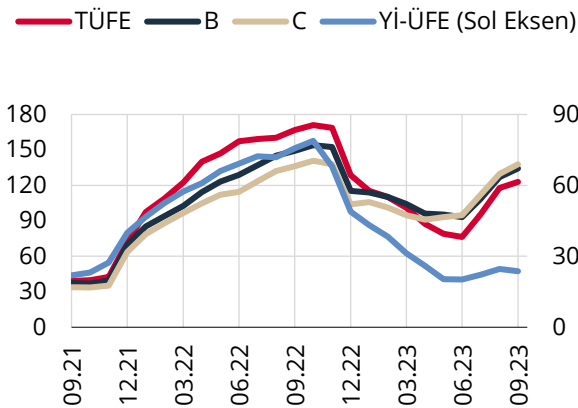
2023 yılı dördüncü çeyreği kamu mali duruşunun seyri açısından önem arz etmektedir. Yılın ilk dokuz ayındaki merkezi bütçe gerçekleştirmelerinin eylül ayında yayımlanan OVP tahminlerine kıyasla daha olumlu olduğu görülmektedir. OVP metninde depremde hasar gören bölgelerin yeniden ihyası ve imarı ile depremin etkilerinin ortadan kaldırılması amacıyla 2023 yılında 762 milyar Türk lirası harcama yapılacağı ifade edilmiştir. Depremle ilgili harcamaların büyük bir kısmını konut yapım giderleri oluşturmaktadır. Nitekim deprem konutlarının inşasıyla ilgili maliyetleri de içeren sermaye transferi kaleminin OVP gerçekleşme tahmini 685,1 milyar Türk lirası olarak verilmiştir. Söz konusu kalemin ilk dokuz aylık gerçekleşmesi yaklaşık 134 milyar Türk lirası olmuştur. Dolayısıyla depremle ilgili harcamaların yılın geriye kalan kısmında izleyeceği seyrin bütçe açığının şekillenmesinde önemli bir rol oynaması beklenmektedir.

2.4 Enflasyon

Tüketici yıllık enflasyonu 2023 yılı üçüncü çeyreğinde 23,32 puan artışla yüzde 61,53'e yükselmiş ve bir önceki Enflasyon Raporu döneminde sunulan tahmin aralığının üst bandının üzerinde gerçekleşmiştir.

Döviz kuru, ücret, vergi ve enerji fiyat artışı gibi birden fazla şokun kısa bir süre zarfında gerçekleşmesi, yılın üçüncü çeyreğinde fiyat belirleme davranışında önemli bir bozulmaya neden olmuştur (Kutu 2.2). Söz konusu bozulma sonucu fiyat artışlarının öne çekilerek temmuz ve ağustos aylarında yoğunlaştığı, eylül ayı itibarıyla enflasyonun ana eğiliminin yüksek seviyelerinden gerilemeye başladığı gözlenmiştir. Öncü göstergeler, maliyet şoklarının fiyatlara büyük oranda yansımış olmasıyla, ana eğilimdeki yavaşlamanın ekim ayında belirginleştiğine işaret etmektedir. Çeyreklik bazda incelendiğinde, tüketici fiyatları enerji ve hizmet sektörü başta olmak üzere tüm ana gruplarda bir önceki döneme kıyasla önemli ölçüde hızlanmıştır (Tablo 2.4.1). Böylelikle, 2022 yılı kasım ayından itibaren yıllık tüketici enflasyonunda gözlenen gerileme eğilimi üçüncü çeyrekte tersine dönmüştür (Grafik 2.4.1). Bu dönemde küresel enerji fiyatlarında gözlenen ABD doları bazındaki fiyat artışları enflasyonist baskıların artmasına sebep olmuştur. Enerji alt grubunda ham petrol fiyatlarının yanı sıra, propan, bütan, kömür ve doğal gaz kalemlerinde de artışlar izlenmiştir. Diğer taraftan, enerji dışı uluslararası emtia fiyatları çeyreklik bazda gerileyerek olumlu seyrini sürdürmüştür. Döviz kurlarında haziran ayındaki artışı takiben temmuz ayında da devam eden yükselişin etkileri başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere tüketici enflasyonu üzerinde yakından hissedilmiştir. Türk lirası ağustos ve eylül aylarında ise parasal sıkılaştırma süreci ve güçlü bir eğilim gösteren rezerv birikiminin etkileri ile istikrarlı seyrine geri dönmüştür. Döviz kuru ve uluslararası fiyat gelişmeleri sonucunda akaryakıt fiyatlarında yüksek seviyelere ulaşılması fiyatlama davranışlarındaki bozulmayı destekleyerek, doğrudan ve dolaylı kanallarla enflasyondaki yükselişe ilave etki yapmış ve fiyat artışlarının genele yayılmasına katkıda bulunmuştur. Yılın ikinci yarısı için asgari ücrette yapılan ayarlamayı takiben ücret artışlarının genele yayılması da talep ve maliyet kanallarıyla tüketici fiyatları üzerinde baskı yaratan diğer bir unsur olmuştur. Bu gelişmeler ışığında üretici fiyatları üzerindeki baskılar da belirginleşmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde güçlü seyreden talep koşullarının üçüncü çeyrekte birlikte zayıflamaya başladığı, ancak toplam talep koşullarının enflasyonist bir düzeyde kalmaya devam ettiği değerlendirilmektedir. Bu çeyrekte, enflasyondaki yükselişte önemli rol oynayan bir diğer unsur vergi ve harçlarda yapılan düzenlemeler olmuştur. Söz konusu unsurların yıllık tüketici enflasyonu üzerindeki etkisi başta KDV ve akaryakıtta ÖTV artışı olmak üzere 6 puanı aşmıştır. Dönemsel fiyatlama davranışına sahip, geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi güçlü olan kalemlerin ve yönetilen/yönlendirilen grupların öncülüğünde hizmet enflasyonunda katılık devam etmiştir. Bu görünüm altında, üçüncü çeyrekte tüketici fiyatlarının mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik artışı yüzde 26,31 ile oldukça yüksek olmuştur. Hizmet sektörü başta olmak üzere ana grupların yıllık enflasyona katkıları bir önceki çeyreğe kıyasla artmıştır (Tablo 2.4.1 ve Grafik 2.4.2).

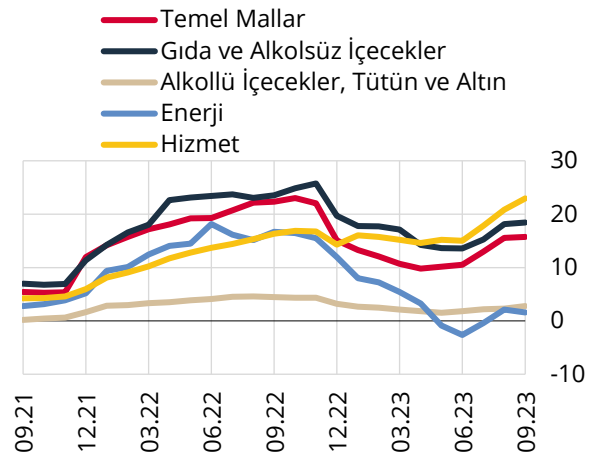
Grafik 2.4.1: TÜFE, Yİ-ÜFE, B Endeksi ve C Endeksi* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

* B endeksi: İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışı TÜFE. C endeksi: Gıda ve alkolsüz içecekler, enerji, alkol-tütün ve altın dışı TÜFE.

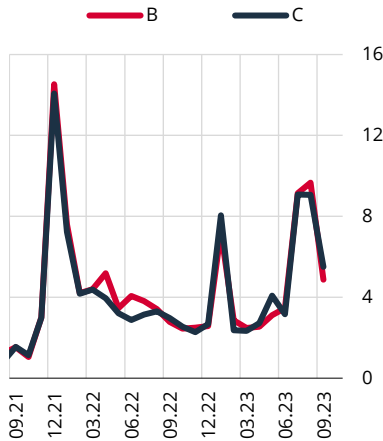
Grafik 2.4.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

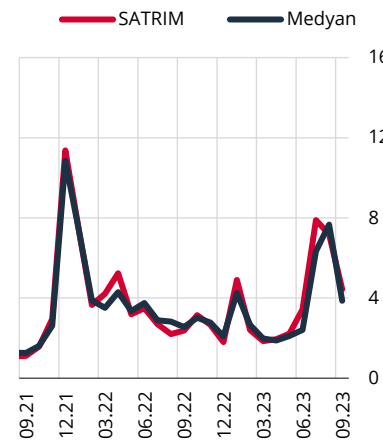
Çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonları ve ana eğilimleri yükselmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle, B ve C endekslerinin aylık artışları temmuz ve ağustos aylarında önemli ölçüde yükselmiş, eylül ayında ivme kaybetmekle beraber önceki çeyrek sonuna kıyasla yüksek seyretmiştir (Grafik 2.4.3). Eylül ayı itibarıyla B ve C endeksinin mevsimsellikten arındırılmış artış oranları sırasıyla yüzde 4,9 ve yüzde 5,5 olarak gerçekleşmiştir (haziran ayında yüzde 3,5 ve yüzde 3,2). Medyan enflasyon ve SATRIM gibi alternatif göstergeler de benzer bir eğilim sergileyerek bu görünümü teyit etmiştir (Grafik 2.4.4). B endeksini oluşturan alt gruplar incelendiğinde, aylık fiyat artışlarının temmuz ve ağustos aylarında oldukça güçlendikten sonra eylül ayında yavaşladığı izlenmiştir. Temel mallardaki yavaşlama belirgin olurken hizmet fiyat artışları güçlü seyrini korumuştur (Grafik 2.4.5). Hizmet grubunda çeyreklik enflasyon, vergi artışı, kur, asgari ücret, akaryakıt ve gıda fiyatları gelişmelerinin yanı sıra geçmiş enflasyona endeksleme ve eğitim gibi kalemlerdeki dönemsel fiyat belirleme davranışlarının etkisiyle yüzde 30,04 ile oldukça yüksek bir oranda gerçekleşmiştir. Fiyat artışları alt gruplar geneline yayılmakla beraber, çeyreklik bazda en yüksek fiyat artışı ulaştırma hizmetleri (yüzde 58,55) alt grubunda kaydedilmiştir (Tablo 2.4.1). Akaryakıt fiyatlarındaki belirgin artış ulaştırma hizmetlerinin genelini olumsuz etkilemiş, okulların açılmasına bağlı olarak servis ücretlerinde yüksek oranlı artış izlenirken hava yolu ile yolcu taşımacılığı ve karayolu ile şehirlerarası yolcu taşımacılığı öne çıkan diğer kalemler olmuştur. Döviz kuruna duyarlılığı yüksek ve emek yoğun kalemleri içeren diğer hizmetler alt grubunda okul ve üniversitelerin açılmasına bağlı dönemsel etkilerin de görülmesiyle çeyreklik artış yüzde 26,25 olurken üniversite eğitimi, kişisel ulaştırma araçlarının bakım-onarımı, sağlık, eğlence ve spor ile ev içi hizmetlerindeki yükselişler dikkat çekmiştir. Kira alt grubunda, çeyreklik enflasyondaki yüksek artışla (yüzde 25,53) yıllık enflasyon yüzde 95,03'e yükselmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış aylık artışlar, kiralarda momentumun güçlü olduğuna işaret etmiştir. Lokanta-otel alt grubu görünümünde, gıda fiyatlarına ve asgari ücret gelişmelerine duyarlılığı yüksek olan yemek hizmetlerinin yanı sıra turizmdeki görünüm ve üniversitelerin açılmasına istinaden yurt ücretlerinden etkilenen konaklama hizmetleri etkili olmuştur. Bu gelişmelerle hizmetlerin yıllık tüketici enflasyonuna katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla 7,95 puan artarak 22,95 puana ulaşmıştır (Grafik 2.4.2). Temel mallar grubunda alt gruplar genelinde fiyat artışları belirgin olmuştur (Tablo 2.4.1). Dayanıklı mal grubundaki fiyat yükselişini kur gelişmeleri ve canlı seyreden iç satışlara bağlı olarak otomobil fiyatları (yüzde 27,56) sürüklemeye devam etmiştir. Bu dönemde, mobilya ile beyaz eşya kalemlerinde de fiyat artışları oldukça hızlanmıştır.

Grafik 2.4.3: B ve C Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

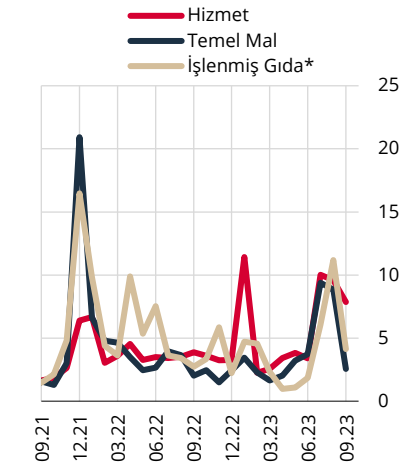
Grafik 2.4.4: Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM* ve Medyan**
(Aylık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* SATRIM: Mevsimsellikten arındırılmış verilerle hesaplanan budanmış ortalama enflasyon.
** Medyan: Mevsimsellikten arındırılmış 5 basamaklı alt fiyat endekslerinin aylık enflasyon dağılımının medyan değeri.

Grafik 2.4.5: B Endeksi Alt Grupları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim)



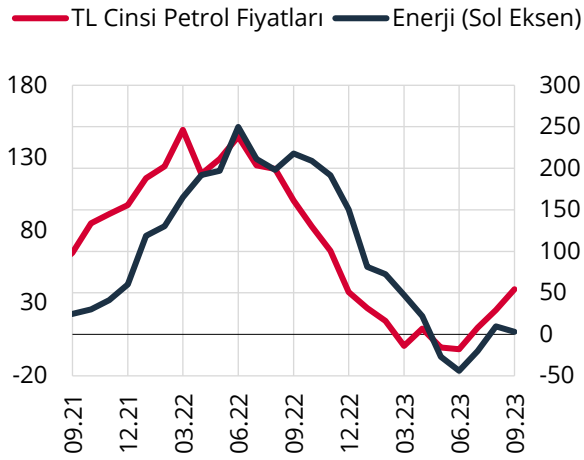
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* İşlenmiş gıda grubunda mevsimsel etki bulunmamaktadır.

Enerji fiyatları, üçüncü çeyrekte vergi ayarlamalarının yanı sıra döviz kuru ve başta ham petrol olmak üzere uluslararası enerji emtia fiyatlarındaki gelişmelerin etkisiyle önemli ölçüde artış kaydetmiştir (Grafik 2.4.6 ve Tablo 2.4.1). Bir önceki çeyrekte büyük miktarda düşüş gösteren yurt içi enerji fiyatları, yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 33,71 oranındaki yükselişle ana alt gruplar arasında en yüksek artışı gösteren grup olmuştur (Tablo 2.4.1). Haziran ayında ortalama yaklaşık 75 ABD doları düzeyinde olan uluslararası

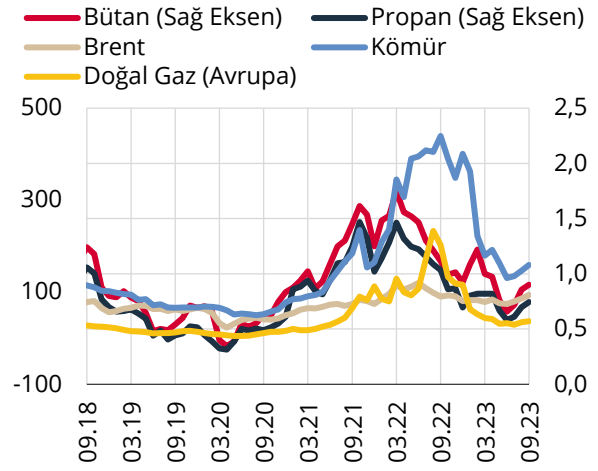
Brent tipi ham petrol fiyatları, eylül ayını ortalama 94 ABD doları seviyesinde tamamlamıştır. Haziran-temmuz aylarında önemli ölçüde yükselen ABD doları kuru, takip eden dönemde istikrarlı bir seyir izlemiştir. 16 Temmuz tarihi itibarıyla akaryakıtta maktu ÖTV tutarları güncellenmiştir. Söz konusu gelişmeleri takiben temmuz ve ağustos aylarında yurt içi akaryakıt fiyatlarında kayda değer artışlar gerçekleşmiştir. Eylül ayında ise uluslararası petrol fiyatlarında devam eden artışa karşın döviz kurunun gecikmeli etkilerindeki zayıflamaya paralel olarak akaryakıt fiyatlarındaki artış yavaşlamıştır. Uluslararası enerji fiyatlarında ABD doları bazındaki artış ham petrol ile sınırlı kalmayıp, alt gruplar geneline yayılmıştır (Grafik 2.4.7). Bu gelişmeler doğrultusunda, yurt içinde tüp gaz ve kömür fiyatları yükselmiştir. Enerji fiyatlarındaki yükselişin etkisi bu dönemde tüketici fiyatlarının yanı sıra üretici fiyatları üzerinde de yakından hissedilmiştir. Üçüncü çeyrekte, şebeke suyu fiyatlarında görülen artışlar güçlenmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, enerji yıllık enflasyonu eylül ayı itibarıyla yüzde 10,25 seviyesinde gerçekleşirken bu grubun yıllık tüketici enflasyonuna katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla 4,22 puan artarak 1,57 puan olmuştur (Grafik 2.4.6 ve Grafik 2.4.2).

Grafik 2.4.6: Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK.

Grafik 2.4.7: Enerji Emtia Fiyatları* (ABD Doları, Euro)



Kaynak: Bloomberg.

* Brent petrol varil, kömür ton, bütan ve propan ise galon başına ölçülmektedir. Avrupa doğal gaz fiyatları euro cinsinden ve megawatt-saat başıdır.

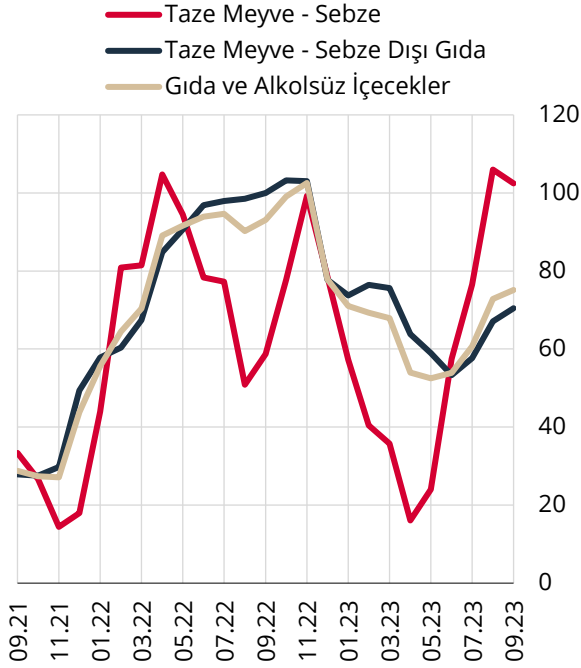
Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları

	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2022	2023			2022	2023		
	IV	I	II	III	IV	I	II	III
TÜFE	7,61	12,04	6,07	26,31	64,27	50,51	38,21	61,53
B	7,71	13,05	9,38	25,50	57,68	52,11	46,63	67,22
C	7,68	13,20	10,28	25,51	51,93	47,36	47,33	68,93
1. Mallar	7,03	8,79	5,10	24,43	67,31	47,10	30,92	52,39
Enerji*	1,48	2,63	-20,84	33,71	94,43	35,66	-16,52	10,25
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	12,34	13,30	12,41	22,21	77,87	67,89	53,92	75,14
İşlenmemiş Gıda	11,19	17,34	21,56	23,39	73,25	65,94	68,44	96,17
Taze Meyve ve Sebze	10,48	9,43	17,12	15,40	78,54	35,72	57,49	102,46
İşlenmiş Gıda*	11,83	12,04	3,96	22,81	82,00	71,68	43,36	59,95
Temel Mallar	6,50	7,56	9,22	22,09	48,96	36,58	36,69	53,23
Giyim ve Ayakkabı	3,95	3,32	6,21	13,96	25,01	16,26	20,04	31,36
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	7,06	9,33	13,72	24,41	48,13	40,21	43,30	65,61
Mobilya	10,78	14,44	4,27	22,53	75,44	63,26	37,52	62,08
Otomobil	5,14	8,91	17,78	27,56	31,17	31,93	46,61	72,91
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler*	13,57	5,75	7,56	22,01	61,01	41,05	42,53	57,63
Diğer Dayanıklı Mallar*	7,71	8,63	6,51	23,07	51,43	40,96	36,33	53,37
Diğer Temel Mallar*	8,94	7,85	4,13	22,69	65,91	44,48	37,75	50,10
Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın*	6,90	10,37	12,25	26,24	58,90	41,00	40,14	67,19
2. Hizmetler	10,43	16,83	11,02	30,04	55,49	59,93	59,45	86,46
Kira	11,36	18,08	18,28	25,53	47,07	62,76	75,91	95,03
Lokanta ve Oteller	11,49	20,97	13,69	25,32	68,48	70,73	67,22	92,48
Ulaştırma	5,55	12,87	3,61	58,55	88,70	57,12	36,25	95,97
Haberleşme	7,47	12,13	14,23	12,24	30,13	35,87	43,84	55,04
Diğer Hizmetler	9,08	19,62	10,05	26,25	48,05	57,08	57,42	81,64

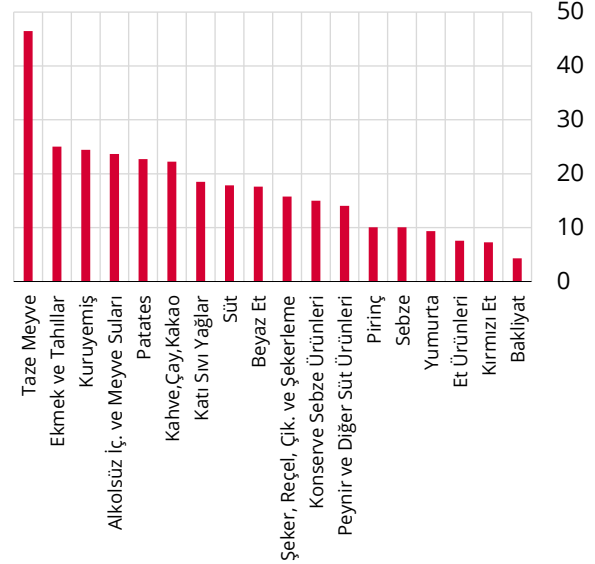
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Mevsimsellik saptanmayan kalemler.

Küresel tarımsal emtia ve gıda fiyatlarındaki gerilemeye rağmen gıda fiyatlarında artış eğilimi güçlenmiş, gıda yıllık enflasyonu manşet enflasyonun üzerindeki seyrini sürdürmüştür. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonunda 2022 yılı aralık ayından itibaren gözlenen düşüş eğilimi üçüncü çeyrekte yerini yüksek artışa bırakmış, yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla 21,22 puan artarak yüzde 75,14 seviyesine ulaşırken manşet enflasyonun 13,61 puan üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.8). Genele yayılan fiyat artışlarının görüldüğü gıda grubunda mevsimsellikten arındırılmış veriler önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir kuvvetlenmeye (yüzde 22,21) işaret etmiştir. Taze meyve ve sebze grubu fiyatları temmuz ve ağustos aylarında olumsuz hava koşulları ve artan girdi maliyetleri sonucunda mevsimsel ortalamasının aksine yükseliş kaydetmiş, ağustos ayında grup yıllık enflasyonu endeks tarihinin en yüksek seviyesine (yüzde 105,98) ulaşmıştır. Eylül ayında sebze fiyatlarında gerileme görülmesine rağmen taze meyve-sebze grubu çeyreklik bazda yüzde 15,40 oranındaki artış ile güçlü seyrini korumuştur. Diğer gıda grubunda da enflasyon bu dönemde yukarı yönlü bir seyir izlemiştir (Tablo 2.4.1, Grafik 2.4.8 ve Grafik 2.4.9). TMO'nun un regülasyonunun haziran ayı itibarıyla sona ermesi ve asgari ücret artışı kaynaklı etkilerle ekmek-tahıl grubu fiyatları tarihsel eğilimlerinin üzerinde artış kaydetmiştir. Çiğ süt tavsiye fiyatının 1 Ağustos 2023 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yüzde 35,3 oranında yükseltilmesinin etkileri süt ve süt ürünlerinde yakından hissedilmiştir (Grafik 2.4.9). Katı-sıvı yağ fiyatlarında görülen hızlanmayı dış talebin de etkisiyle artan zeytinyağı kalemi sürüklemiştir. Kuruyemiş, alkolsüz içecekler, patates ve kahve-çay-kakao tarihsel eğilimlerinin üzerindeki artışlarla öne çıkan diğer alt kalemler olmuştur (Grafik 2.4.9).

Grafik 2.4.8: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 2.4.9: Gıda Alt Kalemleri Fiyatları* (2023Ç3 % Değişiminin Tarihsel Ortalamasından Sapması, Sıralanmış)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

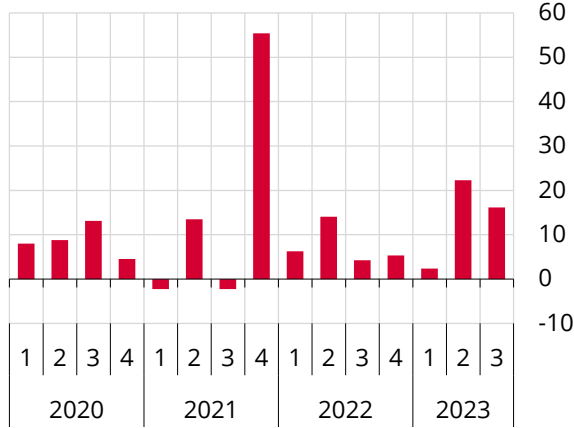
* Gıda alt kalemleri bazında, 2023 Ç3 çeyreklik yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021 dönemi üçüncü çeyrek ortalaması) farkı.

Yılın üçüncü çeyreğinde alkollü içecek ve tütün ürünleri fiyatları yüzde 26,93 oranında artmıştır. Alkollü içecek ve tütün ürünlerinde maktu ve asgari maktu vergi oranları temmuz ayında geçmiş altı aylık ÜFE artışı ile güncellenmiştir. Ayrıca, dönem içerisinde tütün ürünlerinde KDV oranının 2 puan artmasının nihai fiyatlara yansımaları (mali çarpan etkisi¹) belirgin olmuştur. Tütün ürünlerinde vergi artışı kaynaklı etkileri eylül ayında üretici firma kaynaklı fiyat artışları izlemiştir. Böylelikle, üçüncü çeyrekte alkollü içecek fiyatları yüzde 19,02 oranında artarken tütün ürünleri fiyatları yüzde 27,71 oranında yükselmiştir. Alkol ve tütün ürünleri fiyatlarındaki artışın üçüncü çeyrekte yıllık tüketici enflasyonundaki yükselişe etkisi 0,89 puan olmuştur.

Enflasyonun Belirleyicileri

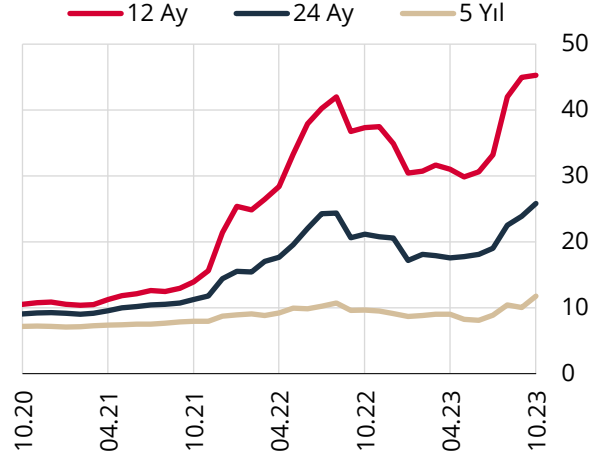
Tüketici enflasyonundaki yükselişte Türk lirasında gerçekleşen değer kaybı önemli rol oynamıştır. Döviz kurunda mayıs ayında gerçekleşmeye başlayan artışlardan sonra ağustos ayında daha istikrarlı fiyat hareketleri gözlenmiş, çeyreğin kalanında da ılımlı bir seyir hakim olmuştur. Bu çerçevede, yılın ikinci çeyreğindeki artıştan sonra haziran ve eylül ayları arasında sepet döviz kuru yüzde 16,15 oranında yükselmiştir (Grafik 2.4.10). Döviz kurundaki artışların yüksek oranlı olması ve vergi düzenlemeleri ile asgari ücret ayarlamasıyla yakın zaman aralığında gerçekleşmesi nedeniyle gerek maliyet gerekse de beklenti kanalıyla söz konusu artışlar oldukça hızlı bir şekilde tüketici fiyatlarına yansımıştır. Nitekim, dayanıklı tüketim malları ve enerji başta olmak üzere, kura duyarlılığı yüksek olan kalemlerde son üç aylık dönemde güçlü fiyat artışları gerçekleşmiştir.

¹ Mali çarpan etkisi, tütün ürünlerinde vergi matrahının perakende fiyat olması nedeniyle nispi vergi oranlarına bağlı olarak üretici fiyatlarında bir birimlik artışın perakende fiyatlara yansımalarının daha yüksek bir oranda olmasını ifade etmektedir.

Grafik 2.4.10: Sepet Kur* (Çeyreklik % Değişim)

Kaynak: TCMB.

* ABD doları ve euro eşit ağırlıklı. Hesaplamalar ilgili çeyreğin son ayında oluşan ortalama kur değeri ile yapılmıştır.

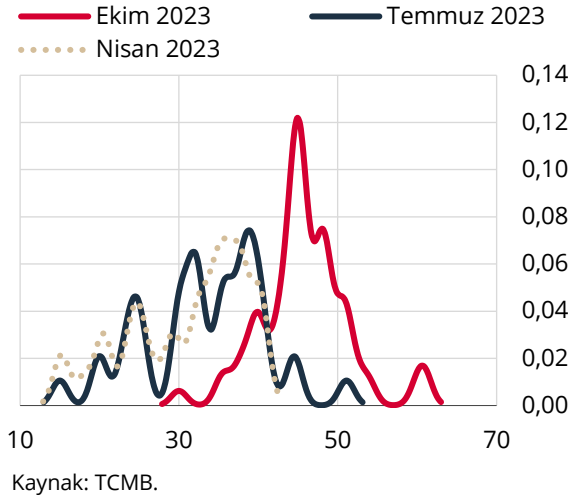
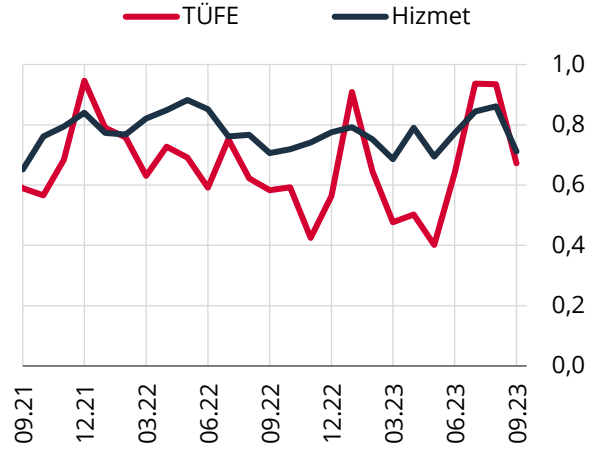
Grafik 2.4.11: Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (%)

Kaynak: TCMB.

* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Piyasa Katılımcıları Anketi verileridir.

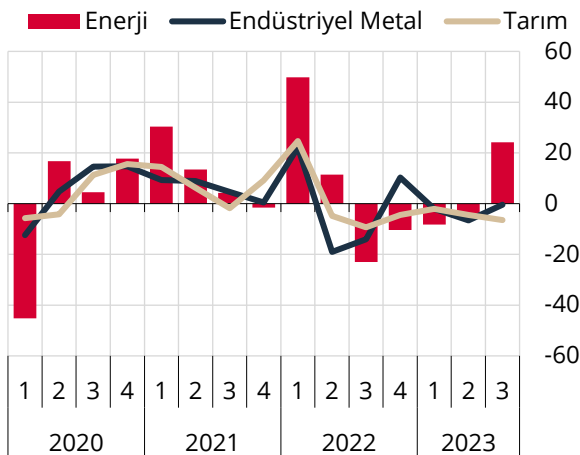
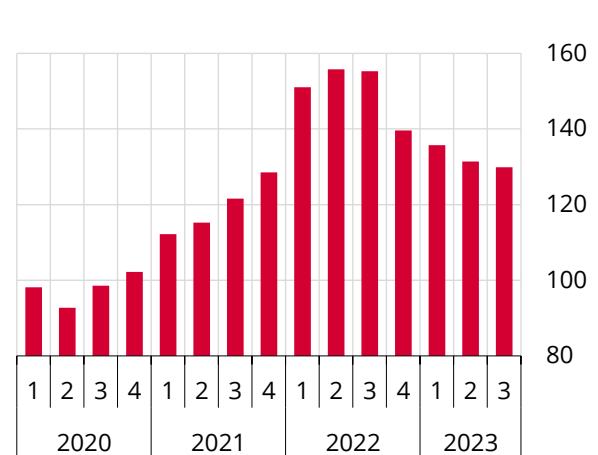
Enflasyon beklentileri yükselmeye devam ederken yayılım endeksleri KDV artışının da etkisiyle tarihsel ortalamalarının önemli ölçüde üzerinde seyrederek fiyat artışlarının genele yayıldığını ortaya koymuştur.

Piyasa Katılımcıları Anketi verilerine göre enflasyon beklentilerinde haziran ayında başlayan yukarı yönlü güncellemeler ağustos ayında belirginleşmiştir. Döviz kuru gelişmeleri ile birlikte çeyrek içinde beklentileri aşan enflasyon gerçekleştirmeleri beklentileri yükselten temel unsurlar olurken takip eden dönemde parasal sıkılaştırma adımlarının devamıyla birlikte güncellemeler yavaşlamaya başlamıştır (Kutu 2.3). Ekim ayı anket sonuçları, 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisinin bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 12,07 puan yükselerek yüzde 45,28 seviyesine ulaştığına işaret etmiştir. 5 yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi 2,90 puan yukarı yönlü güncellenmiş ve yüzde 11,76 olarak ölçülmüştür (Grafik 2.4.11). Ekim ayı itibarıyla cari yıl sonu enflasyon beklentisi ise yüzde 68,01 seviyesindedir. 12 ay sonrası TÜFE enflasyon beklentisi sorusuna verilen yanıtlardan elde edilen dağılım, beklenti güncellemelerine paralel olarak sağa kayarken medyan değer üzerindeki uzlaşma bir önceki Enflasyon Raporu dönemlerine kıyasla güçlenmiştir (Grafik 2.4.12). Asgari ücret artışı, vergi düzenlemeleri, kur gelişmeleri ve küresel enerji fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketler, temel mal sektörü başta olmak üzere, firmaların fiyat belirleme davranışını olumsuz etkilemiştir. Temel mal sektörü yayılım endeksi son dönemde belirgin bir artış sergilemiş, tarihsel ortalamasının üzerinde seyretmekte olan hizmetler sektörü yayılım endeksi ise bu gelişmelerle bir miktar daha yükselmiştir (Grafik 2.4.13). Hizmetler sektöründe dönemsel fiyat belirleme ve geriye doğru endeksleme davranışının daha belirgin olması makroekonomik şokların etkisini zamana yaymakta, diğer bir deyişle sektör enflasyonunun atalet sergilemesine neden olmaktadır. Söz konusu görünümün yılın son çeyreğinde korunabileceği, hizmetler sektöründe fiyat artışları devam ederken şokların etkisinin zayıflamasıyla temel mal başta olmak üzere, diğer sektörlerde fiyat artışlarının zayıflayacağı değerlendirilmektedir. Nitekim, ekim ayına ait öncü göstergeler bu görünümü destekler niteliktedir.

Grafik 2.4.12: Piyasa Katılımcıları Anketi Dağılımı (12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)**Grafik 2.4.13: TÜFE ve Hizmetler Sektörü Yayılım Endeksleri* (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık)**

* Yayılım Endeksi, fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır.

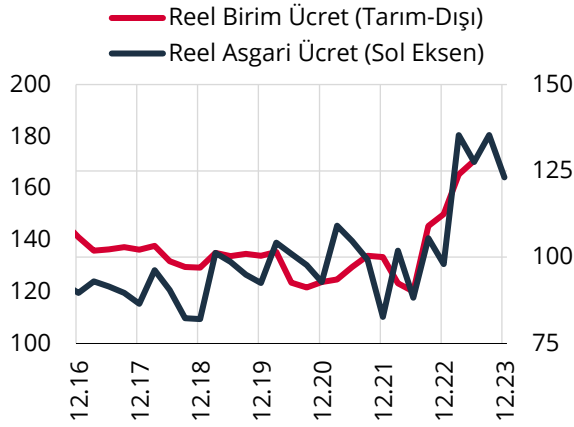
Küresel enerji fiyatları belirgin bir şekilde yükselirken diğer emtia gruplarında fiyatlar bir miktar gerilemiştir. Son üç aylık dönemde enerji ve enerji dışı emtia fiyatları arasında belirgin bir ayrışma izlenmiştir. Enerji grubunda güçlü fiyat artışları gerçekleşirken endüstriyel metal fiyatları yatay seyretmiş, tarım grubunda ise fiyatlar gerilemeye devam etmiştir (Grafik 2.4.14). Enerji grubunda fiyat artışları ham petrol ile sınırlı kalmamış, propan, bütan, kömür ve doğal gaz gibi kalemlerde de fiyatların yükselmesiyle genele yayılmıştır. Küresel piyasalarda hakim olan görece olumlu fiyat gerçekleştirmeleri sonucunda ithalat birim değer endeksi düşüş eğilimini yavaşlayarak da olsa bu çeyrekte de sürdürmüştür. Böylece, başta ham petrol olmak üzere küresel enerji fiyatlarında gerçekleşen artışlara rağmen yurt dışı gelişmeler kaynaklı maliyet baskıları son dönemde bir miktar daha hafiflemiştir (Grafik 2.4.15). Küresel arz koşullarının ılımlı seyrini koruması bu görünümü destekleyen bir diğer gelişme olmuştur.

Grafik 2.4.14: Emtia Fiyat Endeksleri (Çeyreklik % Değişim)**Grafik 2.4.15: İthalat Birim Değer Endeksi* (2019Ç4=100, ABD Doları)**

* Çeyrek verileri ilgili dönemin son ay verisinden oluşmaktadır. 2023 yılı üçüncü çeyrek verisi ağustos ayı itibarıdır.

Üretici fiyatlarının ana eğilimi son üç aylık dönemde güç kazanmıştır. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin ücret verileri, yılbaşında açıklanan yüksek oranlı asgari ücret artışını takiben nominal ücretlerde ekonomi genelinde gerçekleşen yükselişin sonraki çeyrekte de sürdüğüne işaret etmiştir. Nominal ücretlerde gözlenen yüksek oranlı artış, reel çalışılan saat başı birim ücretlerin yükselmesini de beraberinde getirmiştir (Grafik 2.4.16). Bu çerçevede, temmuz ayında yapılan ikinci asgari ücret artışını takiben reel ücretlerin yılın üçüncü çeyreğinde yükseleceği değerlendirilmektedir. Kur gelişmeleri ile birlikte gerek yurt içi gerekse de yurt dışı kaynaklı diğer maliyet gelişmeleri neticesinde, üretici fiyatları ana eğilimi yılın üçüncü çeyreğinde güç kazanmıştır (Grafik 2.4.17). Bu gelişmeler ışığında, çeyrek genelinde tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı baskılar güçlü seyretmiştir.

Grafik 2.4.16: Reel Çalışılan Saat Başı Birim Ücret* (Katma Değer Üzerinden, 2015=100, Mevsimsellikten Arındırılmış) ve **Reel Asgari Ücret**** (2015=100)

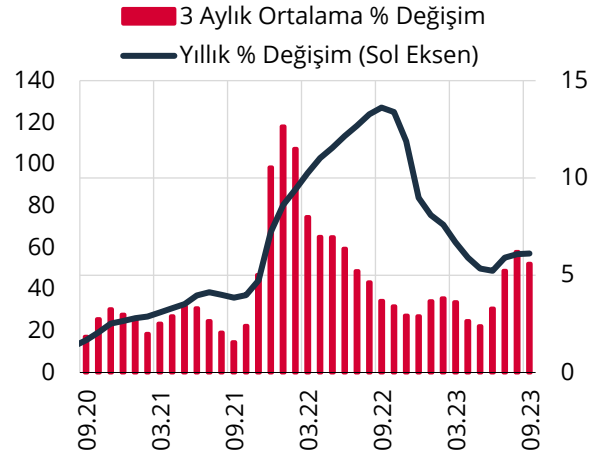


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır. Reel Çalışılan Saat Başı Ücret/Verimlilik.

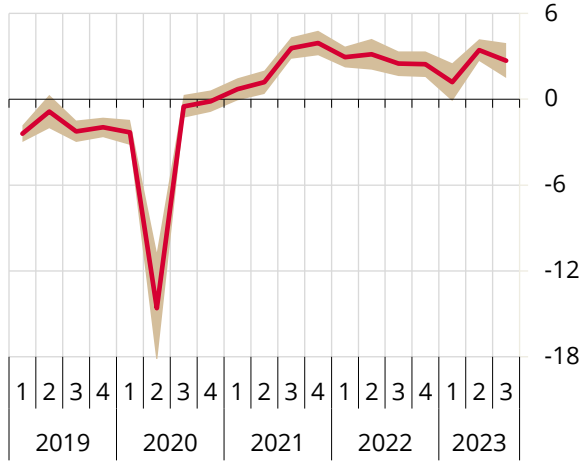
** Net asgari ücret verisi mevsimsellikten arındırılmış TÜFE serisi ile deflate edilmiştir. Son çeyrek enflasyon verisi için tahmin kullanılmıştır.

Grafik 2.4.17: Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları



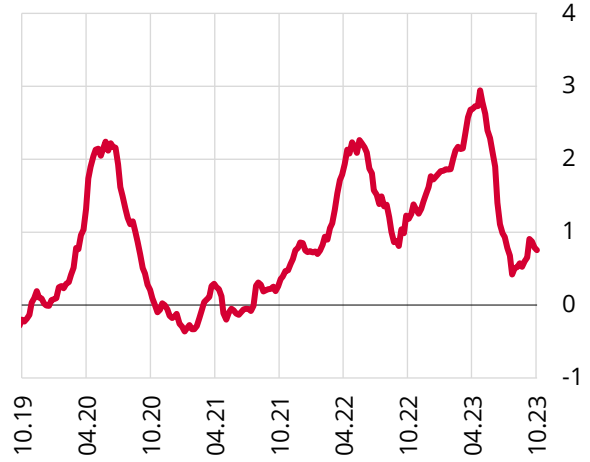
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Yılın ikinci çeyreğinde güçlü seyrini koruduktan sonra talep koşullarının, bir miktar zayıflamakla birlikte yılın üçüncü çeyreğinde enflasyonist düzeyde seyretmeye devam ettiği öngörülmektedir. TCMB bünyesinde takip edilen baz çıktı açığı göstergesi, 2023 yılı ikinci çeyreğinde iç talep öncülüğünde artış sergilemiştir. Yükselen ücret seviyesi, kredi koşulları, hanehalklarına yapılan transferler ve kamu harcamaları iç talebi destekleyen başlıca unsurlar olmuştur. Turizm talebindeki canlı seyre rağmen küresel mal ticaretindeki zayıflık dış talep kaynaklı baskıları zayıflatmıştır. Diğer yandan, yılın üçüncü çeyreğinde toplam talep koşullarının ivme kaybettiği tahmin edilmektedir (Grafik 2.4.18). Sanayi üretimi, kapasite kullanım oranı gibi yüksek frekanslı veriler bu görünümü desteklemektedir (Grafik 2.3.5 ve Grafik 2.3.6). Alınan sıkılaştırıcı para politikası tedbirleri ile kredi akımı temmuz ve ağustos aylarında tarihsel ortalamalarına yakınsarken eylül ayında bu seyrin kesintiye uğradığı gözlenmiştir (Grafik 2.4.19). Çıktı açığı göstergesinin pozitif bölgedeki seyrini koruması ve kredi akımının tarihsel ortalamasının üzerinde kalmaya devam etmesi, toplam talep koşullarının enflasyonist seyrini, ivme kaybına uğramakla beraber, sürdürdüğüne işaret etmektedir.

Grafik 2.4.18: Çıktı Açığı* (%)

Kaynak: TCMB.

* Farklı yöntemlerle hesaplanan sekiz çıktı açığı göstergesi baz alınarak hesaplanan yüzde 95 güven aralığı ile birlikte gösterilmektedir.

Grafik 2.4.19: Toplam Kredi Değişimi* (13 Haftalık Ortalama, Reel, Standart Değer)

Kaynak: TCMB.

* Kur etkisinden arındırılmış haftalık kredi değişimleri TÜFE kullanılarak reelleştirilmiştir. Haftalık reel değişimler standardize edildikten sonra 13-haftalık ortalama alınmıştır. Serilerin ortalama ve standart sapmaları 2006-2019 dönemi esas alınarak hesaplanmıştır.

Temmuz ayında açıklanan vergi tedbirleri ile yönetilen fiyatlarda gerçekleşen artışlar yılın üçüncü çeyreğinde manşet enflasyonu önemli ölçüde yukarı çekmiştir.

Temmuz ayında yapılan düzenlemeler arasında katma değer vergisinin ekonomi genelinde iki puan, temizlik ürünlerinde on iki puan yükseltilmesi ile akaryakıtta maktu özel tüketim vergisinin artırılması öne çıkmıştır. Akaryakıtta yapılan vergi artışları doğrudan etkilerinin yanı sıra dolaylı etkileri üzerinden genele yayılan fiyat artışlarına neden olmuştur.² Vergi ve harçlarda yapılan düzenlemelerin yıllık tüketici enflasyonu üzerindeki etkisinin 6 puanın üzerinde olduğu değerlendirilmektedir. Ayrıca, vergi düzenlemeleriyle birlikte yönetilen ve yönlendirilen fiyatlarda gerçekleştirilen artışlar da son üç aylık dönemde enflasyon üzerinde olumsuz etkilerde bulunmuştur. Ulaştırma hizmetlerinde çeşitli şehir içi yolcu taşıma hizmetleri kalemlerindeki ücret artışlarına ek olarak havayoluyla yolcu taşımacılığı tavan fiyatı ve şehirler arası demiryoluyla yolcu taşıma ücretinde belirgin artışlar gerçekleşmiştir. Şebeke suyu fiyat artışlarının son üç aylık dönemde güçlendiği gözlenmiştir. TMO tarafından yürütülen regülasyonun sona ermesiyle üreticilere sağlanan ortalama un fiyatları yükselmiş ve ekmek fiyatlarında güçlü fiyat artışları izlenmiştir. Ulusal Süt Konseyi tarafından çiğ süt referans fiyatında yapılan artışı takiben, daha düşük bir oranda olsa da süt ile peynir ve diğer süt ürünleri kalemlerinde fiyatlar yükselmiştir. Yaş çay alım fiyatlarında gerçekleşen artış sonrasında çay fiyatları çeyrek boyunca yükselmiştir. İlaç fiyatlarında euro referans fiyatının yukarı yönlü güncellenmesine bağlı olarak artışlar gerçekleşmiştir. Sağlık Uygulamaları Tebliği'ndeki (SUT) değişikliklerle birlikte sağlık hizmetleri fiyatlarında artış kaydedilmiştir. Yılın ilk altı ayında gerçekleşen üretici fiyat artışının maktu ve asgari maktu vergilere yansıtılması ve KDV artışının etkisiyle alkollü içecekler ve tütün ürünleri grubunda fiyatlar temmuz ayında yükselirken eylül ayında tütün ürünleri fiyatlarında firmalar kaynaklı bir fiyat artışı daha gerçekleşmiştir. Yılın son çeyreğinde enflasyon üzerinde yönetilen ve yönlendirilen kalemler kaynaklı etkilerin enerji grubundan geleceği öngörülmektedir. Kış aylarıyla birlikte doğal gaz tüketiminin artmasıyla ilk 25 metreküp doğal gaz kullanımının ücretsiz olması uygulamasının önemini azalacağı ve buna bağlı olarak doğal gaz kaleminin kasım ve aralık aylarında manşet enflasyonu yukarıya çekeceği değerlendirilmektedir.³ Ayrıca, ekim ayında sanayi ve ticarethane elektrik tarifeleri ile sanayi ve elektrik üreticileri doğal gaz tarifelerinde yapılan artışların üretim maliyetleri üzerinden tüketici fiyatlarına dolaylı bir şekilde yansımaları beklenmektedir.

² Vergi düzenlemelerinin enflasyon üzerindeki toplam etkisi için 2023-III Enflasyon Raporu'nda yer verilen Mercek Altı 2.2 incelenebilir.

³ Doğal gaz düzenlemesinin önümüzdeki dönem manşet enflasyona getireceği etkinin analizi için 2023-III Enflasyon Raporu'nda yer verilen Mercek Altı 2.3'e başvurulabilir.

Kutu 2.1

Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) bünyesinde, reel sektör firmaları ile yüz yüze yapılan görüşmelere dayanan "Reel Sektöre İktisadi Mercek" adı altında çalışmalar yürütülmektedir.¹ Bu kutuda, Temmuz-Eylül 2023 döneminde yapılan görüşmelerden elde edilen bulgular özetlenmektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyetin önceki çeyreğe göre bir miktar hız kestiği gözlenmiştir.

Görüşmelerden edinilen bilgilere göre toplam talep koşulları yurt içi satışlar kaynaklı hız keserken üretim faaliyeti büyük ölçüde gücünü korumuştur. Diğer taraftan yatırım duruşundaki ihtiyatlılığın iç piyasaya çalışan firmalarda ağırlıklı olmak üzere belirginleştiği dikkat çekmiştir. Firmaların özellikle işgücü ve kur kaynaklı maliyetleri çeyrek içinde fiyatlara önemli ölçüde yansıtıldığı, yılın kalanında bu maliyetler kaynaklı fiyat artış planlarının da azaldığı gözlenmiştir.

Yılın üçüncü çeyreğinde yurt içi satışların görece canlılığını koruduğu ancak önceki çeyreğe kıyasla ivme kaybettiği görülmüştür.

Fiyatlar genel seviyesinin yüksek seyri ve finansman koşullarındaki sıkışmaya bağlı olarak tüketici talebindeki yavaşlamanın satışları baskıladığı değerlendirilmiştir. Diğer yandan, ücret artışları ve Emeklilikte Yaşa Takılanlar (EYT) düzenlemesi kapsamında yapılan ödemeler, fiyat geçiş beklentilerine bağlı olarak öne çekilen talep, kampanyalar ve deprem sonrası yapılan harcamalar bu baskıyı hafifleten ve satışları destekleyen temel faktörler olarak not edilmiştir. Ayrıca, tüketicilerin temel ihtiyaçlarını önceliklendirdiği, kampanya duyarlılığının arttığı, uygun fiyatlı ürünlere yönelimin yaygın olduğu da aktarılmıştır. Gıda, temizlik ürünleri vb. temel ihtiyaç ürünleri, tüketici elektroniği ve otomotiv satışları görece olumlu seyreden ürün grupları olarak öne çıkmıştır.

Gıda ve hızlı tüketim ürünlerinde, KDV düzenlemesi öncesinde özellikle temizlik ve kişisel bakım ürünlerinde öne çekilen talep ile EYT ödemeleri ve temmuz ayı ücret ayarlamalarının satışları olumlu etkilediği aktarılmıştır. **Hazır giyimde** ise satışların zayıf seyrettiği, beklenen mevsimsel canlanmanın görülmeyeceği gözlenmiştir. Turistlere yapılan satışların da beklentilerin altında kaldığı ifade edilmiştir. Çeyreğe canlı başlayan **beyaz eşya** satışlarının dönem içerisinde yavaşlamakla birlikte bu canlılığı koruduğu görülmüştür. Sektörde tüketici elektroniğindeki canlılığın da devam ettiği aktarılmıştır. Yeni konut satışlarındaki zayıflık sınırlı da **mobilya** satışlarının EYT tazminatlarının ve gurbetçi alımlarının desteğiyle görece canlı seyrettiği gözlenmiştir. Fiyat geçişleri ve taksit sayısı sınırlandırmalarının hem beyaz eşya hem de mobilya ürünlerinde talebi baskıladığı vurgulanmıştır. **Otomotivde** talepte canlılık devam etmekle birlikte, ikinci el piyasaya ilişkin düzenleme ve denetlemelerin artmasının al-sat amaçlı talebi düşürdüğü aktarılmıştır. Diğer taraftan otomotiv piyasasında arzla ilgili sıkıntıların önemini kaybetmesiyle arz-talep dengesizliğinin azalmaya başladığı iletilmiştir. **Konut** sektöründe, yüksek fiyatlar ve kredi koşullarına bağlı olarak ikamet amaçlı talebin düşük seyrettiği, yabancılara satışlarda da beklenen canlanmanın olmadığı ifade edilmiştir.

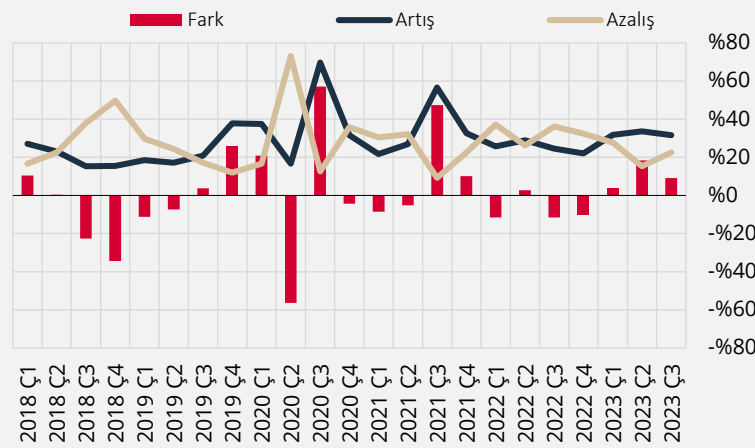
İhracatın önceki çeyreğe benzer bir seyir izlediği gözlenmiştir.

Ana pazarlar ağırlıklı olmak üzere zayıf küresel talep koşulları ile maliyet artışlarının ihracat üzerinde baskı yaratan temel faktörler olduğu kaydedilmiştir. Navlun fiyatlarındaki düşüş ve küresel tedarik zincirlerindeki normalleşmeye bağlı olarak rekabet koşullarının zorlaştığı da vurgulanmıştır. Firmaların ihracata yönelimi ve pazar/ürün çeşitlendirme esnekliği bu dönemde de baskıyı hafifleten unsurlar olarak dikkat çekmiştir.

¹ Bu çalışmanın temel amacı; farklı sektörlerdeki firmalarla görüşmeler yaparak dönemsel üretim, yurt içi ve yurt dışı satış, yatırım, istihdam, kredi koşulları, maliyet ve fiyat gelişmelerine ilişkin zamanlı bilgi edinmek, iktisadi faaliyeti yakından takip etmek ve TCMB ile reel sektör temsilcileri arasındaki iletişimi geliştirmek olarak belirlenmiştir. Yarı yapılandırılmış şekilde gerçekleştirilen görüşmeler sonucunda elde edilen bulgular, para politikası kararları için nitelikli ve zamanlı bir bilgi kaynağı oluşturmaktadır. Görüşmeler sektörel, bölgesel ve ölçek düzeyinde toplam iktisadi faaliyet içindeki ağırlıkları dikkate alınarak oluşturulan örneklem çerçevesinde imalat sanayi, ticaret ve hizmet sektörlerindeki firmalar ile gerçekleştirilmektedir. Grafikler, firma görüşmelerinden elde edilen anekdotal bilgilerin konularına göre sayısallaştırılmasıyla üretilmektedir. Bu çalışma, firma görüşmeleri esas alınarak yapılan değerlendirme ve çıkarımları içermekte olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının görüşlerini yansıtmamaktadır. Elde edilen bilgi, bulgu ve grafikler daha sonra yayımlanacak resmi istatistik, bilgi ve bulgularla farklılık gösterebilir.

Sektörel bazda bakıldığında, **hazır giyim** ve **tekstil** sektöründe zayıf talep koşullarının sürdüğü gözlenirken son dönemlerde kurdaki artış ile birlikte karlılığın bir miktar olumlu etkilendiği ifade edilmiştir. **Mobilya** ihracatının AB pazarındaki durgun görünüme karşın yakın bölge pazarlarında daha olumlu seyrettiği ifade edilmiştir. **Beyaz eşya** ana ve yan sanayi ihracatının ürün bazında farklılaşan eğilimler sergilemekle birlikte genel olarak önceki çeyreğe kıyasla yatay bir seyir izlediği görülmüştür. **Otomotiv** sektöründe ihracatın olumlu görünümünü koruduğu, tedarik sorunlarının azalmasını ve yeni projelerin bu görünümü desteklediği ifade edilmiştir. **Turizmde**, sezon öncesinde hedeflenen doluluk oranları yakalanamasa da iyi bir sezon geçirildiği, önceki yıl gelir seviyesinin aşılabileceği aktarılmıştır. Hedeflenen doluluk oranlarına ulaşamamasında sezon öncesinde yüksek belirlenen fiyatların temel etken olduğu dile getirilirken firmaların sezon ortalarında fiyatlarda indirim yapmaya başladıkları, bu durumun doluluk oranlarına olumlu yansıdığı ayrıca aktarılmıştır.

Grafik 1: Firmaların Talep Algısı* (Önceki Çeyreğe Göre)



Kaynak: TCMB RESİM.

* Talep Algısı, firmaların mevcut satış gerçekleştirmeleri, siparişleri ve beklentileri dikkate alınarak yapılan değerlendirmeyi göstermektedir. Fark olarak gösterilen seri, bir önceki çeyreğe kıyasla talep algısı olumlu olan firmalar ile olumsuz olan firmalar arasındaki farkı göstermekte olup talep algısındaki değişimin boyutuna değil firmalar arası yaygınlığına ilişkin bilgi sunmaktadır.

Yılın üçüncü çeyreğinde yurt içi talepteki ivme kaybına rağmen üretim faaliyeti büyük ölçüde gücünü korumuştur.

İkinci çeyrekte iç ve dış talepteki canlı seyrin birlikte sürüklediği üretim faaliyetini, üçüncü çeyrekte iç talepteki ivme kaybı bir miktar sınırlamıştır. İç piyasa ağırlıklı faaliyet gösteren firmalarda, talepteki yavaşlamanın yanı sıra sıkılaştırılan finansman koşulları üretime yansımaya başlamıştır. İhracatçı firmalarda ise üretim dinamikleri görece olumlu seyrini korumuştur.

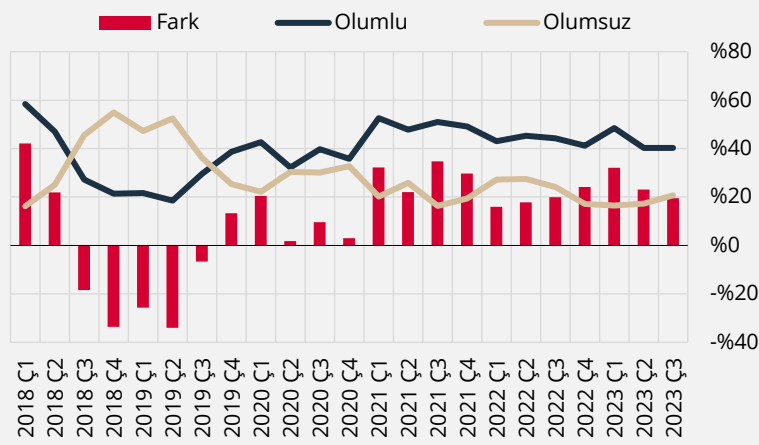
Sektörel gelişmelere bakıldığında, **otomotivde**, tedarik sıkıntılarının geride kalması ile üretim süreci sıkıntısız devam ederken yılın güçlü büyüme ile tamamlanacağı tahmin edilmektedir. Güçlü talep sayesinde yan sanayide de canlılığın korunması beklenmektedir. **İnşaatta**, deprem bölgesi dışında faaliyet genel olarak zayıf seyretilmektedir. Firmalar ilave maliyetlerden kaçınmak amacıyla başladıkları projeleri bitirmeye çalışırken yeni projelere başlama iştahının düşük kaldığı görülmüştür. **İnşaat yan sanayinde**, konut ve altyapı sektörlerinde aktivitenin devam etmesi ve ihracata yönelim üretimi desteklemektedir. **Beyaz eşya, tüketici elektroniği ve mobilyada**, iç talepteki canlı seyir sonucunda üretim olumlu seyretilmiştir. **Kimyada**, iç piyasada tekstil dışındaki alt kalemlerin gücünü koruması ve dış talebin yataya yakın seyri ile üretim önceki çeyreğe benzer izlenmiştir. **Makine - teçhizat** sektöründe, iç piyasada, inşaat-altyapı sektörlerinin talebi gücünü korurken dış talebin de etkisiyle faaliyet önceki çeyreğe benzer gözlenmektedir. **Hazır giyim** üretimi, iç ve dış talepteki zayıflıktan olumsuz etkilenmektedir. Rekabet gücü vurgusunun daha yoğun yapıldığı tekstilde üretimdeki zayıflık daha belirgindir. **Ana metalde**, iç piyasada toparlanmanın beklentilerden yavaş ilerlemesi, dış talepteki zayıflık ve Çin rekabeti üretimi olumsuz etkilemektedir.

Yılın üçüncü çeyreği itibarıyla firmaların gelecek on iki aylık döneme ilişkin yatırım duruşunda ihtiyatlılık iç piyasaya çalışan firmalarda daha ağırlıklı olmak üzere belirginleşmiştir.

Seçim döneminin getirdiği belirsizliklerle yatırım duruşunda Mayıs ayı itibarıyla başlayan temkinli yaklaşımın üçüncü çeyrekte belirginleşmesinin gerekçeleri arasında iç piyasaya ilişkin belirsizlikler ve finansman koşulları öne çıkarılmıştır.

İhracat ağırlıklı faaliyet gösteren firmalarda yatırım duruşu iç piyasa ağırlıklı çalışan firmalara göre olumlu olmaya devam etmektedir. Bu durumu, ihracata ilişkin olumlu beklentiler desteklemektedir. Bunun yanı sıra özkaynakları güçlü olan ve finansman ihtiyacını karşılayabilen, stratejik olarak planlı şekilde yatırımlarına devam eden büyük kuruluşların, yapısı gereği yatırımlarını sürdürmek zorunda olan sektörlerdeki firmaların ve/veya teşvik belgesi kullanımı gibi bazı motivasyonlara sahip firmaların yatırım duruşlarının olumlu ayrıştığı gözlenmiştir.

Grafik 2: Firmaların Yatırım Duruşu* (Gelecek 12 Aylık Dönem, %)



Kaynak: TCMB RESİM.

* Yatırım Duruşu, firmaların gelecek 12 aylık dönemdeki yatırım iştahı dikkate alınarak yapılan değerlendirmeyi göstermektedir. Fark olarak gösterilen seri, yatırım duruşu olumlu olan firmalar ile olumsuz olan firmalar arasındaki farkı göstermekte olup yatırım duruşundaki değişimin boyutuna değil firmalar arası yaygınlığına ilişkin bilgi sunmaktadır.

Firmaların yatırım planları arasında makine teçhizat, üretim tesisi ve enerji yatırımları ön planda olmaya devam etmektedir. İşgücü maliyetlerinin ve ihtiyacının azaltılması ve üretim verimliliğini artırma amacıyla makineleşme ve otomasyon yatırımlarına hız verilmeye devam edilmektedir. Talebe ilişkin seyri daha güçlü ve istikrarlı olan firmaların üretim tesisi yatırımlarına devam ettiği gözlenmektedir. Enerji maliyetlerini ve karbon ayak izini azaltmak amacıyla firmaların ağırlık verdiği yenilenebilir enerji yatırımları, enerji fiyatlarının görece istikrarlı seyri ve finansman koşulları nedeniyle bir miktar yavaşlama eğilimi göstermiştir. Sektörel olarak bakıldığında, imalat sektöründe, gıda, kauçuk ve plastik, makine, elektrikli teçhizat ve otomotivde yatırım duruşu görece olumludur. İnşaat sektöründe arsa fiyatlarının yüksekliğinin yanı sıra konut fiyatlarındaki yüksek seyir, talebe ilişkin belirsizlik ve konut kredisi olanaklarının sınırlı olması firmaların arsa yatırımlarını sınırlandırmaktadır. Perakende ticaret sektöründe de artan kiralar ve yüksek yatırım maliyetleri firmaların yatırım duruşunu olumsuz etkilemektedir.

Üçüncü çeyrek itibarıyla firmaların yatırım duruşundaki ihtiyatlılığın istihdam planlarına yansdığı görülmüştür.

İstihdam planlarında temkinliliğin ağırlıklı iç piyasaya yönelik çalışan firmalarda olduğu ve istihdam artışı planlayan firmaların oranının önceki döneme göre kısmen azaldığı dikkat çekmektedir. Üretim sürecinde otomasyon ve verimlilik artırma çabaları istihdam artışını sınırlayan bir faktör olmaya devam etmektedir. EYT uygulaması nedeniyle tecrübeli çalışanların bir kısmının işgücü dışına çıkmasının çalışan bulma sorunlarını artıran bir unsur olduğu belirtilmektedir. Ayrıca, deprem bölgesinde daha yüksek ücretlerle çalışma imkanının, deprem bölgesi dışındaki illerde özellikle inşaat sektöründe çalışan bulma sorunlarını artırdığı aktarılmaktadır.

Yılın üçüncü çeyreğinde firmaların finansman ihtiyacı artış göstermiştir.

Finansman ihtiyacı ağırlıklı olarak işletme sermayesi kaynaklı artarken bu artışta işgücü, akaryakıt ve kur kaynaklı tedarik maliyetlerinin etkili olduğu belirtilmiştir. Ayrıca kredi koşulları ve firmalar arası ticarete vadelerin kısılması nedeniyle nakit akışında yaşanan aksamalara bağlı finansman ihtiyacına da vurgu yapılmıştır. Yatırım kaynaklı finansman ihtiyacının ise, mevcut yatırım düzeyine bağlı olarak üçüncü çeyrekte azaldığı gözlenmiştir.

Kredi koşul ve standartlarının üçüncü çeyrek itibarıyla sıkılaştığı ancak ağustos ayında çok sınırlı düzeyde, eylül ayında biraz daha yaygın olmak üzere vade ve limit kanalında kısmi bir rahatlama hissedildiği ifade edilmiştir. Makro ihtiyati tedbirlerdeki sadeleşme adımları çerçevesinde büyük firmalar tarafında krediye erişimde çeyrek sonu itibarıyla bir miktar gevşeme yaşandığı iletilmiştir. Ayrıca reeskont kredilerine yeniden erişimin sağlanması ve kredi kullandırım limitinin artırılması ihracatçı firmalar için krediye erişimin iyileşmesinde etkili olmuştur. Finansmana erişim zorluklarının etkisiyle işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında öz kaynak payının artırılmaya çalışıldığı gözlenmiştir. Diğer yandan firmalar arası ticaret koşullarında vade ve nakit akışı kaynaklı sıkılaşma olduğu dile getirilmekle birlikte tahsilatlarla ilgili önemli bir sorun yaşanmadığı aktarılmıştır.

Üçüncü çeyrekte işgücü ve kur kaynaklı maliyetlerin çeyrek içinde fiyatlara önemli ölçüde yansıtıldığı, tüm sektörleri etkileyen akaryakıt maliyetlerinin ise yansıtılmaya devam ettiği gözlenmiştir.

Üçüncü çeyrekte firmalar üzerindeki maliyet baskısında belirgin bir artış yaşanmıştır. En çok vurgulanan maliyet unsuru işgücü olmuş, bunu kur kaynaklı maliyetler ile girdi ve tedarik maliyetleri izlemiştir. Akaryakıt maliyetlerine yapılan vurgu çeyrek genelinde kayda değer bir artış göstermiştir.

Temmuz ayından itibaren asgari ücret ve bu doğrultuda diğer ücret gruplarında yapılan iyileştirmeler genele yayılan bir maliyet artışına neden olmuştur. Bazı firmaların, yetişmiş personeli kaybetmemek adına asgari ücret artış oranının üzerinde ücret artışı yaptığı da belirtilmiştir. Ayrıca inşaat sektöründe, deprem bölgesindeki yoğun inşaat faaliyetlerinin etkisi ile günlük yevmiyelerin çok yükseldiği, usta ve işçilerin ücretlerinin söz konusu oranların üzerinde artış sergilediği aktarılmıştır. Çeyrek genelinde küresel emtia fiyatları yatay seyretse de doğrudan ve dolaylı ithal girdi oranının yüksek olduğu sektörlerde daha belirgin olmak üzere kur kaynaklı maliyetlerin arttığı ifade edilmiştir.

Artan maliyetler çeyrek içinde belirgin fiyat geçişlerine neden olmuş, maliyet artışlarının işgücü, döviz kuru, akaryakıt gibi geneli etkileyen kalemlerde gerçekleşmesinin fiyat geçişlerinin kabul görmesinde etkili olduğu değerlendirilmiştir.

Önümüzdeki dönem için fiyat artışı planlayan firmaların oranının çeyreğin ayları itibarıyla gittikçe hız kestiği görülmüştür. Firmaların fiyat artış planlarında talep ve rekabet koşulları nedeniyle yansıtılmayan maliyetler ile artış yönlü maliyet beklentileri etkili olmaktadır. Akaryakıt dahil enerji maliyetlerinin artacağına yönelik görüşler paylaşılmış, küresel düzeyde etkili olan enflasyonist baskı neticesinde girdilerin döviz bazlı fiyatlarında da artış yaşanabileceği ifade edilmiştir. Bununla birlikte, kredi koşullarındaki sıkılaşma ve talep koşullarının fiyat artışlarını sınırlandırabileceği belirtilmektedir. Otomobil fiyatlarındaki artış hızının eylül ayında yavaşladığı gözlenmiştir. Bulunurluk sorununun ortadan kalkmasının yanı sıra, son çeyrekte normalleşmeye başlayan talep ve rekabet koşullarının da etkisiyle bir süredir uygulanmayan yıl sonu kampanyalarının fiyat indirimlerini de içerecek şekilde yeniden gündemde olacağı iletilmiştir.

Kutu 2.2

Tüketici Enflasyonunun Makro Bileşenleri

Tüketici yıllık enflasyonu 2023 yılı üçüncü çeyreğinde 23,3 puan artarak yüzde 61,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu yükselişte son dönem kur gelişmelerinin, akaryakıt fiyatlarındaki yükselişlerin ve vergi ayarlamalarının yansımaları izlenirken etkinin önemli bir kısmı dönemsel fiyatlama davranışındaki değişikliklerden kaynaklanmıştır. TCMB bünyesinde mikro veriler üzerinden yapılan analizler büyük şoklardan sonra fiyat belirleme davranışının dönemsel olarak değiştiğini ve şokların enflasyona daha hızlı geçişkenlik gösterdiğini bulgulamaktadır (Grafik 1). 2023 yılı üçüncü çeyreğinde birden fazla şokun kısa bir zaman aralığında gerçekleşmesi ve özellikle büyük ve ani bir kur şokunun yaşanmasıyla beraber, fiyat belirleme davranışında hızlı tepki verme ve öne çekme eğiliminin belirginleştiği değerlendirilmektedir. Bu görünüm altında bu kutuda, son dönem enflasyon gerçekleştirmelerinin makro bileşenleri incelenmektedir.

Enflasyonu bileşenlerine ayırtmak için TCMB bünyesinde kullanılan yüksek şok dönemlerindeki fiyat belirleme davranışlarını dikkate alan modeller kullanılmıştır. Ek olarak uluslararası fiyatların akaryakıt üzerinden oluşturduğu dolaylı etkileri ayırtmak için vektör oto-regresyon (VAR) modellerinden yararlanılmıştır. Vergi etkisinin ayırtmasında Enflasyon Raporu 2023-III, Mercek Altı 2.2'de paylaşılan esneklikler ve TCMB bünyesinde hesaplanan tarihsel geçiş etkileri esas alınmıştır. İşlenmemiş gıda içerisindeki vergi ve akaryakıt etkilerini ayırtmak için ise alt kalem bazlı modellerden faydalanılmıştır.

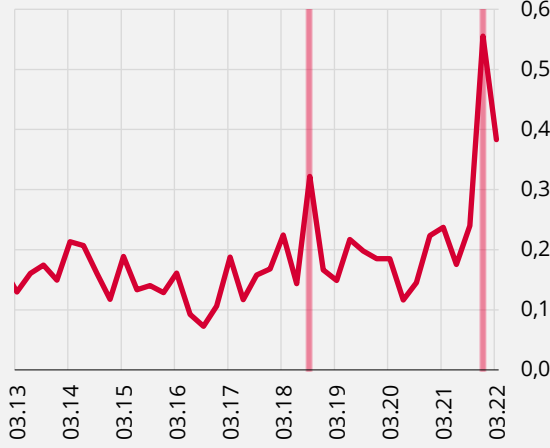
2023 yılı üçüncü çeyreği tüketici enflasyonunun bileşenleri incelendiğinde kur kaynaklı katkının bir önceki çeyreğe kıyasla 4,3 puan yükselerek 19,9 seviyesine ulaştığı gözlenmektedir (Grafik 2). Bu görünümde temelde sepet kur ortalamasının üçüncü çeyrekte kaydettiği yüzde 29,5 oranındaki artışın geçtiğimiz yılın aynı dönemindeki artışın (yüzde 10,4) üzerinde olması etkili olmuştur. Akaryakıt fiyatlarında son dönemde gözlenen hızlı yükseliş kur, Brent petrol artışları ve vergi ayarlamalarından kaynaklanmıştır. Kur etkisi hariç incelendiğinde akaryakıt fiyatlarındaki yükselişlerin doğrudan ve dolaylı etkilerle beraber bu dönemde tüketici yıllık enflasyonunu 4,8 puan yükselttiği hesaplanmaktadır. Bu kalemlerin yanı sıra deprem nedeniyle ortaya çıkan ek finansman ihtiyacı ve artan kamu harcamalarını dengelemek amacıyla Temmuz ayı sonrasında çeşitli vergi ayarlamaları açıklanmıştır.¹ Akaryakıt vergileri hariç tutulduğunda vergi düzenlemeleri yıllık enflasyondaki artışın toplam 2,5 puanını oluşturmaktadır.

Diğer belirleyiciler incelendiğinde bu dönemde arz yönlü etkiler ile mevsim normallerinden ayrılan bazı taze meyve sebze ürünleri öncülüğünde işlenmemiş gıda grubu ve üretici fiyat artışlarına istinaden alkol-tütün grubu dikkat çekmektedir. Akaryakıt fiyatları kaynaklı dolaylı etkiler ve vergiler hariç bakıldığında, bu iki ana grubun tüketici yıllık enflasyona katkısının üçüncü çeyrek itibarıyla 1,0 puan artarak 7,9 puana yükseldiği hesaplanmaktadır. İşlenmemiş gıda ile alkol-tütün grubu beraberinde talep göstergeleri (kredi ve çıktı açığı), ücret etkileri,² ithalat fiyatları, sabit terim kaynaklı etkiler yıllık enflasyondaki yükselişin 1,6 puanını açıklamaktadır.

Tüketici enflasyonundaki yükselişte fiyatlama davranışındaki bozulmanın da önemli etkisi olmuştur. Enflasyon tahmininde kullanılan ve uzun dönemde güvenilir sonuçlar veren standart ekonometrik modeller, büyük ekonomik şokların kısa vadeli etkilerini tahmin etmekte zorlanmakta ve şokların etkisi model tahminlerinde öngörülen seviyeleri aşabilmektedir. Birden fazla şokun (kur, ücret, vergi, petrol fiyatı vb.) kısa bir süre zarfında ortaya çıkmasının, firmaların fiyat belirleme davranışında ve enflasyon beklentilerinde önemli bir değişime yol açtığı değerlendirilmektedir. Zamana yayılması beklenen etkiler, gerçekleşen şokların büyüklüğüne bağlı olarak üçüncü çeyrekte hızlı bir biçimde fiyatlara yansımıştır. Dönemsel fiyat belirleme davranışında değişiklik adı altında toplulaştırılan bu etkilerin 10,1 puan artarak 10,4 puana yükseldiği hesaplanmaktadır.

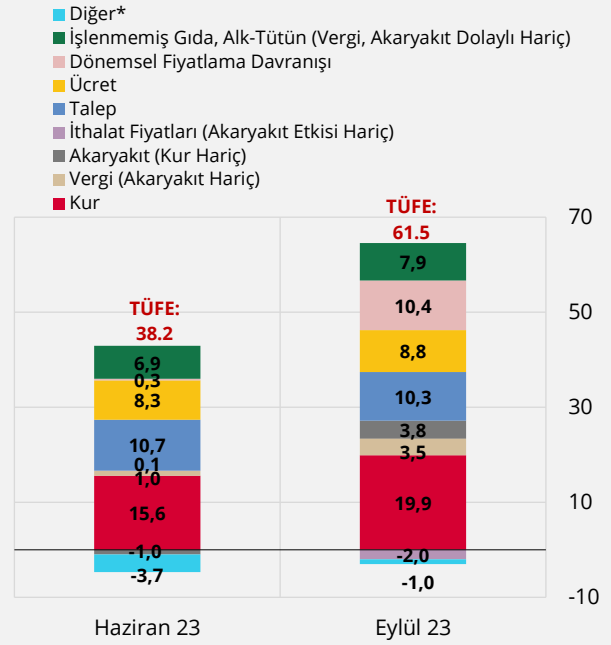
¹ Enflasyon Raporu 2023-III, Mercek Altı 2.2, Vergi ve Yönetilen Fiyat Ayarlamalarının Enflasyona Etkileri.

² Enflasyon Raporu 2023-III, Kutu 2.6, Asgari Ücret Artışının Enflasyona Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme.

Grafik 1: İşlenmiş Gıda Ortalama Fiyat Artış Sıklığı* (%)

Kaynak: Özcan Kodaz ve Yürek (2023).

* Ürün fiyatlarında ay içinde görülen fiyat artış sayısının toplam ürün sayısına bölünmesiyle elde edilmektedir. Taralı alanlar yüksek kur şoku dönemlerini ifade etmektedir.

Grafik 2: TÜFE Yıllık Enflasyonu Ayrıştırması

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Diğer kalemi sabit terim, denklem hatası ve hanehalkına 25 m³ doğal gaz desteği gibi vergi kısmına dahil olmayan dışsal etkileri içermektedir.

Özetle, son dönemde gerçekleşen kur şokunun yanı sıra, vergilerdeki çeşitli düzenlemeler enflasyonist baskılar oluşturmuş, Brent petrol fiyatlarındaki artışın da etkisiyle akaryakıt fiyatları hızlı bir yükseliş kaydetmiştir. Bu görünüm altında Eylül ayı tüketici fiyatları yıllık değişimi Haziran ayı yıllık enflasyonuna kıyasla 23,3 puan daha yüksek gerçekleşmiştir. Bu farkın 4,3 puanı kur kaynaklı etkilerden, 4,8 puanı akaryakıt fiyatlarındaki artışın kur hariç doğrudan ve dolaylı etkilerinden, 2,5 puanı akaryakıt hariç vergi düzenlemelerinden, 1,6 puanı ise diğer belirleyicilerden gelmiştir. Kalan 10,1 puanlık kısım ise büyük ve kısa sürede gerçekleşen şoklar sonucunda, beklenti ve fiyat belirleme davranışlarında gözlenen bozulmadan kaynaklanmıştır.

Kaynakça

TCMB Enflasyon Raporu (2023). "Asgari Ücret Artışının Enflasyona Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme", Enflasyon Raporu 2023-III, Kutu 2.6.

TCMB Enflasyon Raporu (2023). "Vergi ve Yönetilen Fiyat Ayarlamalarının Enflasyona Etkileri", Enflasyon Raporu 2023-III, Mercek Altı 2.2.

Özcan Kodaz, E. F. ve Yürek, S. (2023). "State-Dependency in Price Adjustments: Evidence from Large Shocks", TCMB Çalışma Tebliği, 23/04.

Kutu 2.3

Enflasyon Beklentilerinin Belirleyicileri

Enflasyon beklentileri parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde önemli bir rol oynamaktadır (Blinder ve diğerleri, 2008). Uzun vadeli enflasyon beklentilerinin istikrarı, etkin ve güvenilir para politikasının en önemli göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir. Enflasyon beklentileri, ekonomik birimlerin iktisadi tercihlerini belirlemede önemli rol oynayarak reel ekonomik aktiviteyi ve enflasyon dinamiklerini etkilemektedir. Beklenti kanalının işleyişi ekonomik birimler tarafından merkez bankasının enflasyonla mücadelede ne kadar kararlı görüldüğü ile yakından ilişkilidir. Örneğin merkez bankası güvenilirse ve ekonomik birimler merkez bankasının enflasyonla mücadeleye olan bağlılığına inanıyorsa para politikasında sıkılaşılmaya gidilmesi enflasyon beklentilerinin düşmesine yol açacaktır. Dolayısıyla, enflasyonda yaşanan atalet kırılarak para politikasının enflasyonla mücadelede başarılı olma şansı artacaktır. Bu nedenle enflasyon beklentilerinin oluşumunu anlamak ve beklenti oluşumunda merkez bankasının rolünü ortaya koymak önem arz etmektedir.

IMF tarafından yayımlanan son Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda enflasyon beklentileri detaylı bir şekilde tartışılmış, enflasyon gerçekleştirmelerinde beklentilerin artan rolü ortaya konmuştur. Ayrıca, ekonomik birimlerin beklentilerini geçmişe (*backward looking*) ya da ileriye dönük (*forward looking*) oluşturmasının para politikasının etkinliği açısından belirleyici olduğuna dair bulgulara da yer verilmiştir (IMF, 2023).

Bu çalışmada, başta para politikası duruşu olmak üzere, enflasyon beklentilerini etkileyen faktörleri daha iyi anlayabilmek için yedi içsel değişkenden oluşan vektör özgecikmeli regresyon (VAR) modeli tahmin edilmiştir. 2006 yılı ilk çeyreği ile 2023 yılı üçüncü çeyreği arasındaki dönem için gerçekleştirilen model tahmininde Bayesci yöntem kullanılmıştır.¹ İçsel değişkenler, sırasıyla, Brent ham petrol fiyatı, ithalat birim değer endeksi, sepet kur, çıktı açığı, manşet enflasyon, 12-ay sonrası enflasyon beklentisi ve politika faizidir. Bu değişkenlerden Brent petrol, ithalat birim değer endeksi, sepet kur ve mevsimsellikten arındırılmış manşet fiyat endeksi serileri çeyreklik logaritmik fark şeklinde modele dahil edilirken, elde edilen manşet enflasyon serisi yıllıklandırılmıştır. Enflasyon beklentisi ve politika faizi ise yıllık bazdadır. Enflasyon beklentileri için TCMB tarafından yürütülen Piyasa Katılımcıları Anketi verileri (12-ay sonrası) kullanılmıştır. Çıktı açığı serisi TCMB bünyesinde takip edilen farklı modellerden elde edilen göstergedir. Modelde dışsal değişken olarak ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi, asgari ücret, Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi, kredi takas iflas primi ve vergi ile yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyona etkisini ölçen değişken kullanılmıştır. Asgari ücret ve ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi çeyreklik logaritmik fark olarak modelde kullanılmıştır. Tahminlerde öncül olarak normal-ters Wishart dağılım kullanılırken, hiperparametrelerin olasılık fonksiyonunu azamileştirmesi için değerlerin modelce seçilmesine izin verilmiştir. Modelde içsel değişken sayısının fazlalığı dikkate alınarak iki gecikmeye yer verilmiştir.

Birikimli etki tepki fonksiyonları, önceki yapılan çalışmalarla (Gülşen ve Kara, 2021; Koç ve diğerleri, 2021) uyumlu olarak, başta enflasyon gerçekleştirmeleri olmak üzere, enflasyon ve sepet kurdaki artışların enflasyon beklentilerini yukarıya çeken temel değişkenler olduğunu göstermektedir (Grafik 1). Beklentilerin küresel ham petrol fiyat şoklarına tepkisinin ise daha sınırlı olduğu bulunmuştur.² Diğer yandan, analiz sonuçları³ beklentilerin çıpalanmasında para politikası duruşunun önemini ortaya koymaktadır; sıkılaştırıcı yönde para politikası şokları beklentileri düşürücü yönde etkide bulunmaktadır. Nitekim model politika faizi olmadan altı içsel değişkenle tahmin edildiğinde, Brent ham petrol fiyat şoklarına verilen tepkinin değişmediği, enflasyonda daha belirgin olmak üzere,

¹ Yöntemle ilgili detaylı bilgi için Ögünç (2019) çalışması incelenebilir.

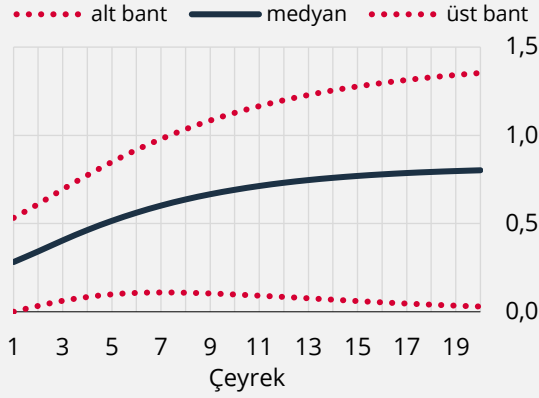
² Kur ve ham petrol fiyatlarının çeyreklik değişim olarak, yıllıklandırılmadan modele eklendiğine dikkat edilmelidir.

³ Çıktı açığına verilen tepki beklenen işareti almaktayken, sıfır değerini içerecek şekilde geniş bir kredibilitate bandı elde edilmektedir.

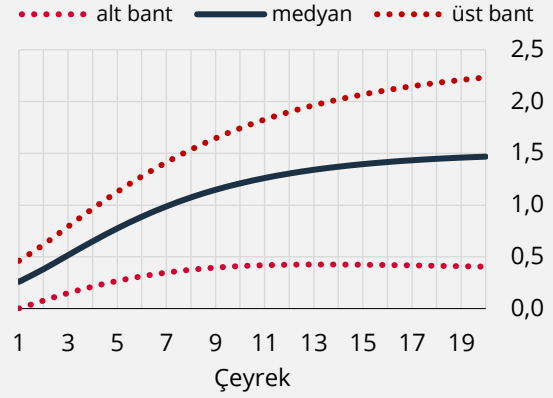
enflasyon ve kur şoklarına verilen tepkinin arttığı gözlenmektedir.⁴ Bulgular topluca değerlendirildiğinde, beklentilerin çıpalandırılmasında para politikasının önem arz ettiği, sıkılaştırıcı adımların doğrudan etkilerinin yanı sıra beklenti kanalı üzerinden de enflasyon üzerinde etkiye bulunduğu teyit edilmektedir. Bulguya uyumlu olarak, TCMB'nin haziran ayından bu yana uyguladığı parasal sıkılaştırmanın enflasyon beklentilerini kontrol altına almada etkili olacağı değerlendirilmektedir.

Grafik 1: Birikimli Etki-Tepki Fonksiyonları* (On Puanlık Şoka Verilen Tepkiler)

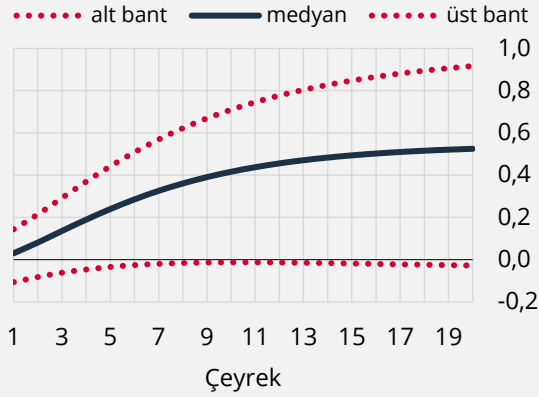
Beklentinin Enflasyon Gerçekleşmelerine Tepkisi



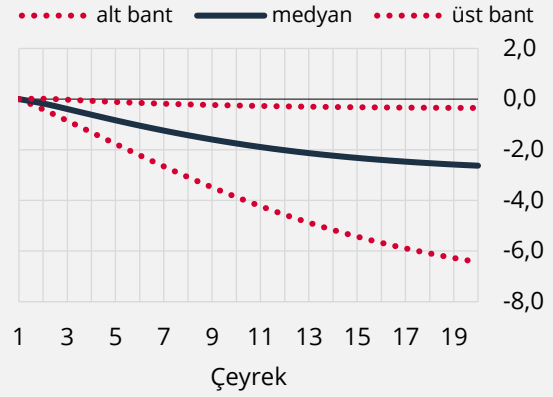
Beklentinin Sepet Kura Tepkisi



Beklentinin Brent Ham Petrole Tepkisi



Beklentinin Politika Faizine Tepkisi



* Birikimli etki tepki fonksiyonları yüzde 68 kredibilite bandı ile birlikte sunulmuştur.

Parasal sıkılaştırmanın yanı sıra TCMB enflasyon raporlarında yayınladığı enflasyon tahmin güncellemeleri ve para politikası metinlerinde tahmin patikasına atıfta bulunarak beklentilerin çıpalandırılması sürecinde etkili olmayı amaçlamaktadır. Enflasyon beklentilerini oluştururken ekonomik birimlerin geçmişe dönük bir davranış sergileyebilmesi para politikası kararlarının etkinliğini azaltarak dezenflasyon sürecinde enflasyon ve büyüme ödünleşimini artırmaktadır. Ekonomik birimlerin beklenti oluşumunda ileriye dönük bir davranış göstermesi para politikasının etkinliğini artıracak ve enflasyonda hedeflenen patikaya daha hızlı ve daha az maliyetle ulaşılmasını sağlayacaktır. Bu çerçevede, ekonomik birimlerin enflasyon gerçekleşmelerinden ziyade TCMB'nin enflasyon tahminlerini referans olarak almalarının sağlanması, hedeflenen dezenflasyon patikasına daha çabuk

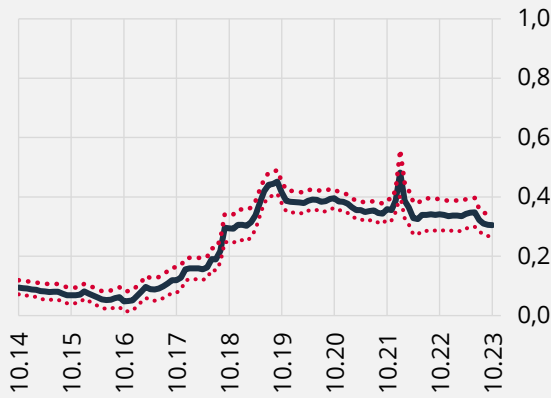
⁴ Politika faizini içeren modelde 20. dönem sonunda 10 puanlık enflasyon şokuna beklentilerin tepkisi 0,8 puan olarak ölçülürken, politika faizinin olmadığı modelde birikimli tepki 1,9 puana yükselmektedir. Kur şokunun beklentiler üzerindeki birikimli etkisi politika faizinin olmadığı modelde 1,5 puandan 1,8 puana artış sergilemektedir. Brent ham petrole verilen tepki ise para politikasının olmadığı modelde 0,5 puandan 0,6 puana yükselmekte, kredibilite bandının da belirgin bir değişiklik sergilemediği gözlenmektedir. Para politikasının olmadığı modelde, çıktı açığına verilen tepki de yükselmekte ve kredibilite bandı pozitif bölgeye kaymaktadır.

ulaşılmasına katkı sağlayacaktır. Enflasyon beklenti oluşumunda enflasyon gerçekleştirmeleri ve TCMB enflasyon tahminlerinde verilen ağırlığın zaman içindeki değişimini göstermek için Piyasa Katılımcıları Anketi mikro verileri kullanılarak aşağıdaki denklem 60 aylık kayan pencerelerle tahmin edilmiştir:

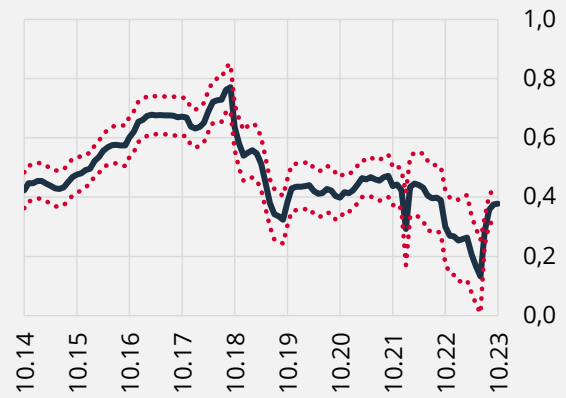
$$\pi_{i,t}^{Beklenti} = \alpha\pi_{t-1} + \beta\pi_t^{TCMB\ Tahmin} + \mu_i + e_{i,t}$$

$\pi_{i,t}^{Beklenti}$ katılımcı bazında 12 ay sonrası enflasyon beklentilerini, π_{t-1} bir önceki ay yıllık enflasyon gerçekleşmesini, $\pi_t^{TCMB\ Tahmin}$ katılımcıların gördüğü son enflasyon raporundaki 12 ay sonrasına ilişkin TCMB enflasyon tahminlerini, μ_i katılımcı sabit etkisini ve $e_{i,t}$ model tarafında açıklanamayan kısmı göstermektedir. Sırasıyla enflasyon gerçekleştirmeleri ve TCMB tahminlerinin ağırlığını gösteren α ve β katsayılarının zaman içindeki değişimi Grafik 2 ve 3'te paylaşılmaktadır.

Grafik 2: Enflasyon Beklentilerinde Enflasyon Gerçekleştirmelerinin Ağırlığı (60 Aylık Kayan Pencereler)



Grafik 3: Enflasyon Beklentilerinde TCMB Enflasyon Tahminlerinin Ağırlığı (60 Aylık Kayan Pencereler)



Tahmin sonuçlarına göre enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine hassasiyetinin son yıllarda yüksek seyretmekte olduğu saptanmaktadır. Diğer yandan, TCMB enflasyon tahminlerine verilen ağırlığın 2018 yılı son çeyreğinden başlayarak Enflasyon Raporu 2023-III'e dek düşüş eğilimi sergilediği gözlenmektedir. Enflasyon Raporu 2023-III'te tahmin yaklaşımında yapılan değişiklikler, enflasyon tahminlerinin anket katılımcıları için referans olma değeri artarken, enflasyon gerçekleştirmelerine verilen ağırlığın sınırlı bir miktar gerilediği görülmektedir. Bu çerçevede, inandırıcılığı ve bilgi değeri yüksek enflasyon tahminlerinin ve bu tahminlere ulaşmak için uygulanacak para politikası stratejisinin şeffaf bir şekilde ortaya konulması, dezenflasyon sürecinde enflasyon beklentilerinin çıpalanmasında kritik rol oynayacaktır.

Kaynakça

Blinder, A., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan, and D. Jansen, 2008, "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence", *Journal of Economic Literature* 46 (4): 910–945.

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

IMF, 2023. *World Economic Outlook, Managing Expectations: Inflation and Monetary Policy* (Chapter 2).

Koç, Ü., Ögünç, F. ve M.U. Özmen, 2021, "Türkiye'de Enflasyon Sürecinde Beklentilerin Rolü: Dinamikler Son Dönemde Değişti mi?", *TCMB Çalışma Tebliği*, 21/02.

Ögünç, F., 2019, Kısa Dönem Enflasyon Tahminine Bayesçi VAR Yaklaşımı, *TCMB Çalışma Tebliği* 19/25.