

ENFLASYON RAPORU

2023-IV

2 Kasım 2023



İçindekiler

| | |
|--|-----------|
| 1. Genel Değerlendirme | 1 |
| 1.1 Para Politikası Kararları..... | 3 |
| 2. Ekonomik Görünüm | 5 |
| 2.1 Küresel Ekonomi..... | 5 |
| 2.2 Finansal Koşullar..... | 10 |
| 2.3 İktisadi Faaliyet..... | 14 |
| 2.4 Enflasyon..... | 22 |
| 3. Orta Vadeli Öngörüler | 40 |
| 3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar..... | 40 |
| 3.2 Orta Vadeli Görünüm..... | 42 |
| 3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları..... | 45 |
| Kutular | |
| Kutu 2.1 Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular..... | 31 |
| Kutu 2.2 Tüketici Enflasyonunun Makro Bileşenleri..... | 35 |
| Kutu 2.3 Enflasyon Beklentilerinin Belirleyicileri..... | 37 |
| Kutu 3.1 Riskler ve Belirsizlik Aralığı..... | 49 |
| Kutu 3.2 İç Talepte Dengelenme ve Parasal Aktarım Mekanizması..... | 52 |

1.Genel Değerlendirme

Yıllık tüketici enflasyonu 2023 yılı üçüncü çeyreğinde 23,3 puan artarak yüzde 61,5 seviyesine ulaşmıştır.

Mevcut Enflasyon Raporu döneminde sektörler geneline yayılan belirgin fiyat artışları gerçekleşmiştir. Bu gelişimde, Türk lirasında yaşanan yüksek değer kaybı, ücret düzenlemeleri, vergi ve yönetilen/yönlendirilen kalemlerdeki fiyat artışlarının yanı sıra başta ham petrol olmak üzere küresel enerji fiyatlarında hakim olan yukarı yönlü hareketler belirleyici olmuştur. Bu dönemde enflasyon beklentilerinde de önemli bir artış gözlenmiştir. Başta Türk lirasındaki değer kaybı olmak üzere, fiyat belirleme davranışlarını etkileme gücü yüksek gelişmelerin bir arada gerçekleşmesi, şokların hızlı bir şekilde fiyatlara yansımaya neden olmuştur. Bu gelişmelere ek olarak, son üç aylık dönemde mevsimsel eğilimlerinin oldukça üzerinde artış sergileyen taze meyve ve sebze fiyatları enflasyonist baskıları artıran bir diğer unsur olmuştur. Toplam talep koşulları, üçüncü çeyrekte ivme kaybetmekle birlikte, enflasyonist düzeyde seyretmeye devam etmiştir.

Çekirdek göstergeler yılın üçüncü çeyreğinde öngörülenin üzerinde artış gösterirken, enflasyonun ana eğilimi eylül ayı itibarıyla yavaşlamaya başlamıştır. Fiyat belirleme davranışını etkileme gücü yüksek birden fazla unsurun kısa sürede ve bir arada gerçekleşmesi sonucunda, çekirdek göstergelerinin mevsimsellikten arındırılmış aylık artışları, temmuz ve ağustos aylarında öngörülenin üzerinde yükselmiştir. Diğer taraftan, ücret ve döviz kuru kaynaklı maliyet yönlü baskılar ile vergi düzenlemelerinin etkileri enflasyona önemli ölçüde yansımıştır. Böylelikle, eylül ayı itibarıyla çekirdek göstergelerin aylık artış oranları zayıflamaya başlamıştır. Öncü göstergeler, enflasyonun ana eğilimindeki yavaşlamanın ekim ayında belirginleşerek sürdürüğüne işaret etmektedir.

Enflasyonun 2023 yılı sonunda yüzde 65 olarak gerçekleşeceği, 2024 yılı sonunda yüzde 36 ve 2025 yılı sonunda ise yüzde 14 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun, döviz kuru, bazı işlenmemiş gıda ürünlerindeki arz yönlü etkiler ve akaryakıt fiyatlarının etkisiyle tahmin edilen üzerinde artması ve bu gelişimin beklentiler üzerindeki ilave etkileri sonucunda yıl sonu tahmini 7 puan artışla yüzde 65 seviyesine güncellenmiştir. Diğer taraftan, yönetilen/yönlendirilen kalemler ile enerji ithalatı fiyat varsayımı kaynaklı olmak üzere 2024 yıl sonu tahmini yüzde 36'ya yükseltilmiştir. Bunun yanında, jeopolitik gelişmelerin petrol başta olmak üzere emtia fiyatları üzerinde oluşturacağı oynaklıklar, sıkı para politikasının küresel finansal koşullar üzerinde oluşturacağı etkileri ile yönetilen/yönlendirilen fiyat ve ücretlere ilişkin belirsizlikler enflasyon tahminlerinin belirsizlik aralığına yansıtılmıştır (Kutu 3.1).

2024'ün ilk yarısı boyunca enflasyonun yükseleceği ve 2024 yılı ikinci yarısından itibaren manşet enflasyonun istikrarlı olarak gerileyeceği öngörülmektedir. Politika faizindeki artışın yanı sıra, parasal aktarımın güçlenmesini sağlayan miktarsal sıkılaştırma ve seçici kredi politikası ile makroihtiyati çerçevede sadeleşme adımları finansal koşullara yansımaya başlamıştır. Tüketici kredi büyümesinin gerilemesi ve Türk lirası tasarruf araçlarına olan talebin artmasıyla birlikte, öncü göstergeler iç talepte kademeli dengelenme işaretleri vermektedir (Kutu 3.2). Orta vadeli tahminlerde, para politikası duruşunun enflasyonda belirgin bir düşüşü sağlayacak şekilde belirleneceği bir görünüm esas alınmıştır. Bu sıkı para politikası duruşunun iç talepte dengelenme ve cari dengedeki kademeli iyileşme sürecini belirginleştireceği değerlendirilmektedir. Ayrıca parasal sıkılaştırmanın kararlı ve istikrarlı şekilde sürdürülmesiyle birlikte, kısa vadede aylık enflasyon yavaşlarken enflasyon gerçekleşmelerine hassasiyeti yüksek olan enflasyon beklentilerinde iyileşme sağlanacağı öngörülmektedir (Kutu 2.3).

İktisadi faaliyet yılın ikinci çeyreğinde özellikle iç talep kaynaklı güçlü seyretmiştir. İkinci çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), yıllık bazda yüzde 3,8 oranında artarken, çeyreklik bazda büyüme hızlanarak yüzde 3,5 oranında gerçekleşmiştir. Yıllık bazda büyümeye en yüksek katkı 12,7 puan ile nihai yurt içi talepten gelmiştir. Söz konusu katkının 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. Üretim tarafında ise sanayi katma değeri dış talep görünümüyle uyumlu şekilde zayıf seyrini korurken hizmetler katma değerinin büyüme katkısı öne çıkmıştır.

Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler büyüme ivmesinde çeyreklik bazda yavaşlamaya işaret etmektedir.

Perakende satış hacim endeksi ve kartla yapılan harcamalar, üçüncü çeyrekte tüketim talebindeki yükselişin devam etmekte birlikte, sıkılaşmaya başlayan finansal koşulların da etkisiyle, artış hızının yavaşladığına işaret etmektedir. 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. Benzer şekilde, istihdam artışı da 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. Böylelikle, işsizlik oranı yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla 0,4 puan azalarak yüzde 9,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yüksek frekanslı veriler işgücü piyasasında talebin gücünü koruduğuna işaret etmektedir.

Hizmetler dengesindeki güçlü seyir ve dış ticaret açığında son dönemde gözlenen gerileme ile birlikte yıllıklandırılmış cari işlemler açığı düşüş kaydetmiştir.

Temmuz ayında bayram tatili kaynaklı olarak teslimatların öne çekilmesi nedeniyle düşüş kaydeden ihracat, ağustos ve eylül aylarında takvim etkilerinin de devreden çıkmasıyla kademeli olarak toparlanmış ve çeyreklik olarak yataya yakın bir seyir izlemiştir. Mevsimsellikten arındırılmış olarak ithalat ise sıkılaştırıcı politika duruşunun yavaşlatıcı etkisinin kısmi yansımalarıyla çeyreklik bazda azalmıştır. Eylül ayı verileri, bir önceki ayda getirilen kota uygulamasının da etkisiyle altın ithalatında yavaşlamaya işaret etmekte birlikte altın ithalatı halen tarihsel ortalamasının üzerinde seyretmektedir. Enerji ithalatı ise son dönemde artan küresel enerji fiyatlarının aylık enerji ithalat faturasına doğrudan yansımaya başlamasıyla birlikte eylül ayında artış kaydetse de yıllık bazda azalışını sürdürmüştür. Bu dönemde, mevsimsellikten arındırılmış olarak ara malı 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 gözlenmiştir. Seyahat ve taşımacılık gelirlerinin katkısıyla güçlü seyrini koruyan hizmet gelirlerinin cari işlemler dengesine yıl geneline yayılan güçlü katkısı devam etmiştir. 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.

Küresel manşet enflasyondaki düşüş eğilimi enerji fiyat artışlarının katkısıyla yavaşlarken merkez bankaları politika faizlerini enflasyondaki düşüşü sürdürecektir düzeylerde tutmaya devam edecekleri yönündeki iletişimleri korumuşlardır.

Gelişmiş ekonomilerde manşet tüketici enflasyonu bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yaklaşık 0,5 puan gerileyerek yüzde 3,7'ye, çekirdek enflasyon ise 0,6 puan gerileyerek yüzde 4,2'ye düşmüştür. Diğer taraftan, gelişmekte olan ekonomilerde (Çin ve Türkiye hariç) manşet enflasyon 0,1 puan yükselerek yüzde 5,4, çekirdek enflasyon ise 0,3 puan düşerek yüzde 5,4 düzeyinde gerçekleşmiştir. Sonuç olarak, enflasyon gelişmiş ülkelerde yüzde 2, gelişmekte olan ülkelerde ise ortalama yüzde 3,5 olan hedeflerin belirgin olarak üzerinde seyretmeye devam etmektedir.

Son dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin uygulamakta olduğu para politikalarının enflasyon dinamiklerindeki bölgesel bazlı farklılıklar nedeniyle birbirlerinden ayrılmaya başladığı izlenmektedir.

Finansal koşulların sıkılaşmasıyla birlikte para politikasının enflasyon üzerindeki etkileri daha belirgin olarak görülmeye başlanmıştır. ABD ve Avrupa Merkez Bankaları temmuz ve eylül ayları arasında sırasıyla toplam 25 ve 50 baz puan faiz artırırken, Avrupa Merkez Bankası (ECB) faizin mevcut seviyesinin enflasyon hedefi ile tutarlı olduğu değerlendirilmesini yaparak artırım döngüsünün sonuna geldiği sinyalini vermiştir. Bununla tutarlı olarak ECB ekim ayı toplantısında politika faizini değiştirmemiştir. Diğer taraftan, enflasyon görünümündeki iyileşme ile beraber politika faizleri oldukça yüksek seviyede kalan bazı gelişmekte olan ülkelerde faiz indirim süreçlerine başlanmıştır. Buna karşın diğer bazı gelişmekte olan ülke merkez bankaları da artan küresel belirsizliğe dikkat çekerek faiz oranlarında artışa gitmişlerdir. Politika uygulamalarında gözlenen bu farklılıklara rağmen enflasyonun hedeflerin üzerinde kalmaya devam ettiği göz önüne alındığında küresel ölçekte parasal sıkılığın korunacağı değerlendirilmektedir.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarının daha uzun süre sıkı kalacağı beklentisi ile küresel risk iştahında bozulma gözlenmiştir.

Risk iştahındaki bozulmaya paralel olarak gelişmekte olan ülkelere risk primi göstergeleri yükselirken haziran sonrası dönemde sert gerileyen Türkiye CDS primi ise 27 Ekim itibarıyla 413 baz puan seviyesinde bulunmaktadır. Türk lirasının bir ay vadeli kur oynaklığı aynı dönemde belirgin düşüş sergileyerek yüzde 10 civarına, 12 ay vadeli kur oynaklığı ise 27 Ekim itibarıyla yüzde 27 düzeyine gerilemiştir. TCMB brüt uluslararası rezervleri haziran ayından itibaren girdiği güçlü artış eğilimini sürdürerek 20 Ekim itibarıyla 126,1 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısında gözlenen belirgin bozulmaya ve yakın coğrafyada

artan jeopolitik risklere karşın dezenflasyon odaklı para politikası çerçevesi neticesinde Türkiye CDS primi ve Türk lirasındaki zayıflama görece sınırlı olmuş ve uluslararası rezervler artışını sürdürmüştür.

Para politikasının finansal koşullar üzerindeki ilk etkileri görülmüştür. Kredi büyümesi ve kompozisyonunda normalleşme gözlenirken Türk lirası mevduata olan talep artmıştır. Mayıs ayında kredi mevduat faiz marjındaki gerileme nedeniyle zayıflayan ticari kredi akışı makroihtiyati çerçevede atılan sadeleşme adımlarının etkisiyle yeniden sağlanmıştır. Söz konusu adımlar sonucunda daha dengeli bir gelişim gösteren ticari kredilerin 20 Ekim itibarıyla 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı yüzde 16,4 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan iç talebi artırarak enflasyon üzerinde risk oluşturan ve mayıs ayında yüzde 140 seviyesine ulaşan bireysel kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı 20 Ekim itibarıyla yüzde 41,8'e gerilemiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde devam eden politika faizi artışları, Türk lirası mevduat payının artırılmasına yönelik düzenlemeler ve miktarsal sıkılaştırma adımları ile birlikte mevduat faizleri artışa geçmiştir. Buna paralel olarak, Türk lirası cinsi mevduatların payı artarken kur korumalı ve yabancı para mevduat azalmaktadır.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, enflasyon beklentilerinde ve fiyatlama davranışlarında öngörülenin üzerindeki bozulmaya dikkat çekerek politika faizini ağustos-ekim döneminde yüzde 17,5'ten yüzde 35 seviyesine yükseltmiştir. Ağustos ayında enflasyonun ana eğiliminde yükselişin devam ettiğini belirten TCMB, akaryakıt fiyatlarındaki artışın da etkisiyle beklentiler kanalıyla enflasyonda öngörülenin üzerinde ilave bir baskı olduğu tespitinde bulunmuştur. Bunu takiben, enflasyonun kısa vadede yükselerek yıl sonunda bir önceki Enflasyon Raporu'ndaki tahmin aralığının üst sınırına yakın seyredeceği kamuoyu ile zamanlı bir şekilde paylaşılmıştır. TCMB, enflasyon beklentilerinin çıpılanması ve fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın kontrol altında tutularak dezenflasyonun öngörüldüğü şekilde 2024 yılında tesis edilebilmesi için mevcut Enflasyon Raporu döneminde parasal sıkılaştırma sürecine devam etmiştir. Bu çerçevede politika faizi, ağustos ayında yüzde 17,5'ten yüzde 25 düzeyine, eylül ayında yüzde 30'a, ekim ayı itibarıyla yüzde 35 düzeyine yükseltilmiştir.

TCMB, parasal sıkılaştırma sürecini bütünsel bir anlayışla güçlendirmeyi sürdürmüştür. TCMB, faiz artırımının yanı sıra, parasal sıkılaştırma sürecini destekleyecek seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma kararları almaya devam etmiştir. Bu kapsamda, kur korumalı mevduat (KKM) hesaplarının zorunlu karşılık oranları artırılarak piyasada oluşan Türk lirası likidite fazlası finansal sistemden çekilmiştir. Bunun yanı sıra, Türk lirası mevduat payının artırılmasına yönelik düzenlemelerle parasal aktarım mekanizması güçlendirilmiştir. Parasal sıkılaştırma sürecini destekleyici bir adım olarak, kredi büyümesine göre menkul kıymet tesisi kapsamında yüzde 3 olan Türk lirası ticari krediler için (ihracat, yatırım, tarım ve esnaf kredileri hariç) aylık büyüme sınırı yüzde 2,5, taşıt kredilerinde ise yüzde 3 olan büyüme sınırı yüzde 2 olarak belirlenmiştir. Kredi kartı nakit kullanımlarına ve kredili mevduat hesaplarına uygulanan aylık azami faiz oranı yükseltilmiştir.

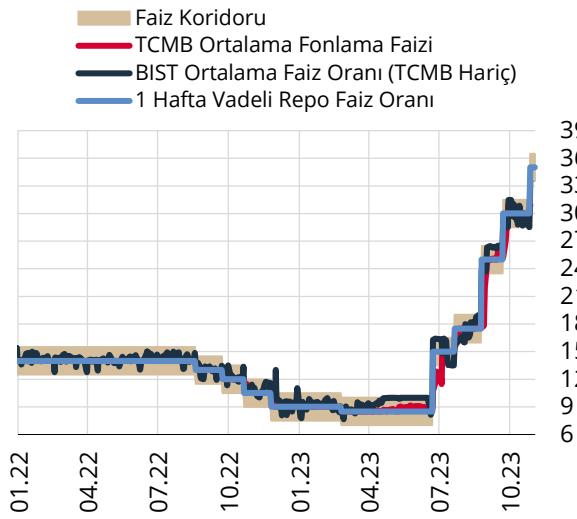
TCMB, sadeleşme politikasını makro finansal istikrarı gözetererek kademeli bir şekilde yürütmektedir. Sadeleşme kapsamında, ilk olarak yabancı para mevduattan KKM'ye dönüşüm hedefi ve KKM hesaplarının Türk lirası mevduat olarak dikkate alındığı Türk lirası payına göre menkul kıymet tesisi ve zorunlu karşılık uygulamalarına son verilmiştir. Bunların yerine KKM'yi kademeli olarak azaltmak ve Türk lirası mevduatı desteklemek üzere menkul kıymet düzenlemesi kapsamında KKM hesaplarından Türk lirası hesaplara geçiş, KKM hesaplarının belli oranda yenilenmesi ve kur koruması bulunmayan KKM hesaplarının Türk lirası mevduat sayılmadığı Türk lirası payı seviyesinde artış hedeflerine geçilmiştir. Son olarak, uygulamanın etkinliğini artırmak amacıyla söz konusu hedefler menkul kıymet düzenlemesinden çıkarılarak zorunlu karşılık komisyon düzenlemesi çerçevesinde uygulama sadeleştirilmiş ve güçlendirilmiştir. Ayrıca, Türk lirası kaynaklı KKM hesaplarında asgari faiz zorunluluğu kaldırılarak Türk lirası mevduatın desteklenmesi amaçlanmıştır. Ek olarak, Türk lirası ticari krediler ve reel kesimin ihraç ettiği menkul değerler üzerinden yüzde 30 oranında menkul kıymet tesisi uygulaması kaldırılmış; bankaların Türk lirası ticari kredilere referans oranının 1,8 katının üzerinde uyguladıkları faiz/kâr payı oranına ve faktoring şirketlerinin faktoring alacaklarına referans oranının 2,7 katının üzerinde uyguladıkları faiz oranına göre menkul kıymet tesisi sonlandırılmıştır.

TCMB, kredi akışının sağlıklı bir şekilde gelişmesini desteklemeye yönelik adımlar atmıştır. Makroihtiyati çerçevedeki sadeleşme ile desteklenen kademeli faiz artırımları kredi mekanizmasını tekrar işlevsel hale getirmiştir. Bunun sonucunda kredi büyümeleri, menkul kıymet tesisi kapsamında belirlenen mevcut büyüme sınırları ile uyumlu hareket etmektedir. Öte yandan, TCMB, ihracatı teşvik eden reeskont kredilerinde finansman maliyetini düşürmüş, KOBİ ve günlük kullanım limitlerini yükseltmiştir. Bu

kapsamda, ihracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredileri faizi hesaplama yönteminde güncellemeye gidilmiştir. Böylelikle söz konusu kredinin toplam faiz maliyeti politika faizi ile sınırlandırılmıştır. TCMB, KOBİ reeskont kredilerinde güncelleme yaparak bu limitleri KOBİ tanımında yer alan mali kriterin yüzde 50'si olarak belirleme kararı almıştır. Ayrıca, 25 Temmuz 2023 itibarıyla 300 milyon Türk lirasından 1,5 milyar Türk lirasına yükseltilecek günlük ihracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredisi limitinin, seçici kredi kullanımını ve ihracatçıların finansmana erişimini desteklemek amacıyla 1,5 milyar Türk lirasından 3 milyar Türk lirasına yükseltilmesine karar verilmiştir. Reeskont kredilerinin kullanılmasında KOBİ payının artırılmasına ve ihracat performansının dikkate alınmasına devam edileceği belirtilmiştir. Krediyi erişimi etkileyen politikalarda ayrıca sadeleşmeye gidilerek Türk lirası ticari krediler üzerinden yüzde 30 oranında menkul kıymet tesisi uygulamasıyla birlikte uygulamadan istisna tutulan KOBİ, ihracat ve yatırım kredilerinin fatura karşılığı kullanılabilmesi şartı kaldırılmıştır. İhracat kredilerinde ise yatırım mali ithalatı net ihracatçı olma kriteri dışında bırakılarak ihracat kredilerine erişim kolaylaştırılmıştır.

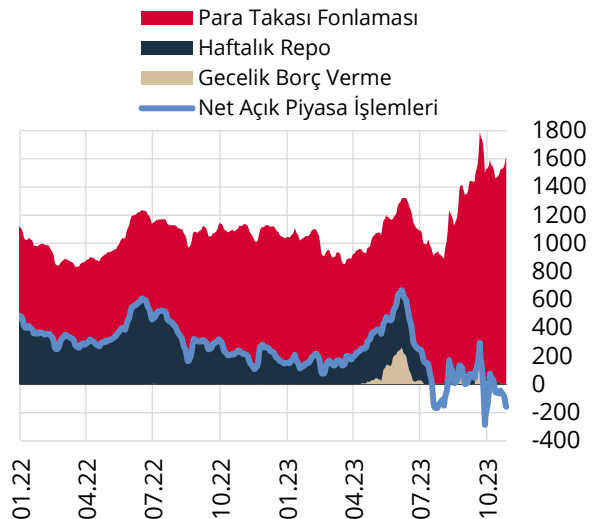
TCMB fonlaması ağırlıklı olarak para takası işlemleri kanalıyla yapılmış, fonlamada Açık Piyasa İşlemlerinin (APİ) payı oldukça azalmıştır. Gecelik faizler mevcut Enflasyon Raporu döneminde piyasadaki likidite koşullarına göre TCMB faiz koridoru içerisinde hareket etmiştir. 26 Temmuz 2023 tarihi itibarıyla 907,1 milyar Türk lirası olan para takası işlemleri tutarı, 27 Ekim 2023 tarihi itibarıyla 1,59 trilyon Türk lirası seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde, KKM kur farkı ödemeleri ve TCMB kaynaklı döviz işlemleri neticesinde net APİ fonlaması negatif alana gerilemiş ve -148,21 milyar Türk lirası seviyesine gelmiştir (Grafik 1.1.1 ve Grafik 1.1.2).

Grafik 1.1.1: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BİST, TCMB.

Grafik 1.1.2: TCMB APİ ve Para Takası İşlemleri (1 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar Türk Lirası)



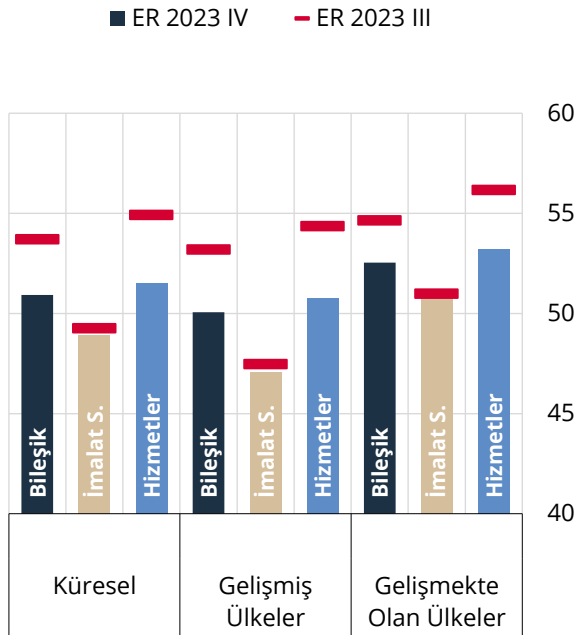
Kaynak: TCMB.

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.

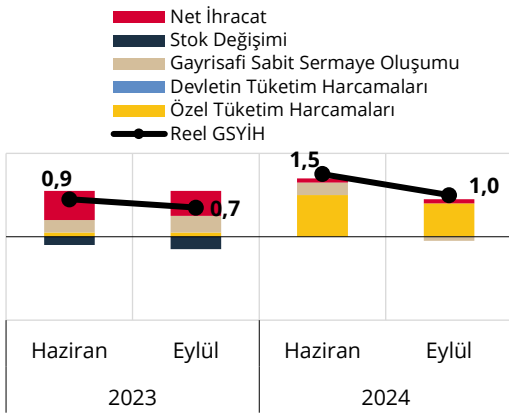
Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre enerji fiyatları kaynaklı olarak manşet enflasyonun düşüş eğilimi yavaşlarken özellikle gelişmiş ülkelerde çekirdek enflasyondaki katılığın kırılmaya başladığı görülmektedir. Enflasyon hedeflerin belirgin şekilde üzerinde kalmayı sürdürmüştür. Son dönemde enerji 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

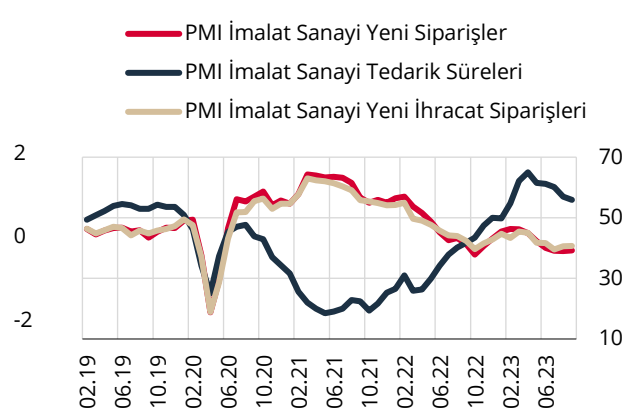
Euro Bölgesi büyüme görünümü gelişmiş ülkeler geneline göre olumsuz ayrışırken iç ve dış talepteki zayıflama büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesinde en etkili faktör olmuştur. Avrupa Merkez Bankası (ECB) eylül tahminlerini haziran ayına göre 2023 yılı için 0,2, 2024 yılı içinse 0,5 puan aşağı 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)

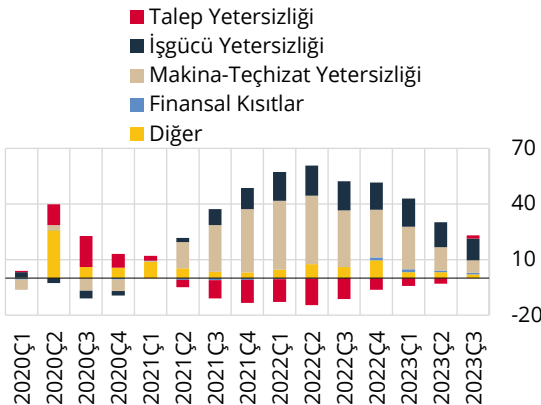


Kaynak: S&P Global.

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).

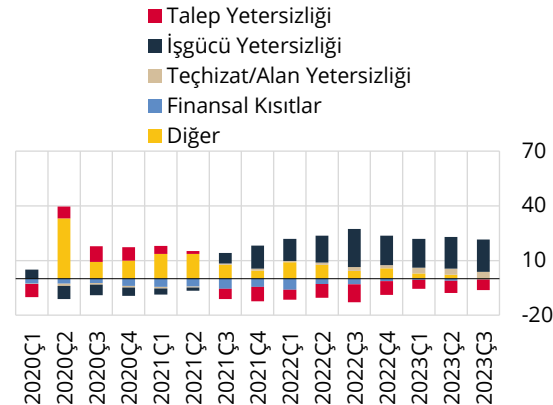
Grafik 3: Avrupa Bölgesinde İmalatı Kısıtlayan Faktörler* (%)



Kaynak: Avrupa Komisyonu.

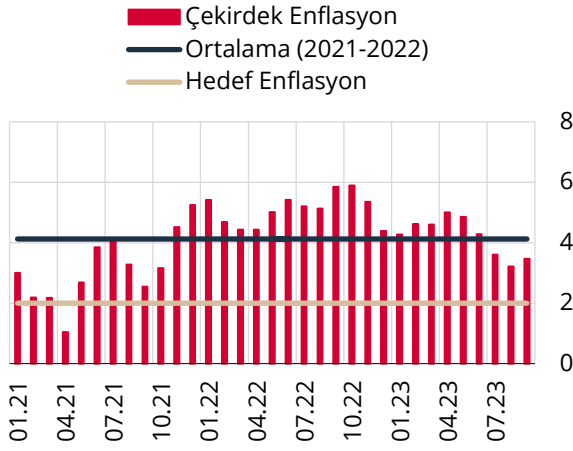
* Avrupa Bölgesi İmalat ve Hizmetler Sektörü Anketleri, Avrupa Komisyonu tarafından aylık olarak yapılmaktadır. Veriler Anket'e verilen cevapların 2010-2023 dönemi ortalamasından farkını göstermektedir.

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



Kaynak: Avrupa Komisyonu.

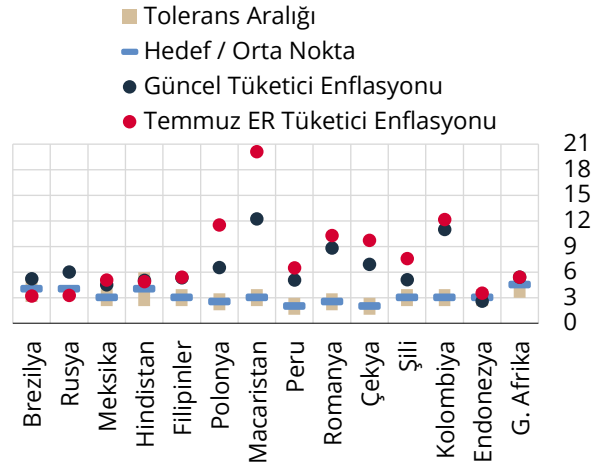
Grafik 2.1.2: Gelişmiş Ülkelerde Çekirdek Enflasyon* (3 Aylık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

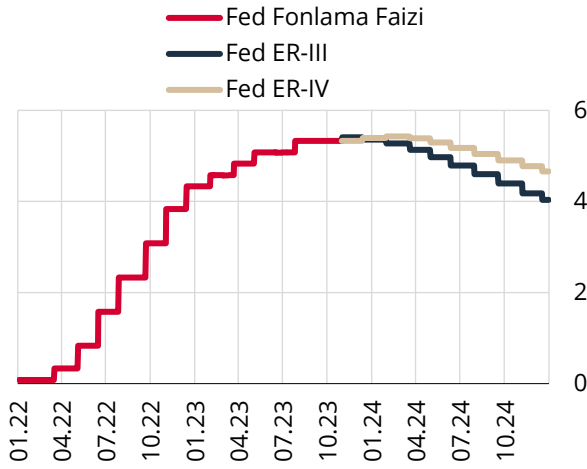
* Gelişmiş Ülkeler: ABD, Euro Bölgesi, Japonya, İngiltere, Kanada, Güney Kore, İsviçre, İsveç, Norveç, İsrail.

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

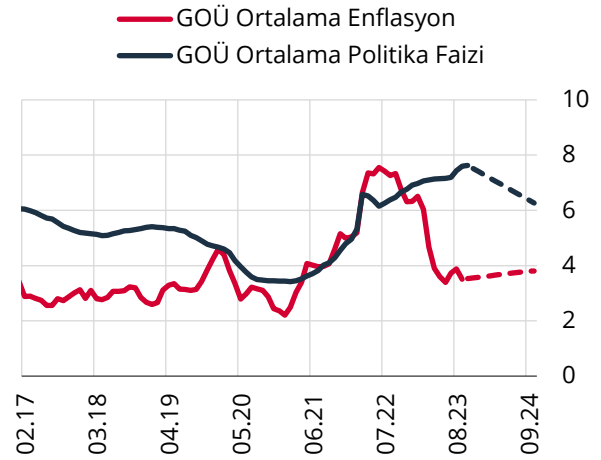


Kaynak: Bloomberg.

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, %)

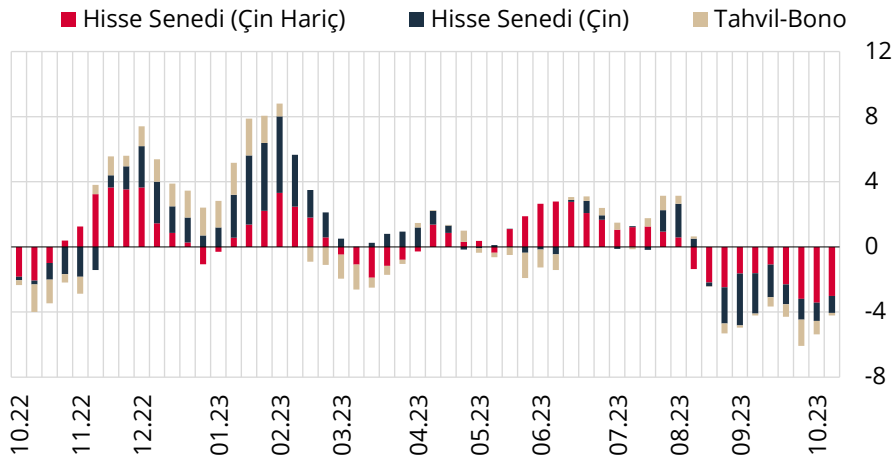
Kaynak: Bloomberg.

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).

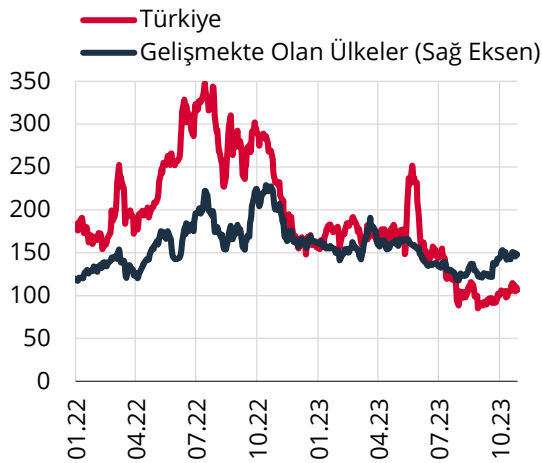
Grafik 2.1.6: Gelişmekte Olan Ünelere Haftalık Yönelen Portföy Akımları (4 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar ABD Doları)

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).

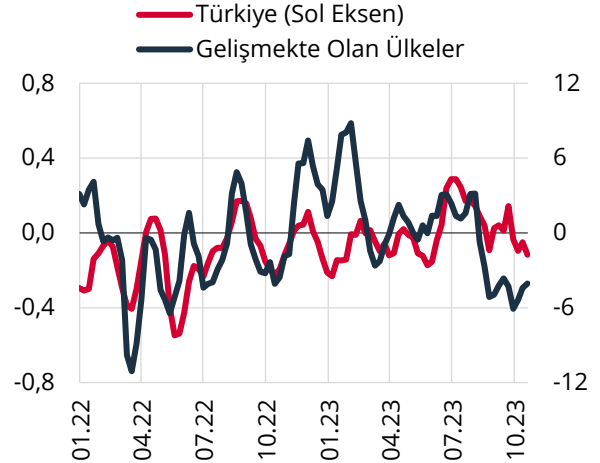
Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke CDS Primleri* (5 Yıl Vadeli, Baz Puan)



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)



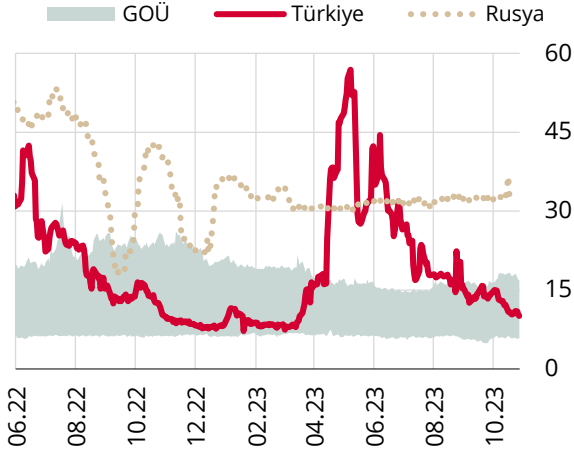
Kaynak: TCMB, IIF.

* 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).

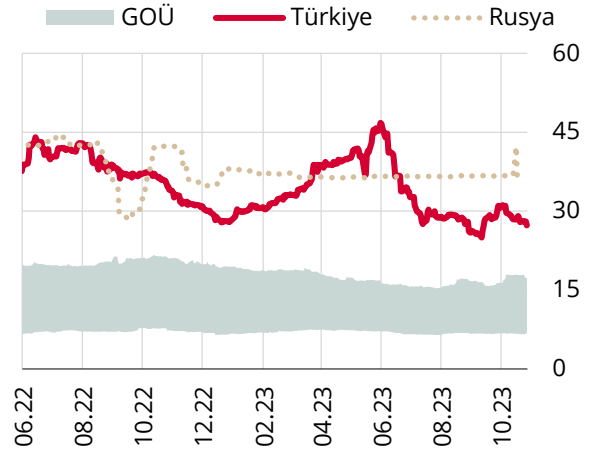
Grafik 2.2.3: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı* (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



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, %)



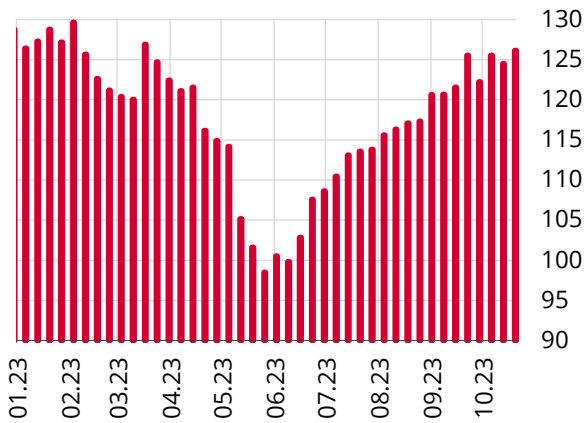
Kaynak: Bloomberg.

* 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.

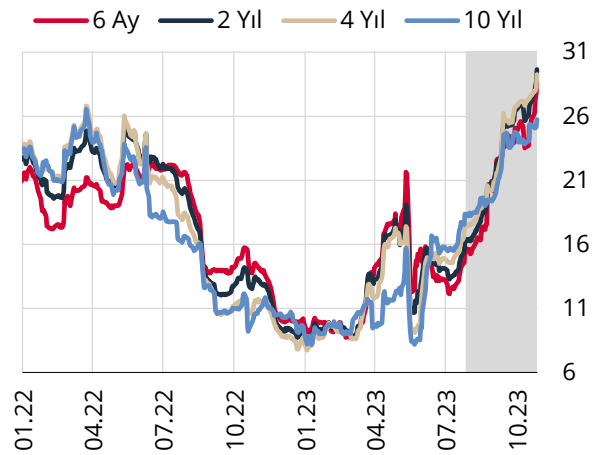
TCMB brüt uluslararası rezervleri, parasal sıkılaştırma ve mikro- ve makroihtiyati çerçevede atılan sadeleşme adımlarının etkileri ile haziran ayından itibaren girdiği güçlü artış eğilimini sürdürerek 20 Ekim itibarıyla 126,1 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir (Grafik 2.2.5). Mevcut Enflasyon 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 artışın 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.

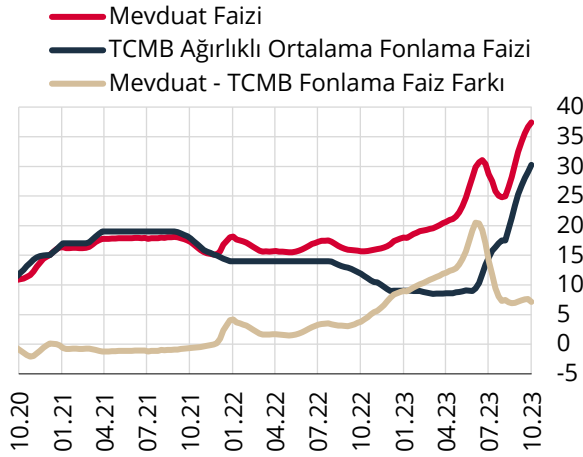
Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

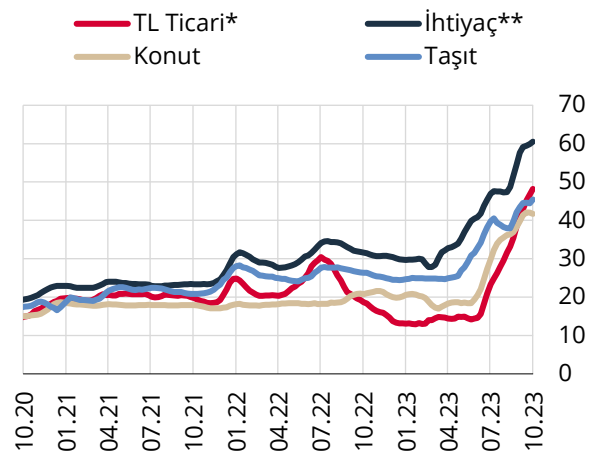
Fonlama maliyetleri ve kredi faizleri artmaya devam etmiştir. Haziran ayından itibaren yapılan politika faizi artışları, Türk lirası mevduat payının artırılmasına yönelik düzenlemeler ve miktarsal sıkılaştırma adımları ile birlikte mevduat faizleri artmaktadır (Grafik 2.2.7). Türk lirası mevduat faizlerindeki 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, %)

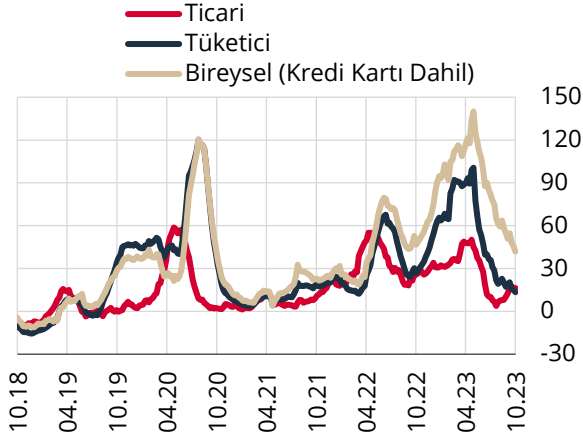
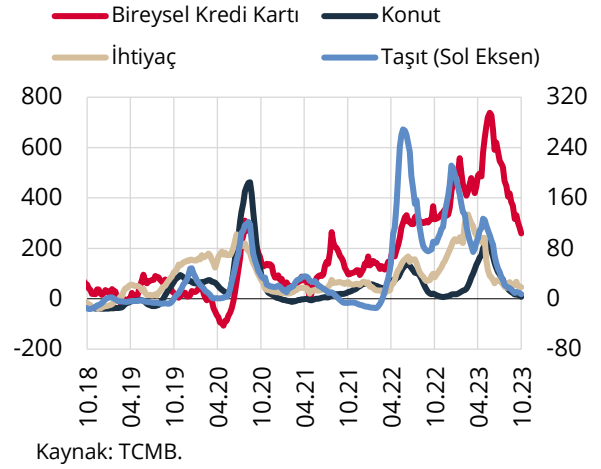
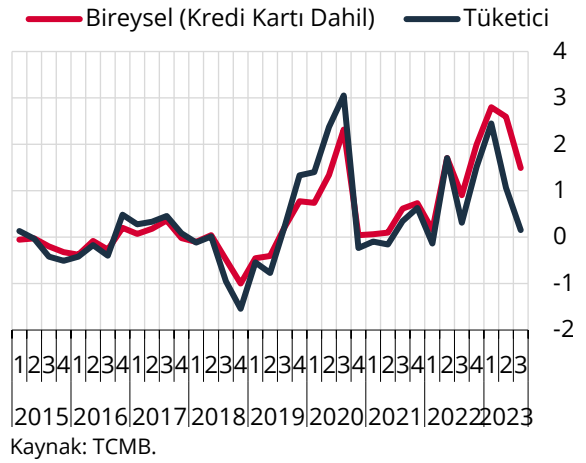
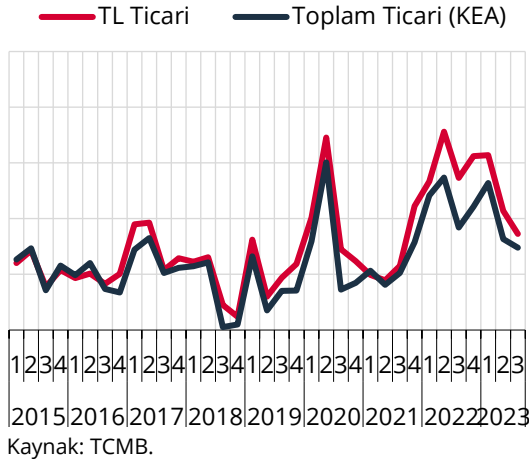


Kaynak: TCMB.

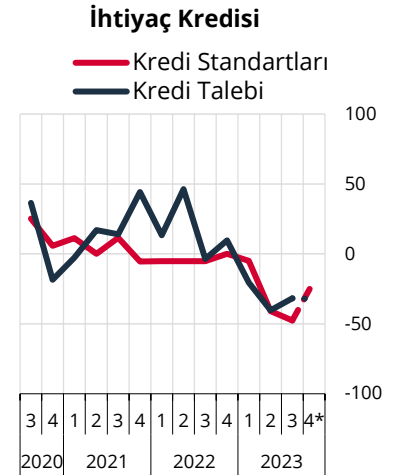
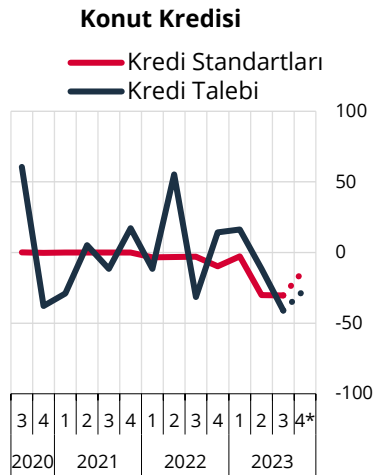
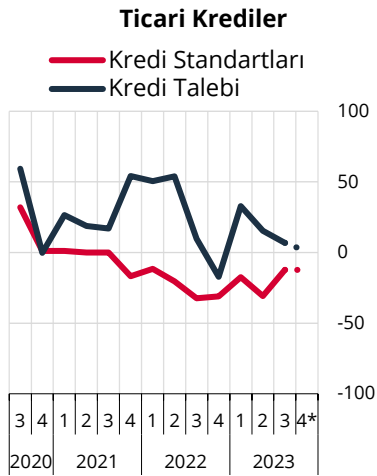
* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

** 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

Kaynak: TCMB BKEA.

* 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.

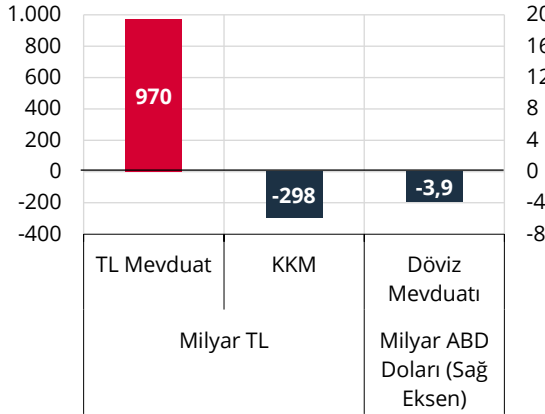
Mercek Altı 2.2

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.

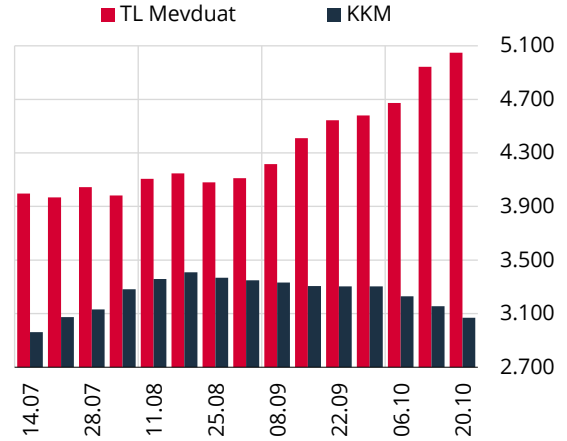
Bu gelişmelere paralel olarak toplam mevduat tutarı artmış, söz konusu artışın sürükleyicisi Türk lirası mevduat hesapları olmuştur. 25 Ağustos ve 20 Ekim arasında kapsayan dönemde Türk lirası mevduat hesapları 970 milyar Türk lirası artarken yabancı para mevduat ve KKM hesaplarından, sırasıyla 3,9 milyar 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.

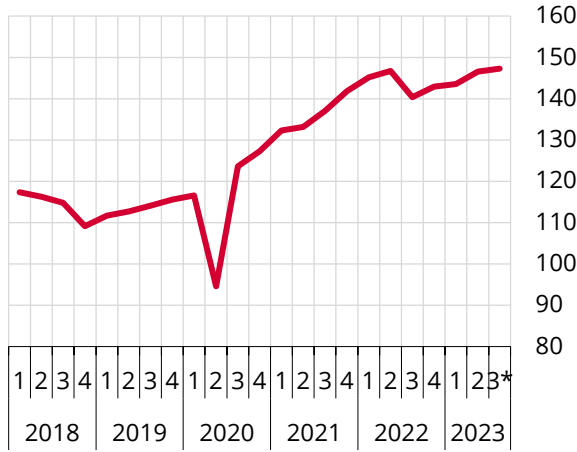
2.3 İktisadi Faaliyet

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).

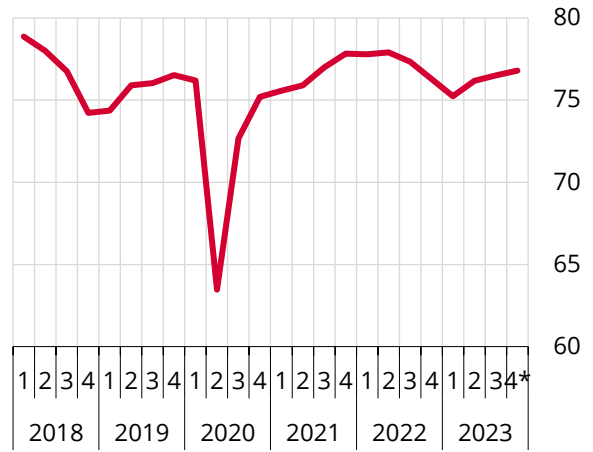
Grafik 2.3.5: Sanayi Üretim Endeksi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalaması.

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

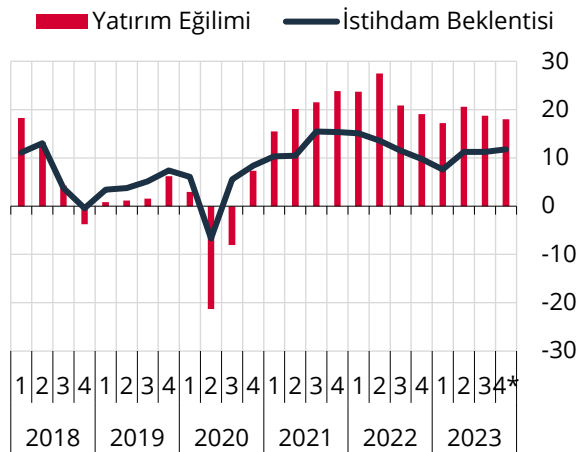


Kaynak: TÜİK.

* 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).

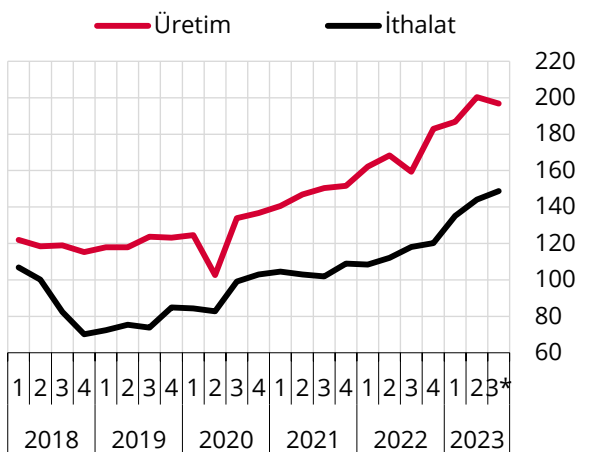
Grafik 2.3.7: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması ve İstihdam Beklentileri (Artacak-Azalacak, Mevimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

* Ekim ayı itibarıyla.

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



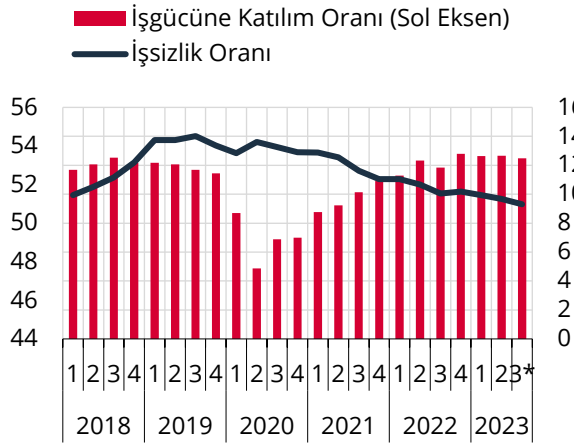
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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).

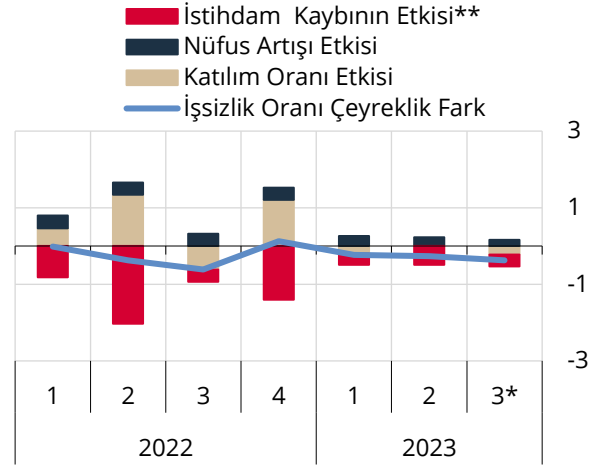
Grafik 2.3.9: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalaması.

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



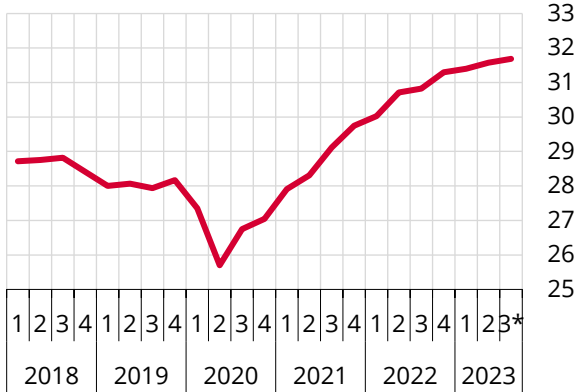
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalaması.

** İstihdam kaybının etkisinin eksi değer olması 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).

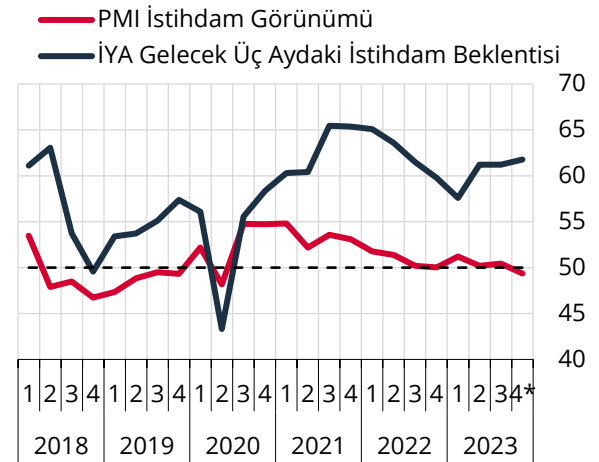
Grafik 2.3.11: Toplam İstihdam (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalaması.

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



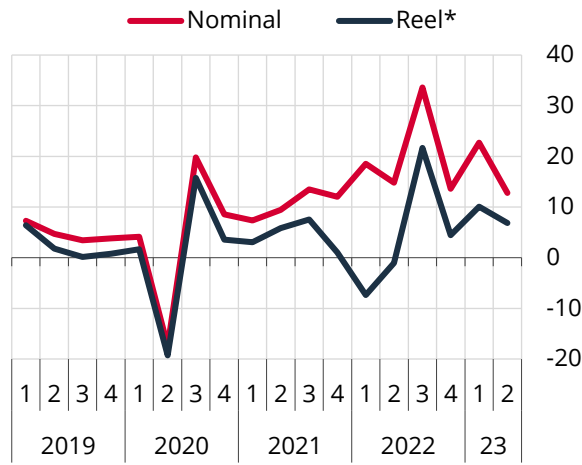
Kaynak: S&P Global, TCMB.

* İYA ve PMI verileri ekim ayı itibarıyla.

** İYA 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.

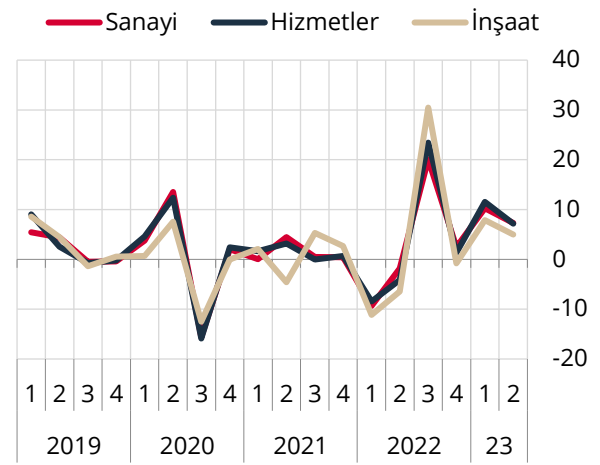
Grafik 2.3.13: Tarım Dışı Sektörlerde Brüt Ücret Maaş Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

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

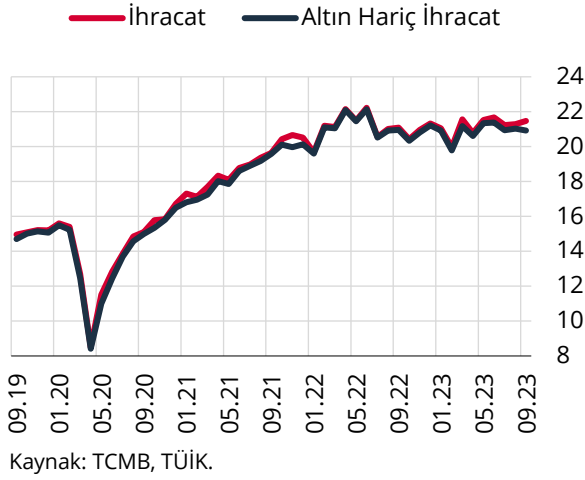
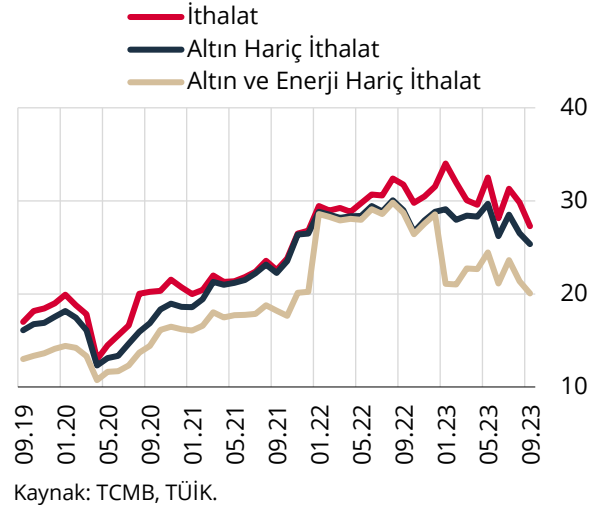


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

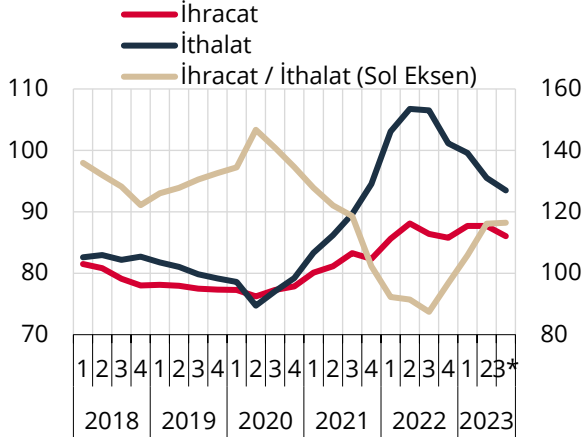
Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

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)

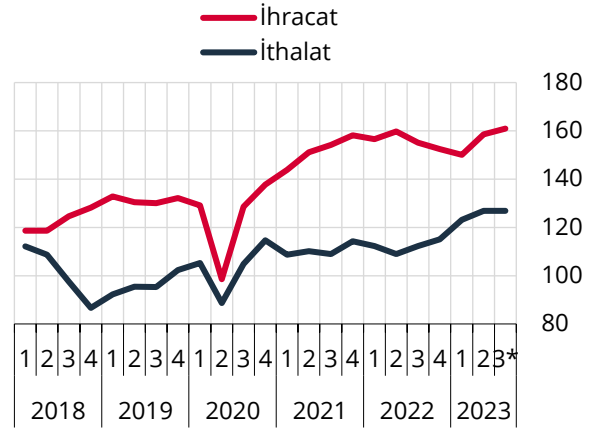
Yılın üçüncü çeyreğinde, sıkılaştırıcı politika duruşunun ithalat üzerindeki yavaşlatıcı etkisinin yansımaya başladığı değerlendirilmektedir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış altın ve enerji hariç ithalat, ağustos ve eylül aylarında azalış kaydetmiştir (Grafik 2.3.16). Bu dönemde, ara mali 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.

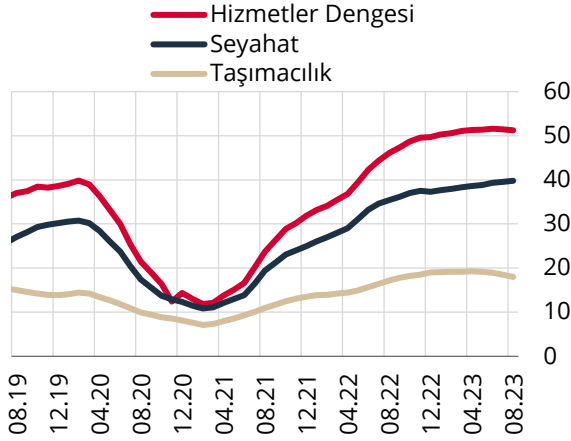
* Temmuz-aoğustos ayları ortalamasıdır.

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

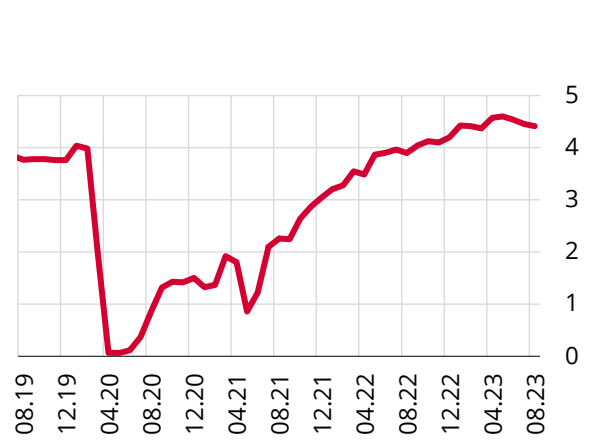
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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.

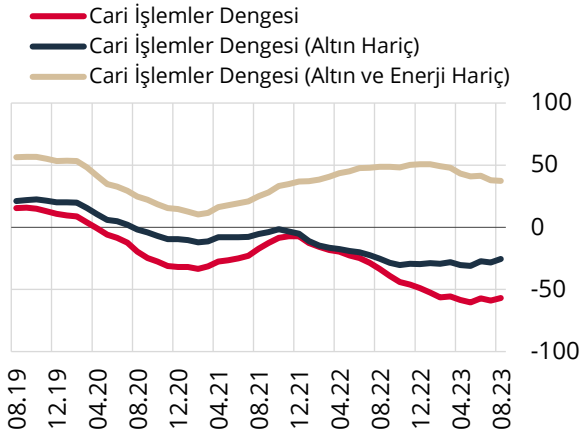
Grafik 2.3.20: Yabancı Ziyaretçi Sayısı (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyon Kişi)

Kaynak: TCMB.

Hizmetler dengesindeki güçlü seyir ve dış ticaret açığında son dönemde gözlenen gerileme ile birlikte yıllıklandırılmış cari açığa 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 açığındaki düşüş eğiliminin süreceği değerlendirilmektedir.

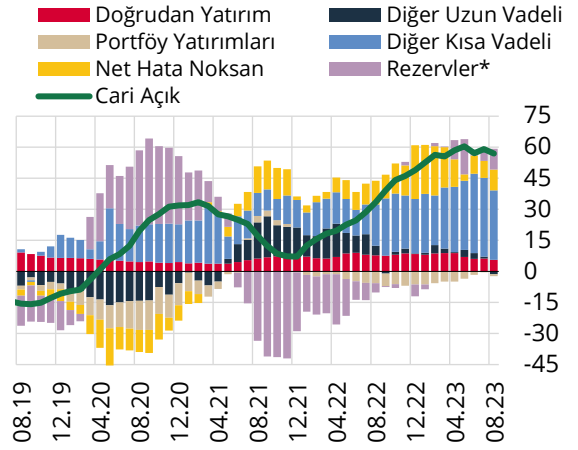
Cari işlemler açığının, azalmakla birlikte yüksek seviyesini koruması, finansman ihtiyacını canlı tutmuştur. Ağustos ayı itibarıyla yıllıklandırılmış olarak cari açığın finansmanı, ağırlıklı olarak yurt dışı yerleşiklerin yurt içindeki mevduatları ve ticari krediler gibi kısa vadeli kanallardan sağlanmaya 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.

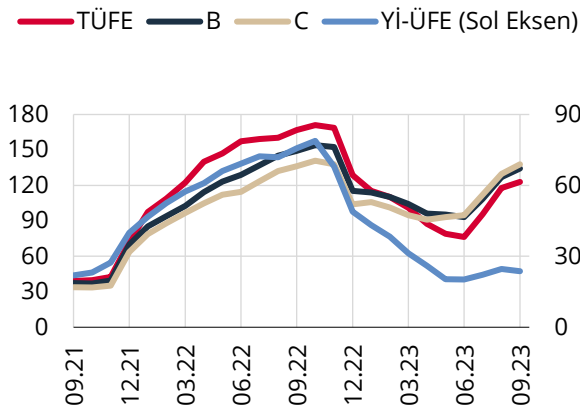
2023 yılı dördüncü çeyreği kamu mali duruşunun seyri açısından önem arz etmektedir. Yılın ilk dokuz ayındaki merkezi bütçe gerçekleştirmelerinin eylül ayında yayımlanan OVP tahminlerine kıyasla daha olumlu olduğu görülmektedir. OVP metninde depremde hasar gören bölgelerin yeniden ihyası ve imarı ile 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).

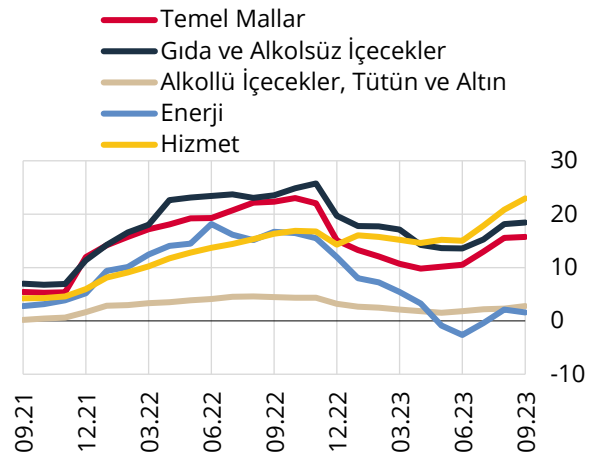
Grafik 2.4.1: TÜFE, Yİ-ÜFE, B Endeksi ve C Endeksi* (Yıllık % Değişim)



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.

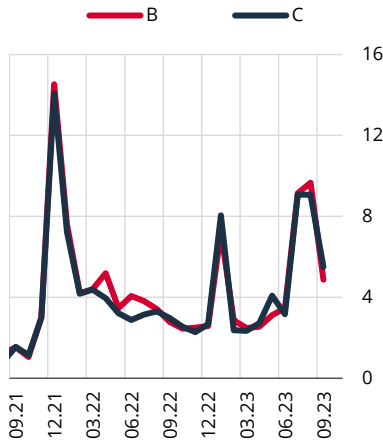
Grafik 2.4.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

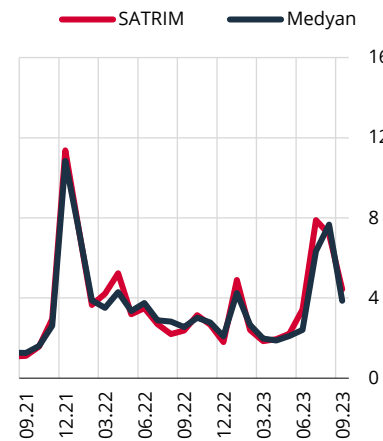
Çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonları ve ana eğilimleri yükselmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle, B ve C endekslerinin aylık artışları temmuz ve ağustos aylarında önemli ölçüde yükselmiş, eylül ayında ivme kaybetmekle beraber önceki çeyrek sonuna kıyasla yüksek seyretmiştir (Grafik 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.

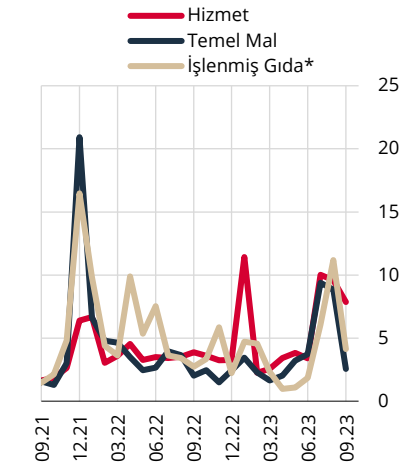
Grafik 2.4.4: Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM* ve Medyan**
(Aylık % Değişim)



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)



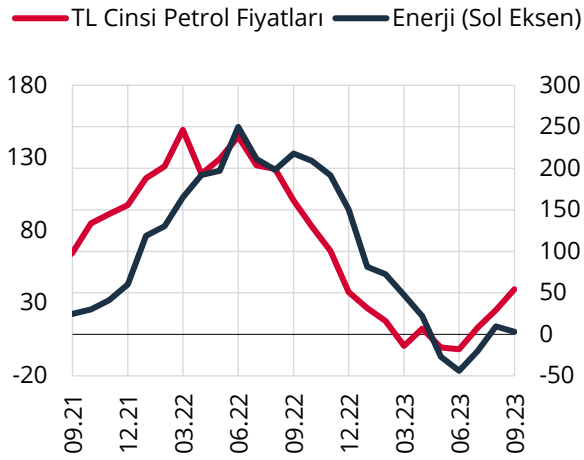
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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

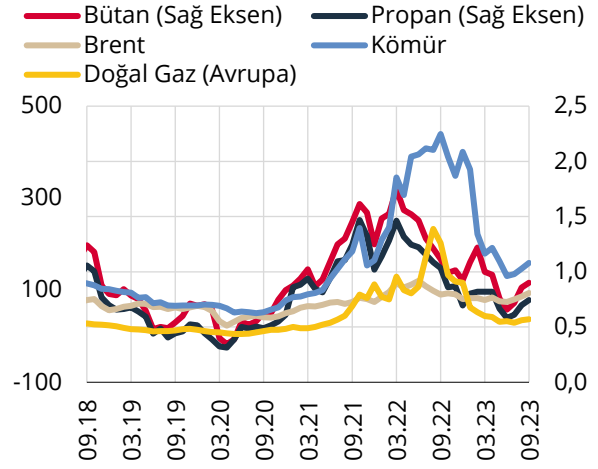
Brent tipi ham petrol fiyatları, eylül ayını ortalama 94 ABD doları seviyesinde tamamlamıştır. Haziran-temmuz aylarında önemli ölçüde yükselen ABD doları kuru, takip eden dönemde istikrarlı bir seyir izlemiştir. 16 Temmuz tarihi itibarıyla akaryakıtta maktu ÖTV tutarları güncellenmiştir. Söz konusu gelişmeleri 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.

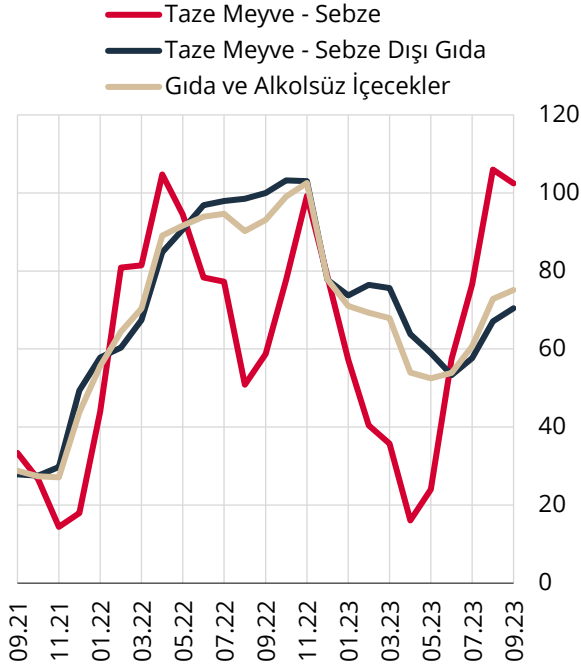
Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları

| | 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 |

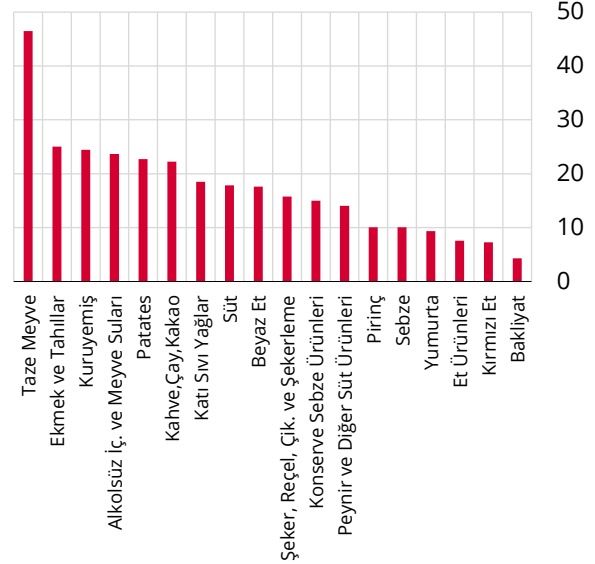
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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.

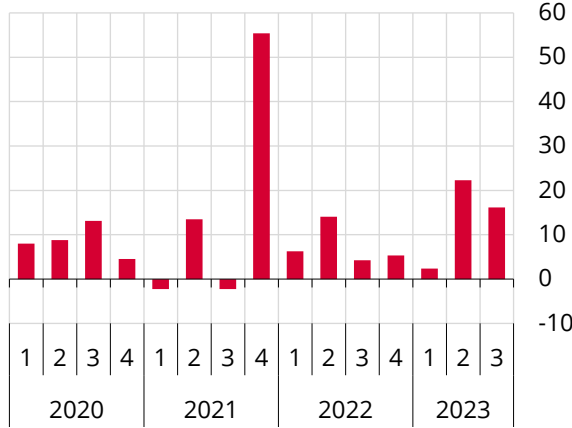
* Gıda alt kalemleri bazında, 2023 Ç3 çeyreklik yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021 dönemi üçüncü çeyrek ortalaması) farkı.

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

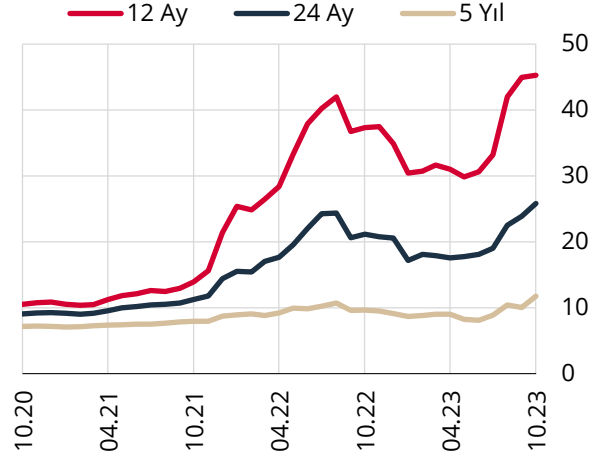
Tüketici enflasyonundaki yükselişte Türk lirasında gerçekleşen değer kaybı önemli rol oynamıştır. Döviz kurunda mayıs ayında gerçekleşmeye başlayan artışlardan sonra ağustos ayında daha istikrarlı fiyat hareketleri gözlenmiş, çeyreğin kalanında da ılımlı bir seyir hakim olmuştur. Bu çerçevede, yılın 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.

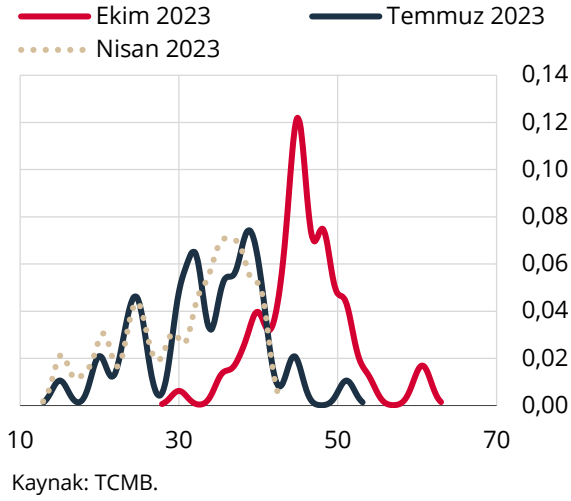
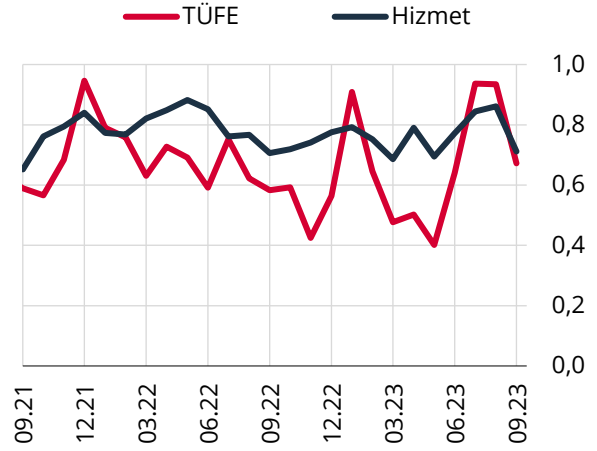
Grafik 2.4.11: Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (%)

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.

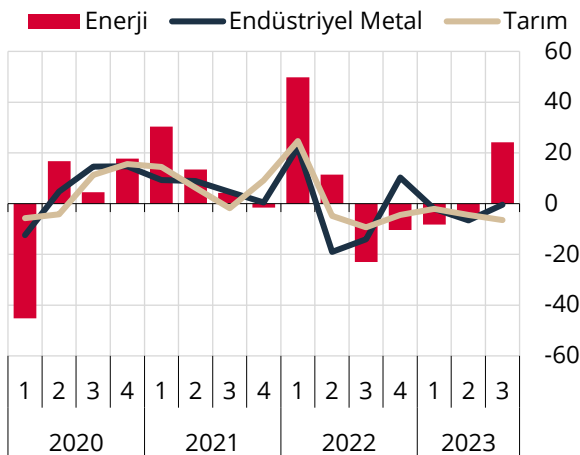
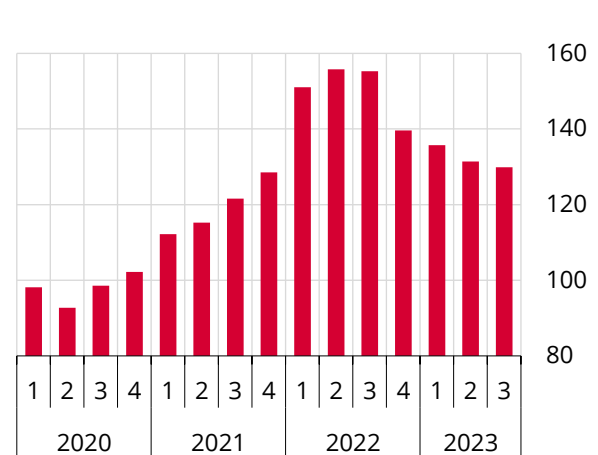
Piyasa Katılımcıları Anketi verilerine göre enflasyon beklentilerinde haziran ayında başlayan yukarı yönlü güncellemeler ağustos ayında belirginleşmiştir. Döviz kuru gelişmeleri ile birlikte çeyrek içinde beklentileri aşan enflasyon gerçekleştirmeleri beklentileri yükselten temel unsurlar olurken takip 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.

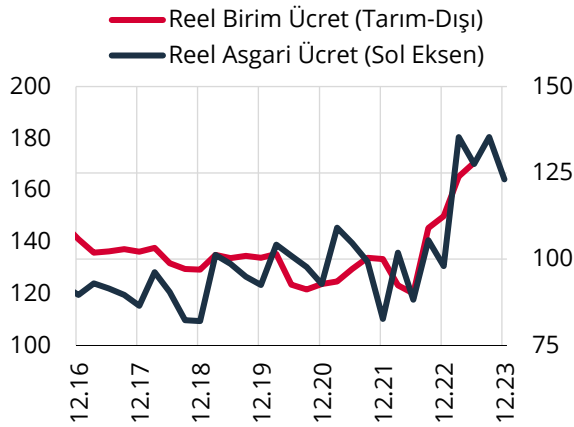
Son üç aylık dönemde enerji ve enerji dışı emtia fiyatları arasında belirgin bir ayrışma izlenmiştir. Enerji grubunda güçlü fiyat artışları gerçekleşirken endüstriyel metal fiyatları yatay seyretmiş, tarım grubunda ise fiyatlar gerilemeye devam etmiştir (Grafik 2.4.14). Enerji grubunda fiyat artışları 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)

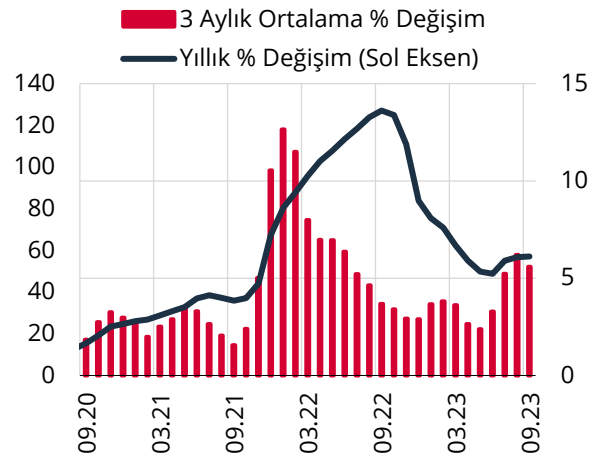


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

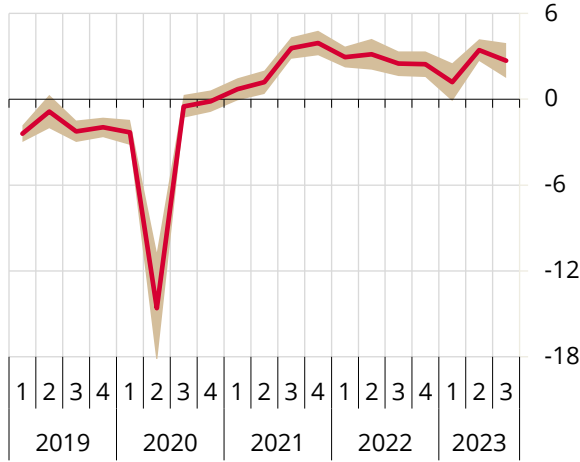
** Net asgari ücret verisi mevsimsellikten arındırılmış TÜFE serisi ile deflate edilmiştir. Son çeyrek enflasyon verisi için tahmin kullanılmıştır.

Grafik 2.4.17: Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları



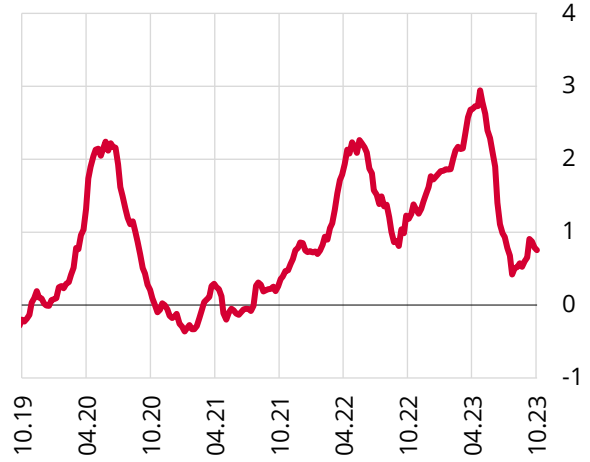
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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 öneminin 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.

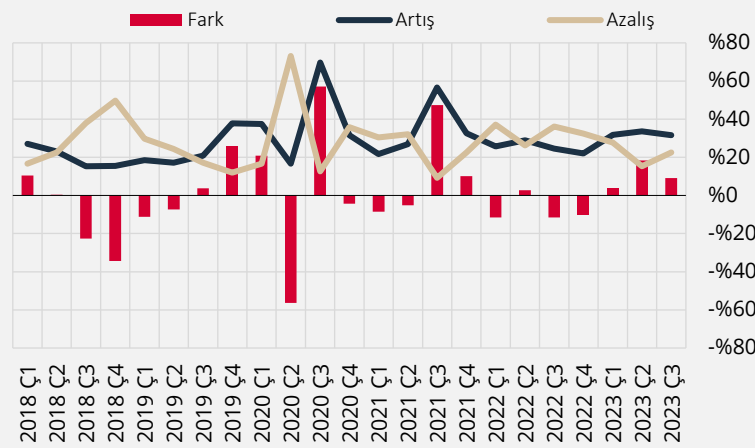
İhracatın önceki çeyreğe benzer bir seyir izlediği gözlenmiştir.

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 sıkılaşan finansman koşulları üretime yansımaya başlamıştır. İhracatçı firmalarda ise üretim dinamikleri görece olumlu seyrini korumuştur.

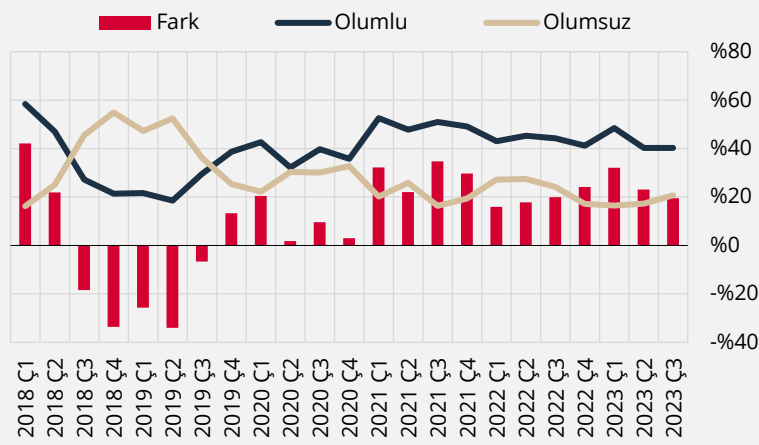
Sektörel gelişmelere bakıldığında, **otomotivde**, tedarik sıkıntılarının geride kalması ile üretim süreci sıkıntısız devam ederken yılın güçlü büyüme ile tamamlanacağı tahmin edilmektedir. Güçlü talep sayesinde yan sanayide de canlılığın korunması beklenmektedir. **İnşaatta**, deprem bölgesi dışında faaliyet genel olarak zayıf seyretmektedir. 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 seyretmiştir. **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.

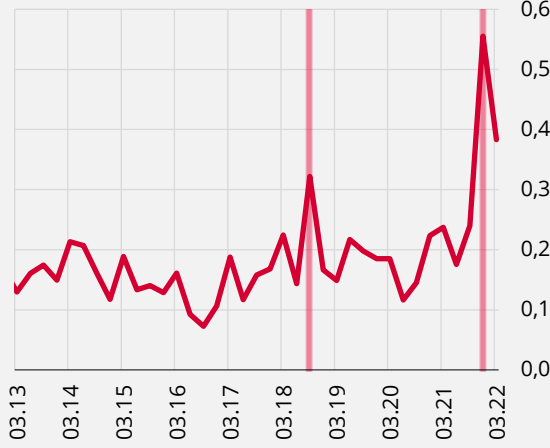
2023 yılı üçüncü çeyreği tüketici enflasyonunun bileşenleri incelendiğinde kur kaynaklı katkının bir önceki çeyreğe kıyasla 4,3 puan yükselerek 19,9 seviyesine ulaştığı gözlenmektedir (Grafik 2). Bu görünümde temelde sepet kur ortalamasının üçüncü çeyrekte kaydettiği yüzde 29,5 oranındaki artışın geçtiğimiz 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.

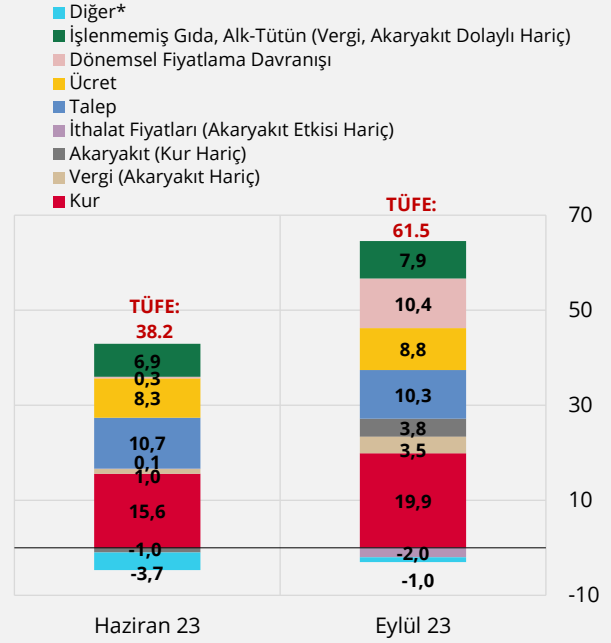
¹ Enflasyon Raporu 2023-III, Mercek Altı 2.2, Vergi ve Yönetilen Fiyat Ayarlamalarının Enflasyona Etkileri.

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.

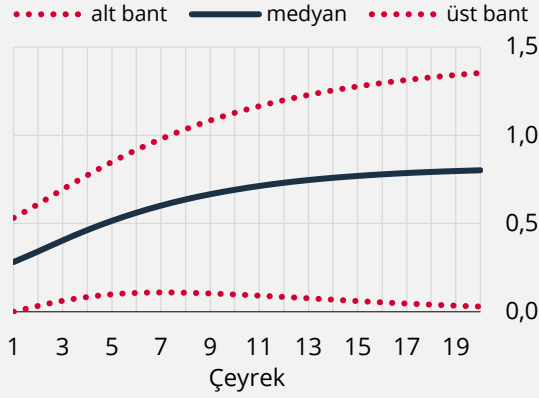
² Kur ve ham petrol fiyatlarının çeyreklik değişim olarak, yıllıklandırılmadan modele eklendiğine dikkat edilmelidir.

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

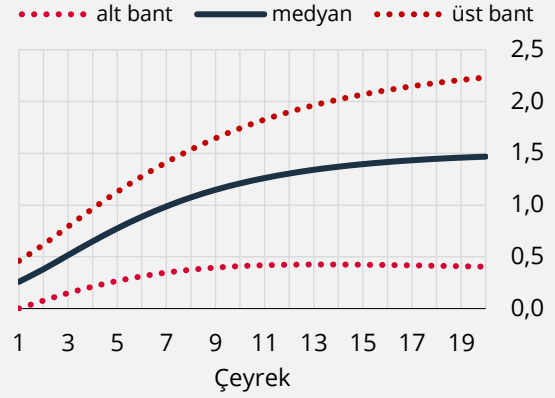
enflasyon ve kur şoklarına verilen tepkinin arttığı gözlenmektedir.⁴ Bulgular topluca değerlendirildiğinde, beklentilerin çıpalandırılmasında para politikasının önem arz ettiği, sıkılaştırıcı adımların doğrudan etkilerinin yanı sıra beklenti kanalı üzerinden de enflasyon üzerinde etkiye bulunduğu teyit 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)

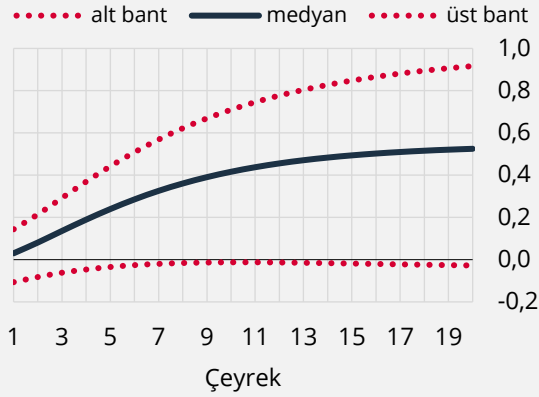
Beklentinin Enflasyon Gerçekleşmelerine Tepkisi



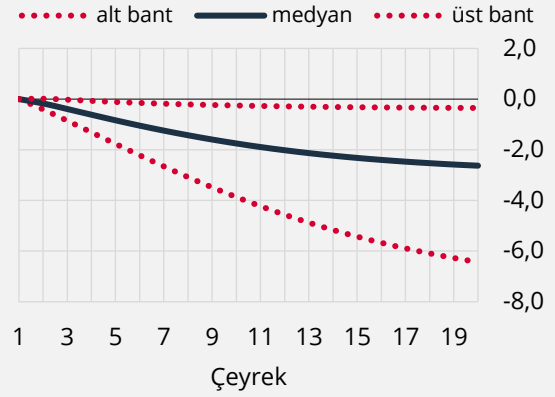
Beklentinin Sepet Kura Tepkisi



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

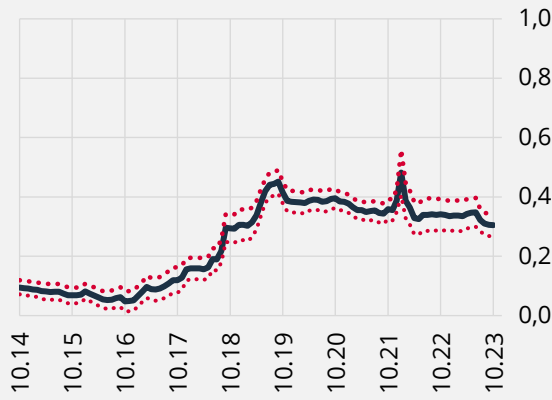
⁴ Politika faizini içeren modelde 20. dönem sonunda 10 puanlık enflasyon şokuna beklentilerin tepkisi 0,8 puan olarak ölçülürken, politika faizinin olmadığı modelde birikimli tepki 1,9 puana yükselmektedir. Kur şokunun beklentiler üzerindeki birikimli etkisi politika faizinin olmadığı modelde 1,5 puandan 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:

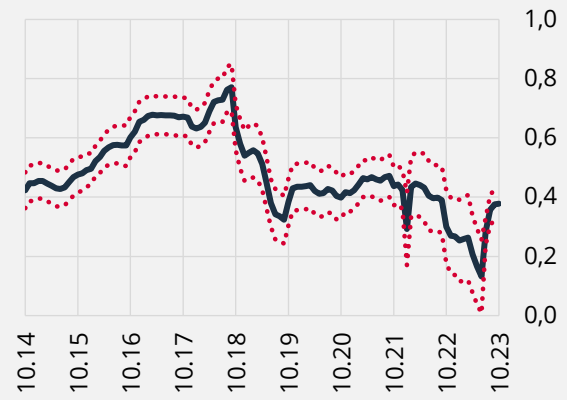
$$\pi_{i,t}^{Beklenti} = \alpha\pi_{t-1} + \beta\pi_t^{TCMB\ Tahmin} + \mu_i + e_{i,t}$$

$\pi_{i,t}^{Beklenti}$ 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.

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

İktisadi faaliyet gücünü korumakla birlikte sıkılaştırılan finansal koşulların etkisiyle yakın dönemde yurt içi talep kaynaklı dengelenme sinyalleri gözlenmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde yıllık bazda yüzde 3,8, çeyreklik bazda ise yüzde 3,5 artış gösteren GSYİH büyümesine harcama yönünden en büyük katkı özel tüketim kaleminden gelmiştir. Ayrıca, yıllık büyümenin üretim yönünden temel belirleyicisinin ise hizmetler sektörü olmaya devam ettiği görülmektedir. Diğer yandan, yurt dışı talebin zayıf seyri ve güçlü iç talep koşullarının etkisiyle net ihracatın büyümeye 6,3 puan azaltıcı yönde katkısı olmuştur. Öncü göstergeler 2023 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyetin iç talep kaynaklı büyümeye devam etmekle birlikte güçlendirilen parasal sıkılaştırmanın etkisiyle dengelenmeye başladığına işaret etmektedir. Ayrıca, dış talepteki zayıf görünümün etkisiyle ihracat bir önceki çeyreğe kıyasla yataya yakın bir seyir izlerken iç talepteki dengelenme sürecinin ithalat talebi üzerinde yavaşlatıcı etkisi görülmeye başlanmıştır. Üçüncü çeyreğe dair veriler canlı ve sıkı işgücü piyasasına işaret etmektedir. İkinci çeyrekte zirveyi gören çıktı açığının, parasal sıkılaştırma eşliğinde azalmasına rağmen, üçüncü çeyrekte halen pozitif bölgede seyrettiği gözlenmektedir.

2023 yılının üçüncü çeyreğinde tüketici enflasyonu yüzde 61,5 olarak gerçekleşmiş ve bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının üst bandınının 7,9 puan üzerinde gerçekleşmiştir. Üçüncü çeyrekte, enerji dışı emtia fiyatları çeyreklik bazda gerileyerek olumlu seyrini sürdürse de küresel enerji fiyatlarında görülen artışlar paralelinde enflasyonist baskılar güçlenmiştir. Döviz kuru ve küresel fiyatların artması nedeniyle akaryakıt fiyatlarında görülen yükseliş doğrudan ve dolaylı kanallarla fiyat artışlarının genele yayılmasına katkı sağlamıştır. Güçlü talep koşulları, temmuz ayında asgari ücrette yapılan ayarlama ile birlikte ücretlerde yaygın olarak gözlenen artışların tüketici enflasyonuna geçişini kolaylaştırmıştır. Üçüncü çeyrekte toplam talep koşullarının ivme kaybederek dengelenmeye başladığı görülse de iç talep koşullarının enflasyonu arttırıcı yönde katkı vermeye devam ettiği değerlendirilmektedir. Öte yandan, bu dönemde KDV ve akaryakıttaki ÖTV artışı gibi vergi ve harçlarda yapılan düzenlemeler tüketici enflasyonunun artmasına önemli katkı sağlamıştır.

Olumsuz şokların bir arada ve kısa bir zaman diliminde geliştiği üçüncü çeyrekte enflasyon beklentilerinde ve fiyatlama davranışlarında öngörülenin ötesinde bir bozulma görülmüştür. Döviz kuru değişiminin yüksek olduğu dönemlerde döviz kurundan enflasyona geçişkenliğin kısa sürede ve güçlü gerçekleştiği değerlendirilmiştir. Ayrıca, hizmet enflasyonundaki katılığın devam etmesinde yönetilen/yönlendirilen gruplar ile birlikte dönemsel fiyatlama davranışına sahip ve geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi güçlü olan kalemlerin etkili olduğu görülmektedir. Söz konusu gelişmeler neticesinde hizmetler sektörü başta olmak üzere ana grupların yıllık enflasyona katkılarının bir önceki çeyreğe kıyasla önemli oranda arttığı görülmektedir. Bu durumun etkisiyle yılın üçüncü çeyreğinde enflasyonun ana eğilimi yükselmiş ve B endeksi yıllık enflasyonunda artış gözlenmiştir (Tablo 3.1.1).

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

| | 2023-III |
|---|----------------|
| Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim) | 61,5 (51,2) |
| B Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim) | 67,2 (57,8) |

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

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

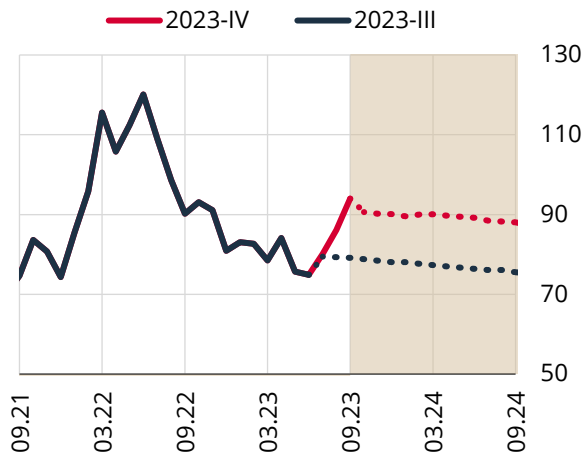
Küresel iktisadi faaliyet mevcut Enflasyon Raporu döneminde ivme kaybetmekle birlikte büyümenin 2023 yılında yavaşlayarak da olsa devam edeceğine ilişkin beklentiler korunmuştur. Küresel imalat sanayi görünümündeki zayıf seyre hizmetler sektörünün de eşlik etmeye başlamasıyla küresel iktisadi faaliyet ivme kaybetmiştir. Bu dönemde hizmetler sektöründe daha belirgin olmak üzere her iki grupta da PMI

göstergeleri düşüş kaydetmiştir. Türkiye'nin dış ticaret ortaklarının ihracat paylarıyla ağırlıklandırılan küresel büyüme endeksi, öncü göstergelerdeki bozulmaya karşın, yatay seyrini sürdürmüştür. Euro Bölgesi'nde imalat sanayi PMI göstergesi ekim ayında, bölgedeki iktisadi faaliyette gerilemeye işaret etmektedir (Mercek Altı 2.1). Buna ek olarak, dünya ticaretindeki ağırlığından dolayı Çin büyümesindeki zayıflık hem doğrudan hem de dolaylı üretim ilişkileri yoluyla küresel talebi aşağı çekmektedir.

Enerji fiyatları kaynaklı olarak küresel enflasyondaki düşüş eğilimi yavaşlarken çekirdek enflasyondaki katılığın kırılmaya başladığı görülmektedir. Takip edilen gelişmiş ülkelerde manşet enflasyon gerilese de merkez bankalarının hedeflerinin belirgin bir şekilde üzerinde kalmaya devam etmektedir. Takip edilen gelişmekte olan ülkelerde (Türkiye hariç) ise enflasyon yataya yakın bir seyir izlemiştir. Diğer yandan, sıkı para politikalarının etkileri ile, özellikle gelişmiş ülkelerde çekirdek enflasyon görece olarak hız kaybederek bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre gerilemiştir. Küresel arz koşullarındaki iyileşme ve hizmet sektörü talebindeki yavaşlama küresel enflasyon görünümünde etkili olmuştur. Arz yönlü enflasyon baskılarındaki hafifleme ile birlikte sıkı para politikalarının talep üzerindeki etkilerinin belirgin olarak hissedilmeye başlanması enflasyondaki gerilemeye katkı sağlamıştır. Ancak, son dönemdeki jeopolitik gelişmeler petrol başta olmak üzere enerji fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutarak enflasyon görünümünde risk oluşturmaktadır. Ayrıca, iş gücü piyasalarındaki güçlü seyir ve enflasyonun hedef oranlarının üzerinde seyretmesi gelişmiş ülke merkez bankalarının politika duruşlarını daha uzun süre, daha sıkı tutacakları beklentisini artırmış, böylece küresel finansal koşullar belirgin şekilde sıkılaştırmıştır.

Küresel büyüme görünümüne bağlı olarak, enerji hariç emtia fiyatlarındaki düşüş eğilimi devam etmekte birlikte jeopolitik riskler, finansal koşullar ve arz yönlü faktörler emtia fiyatları üzerinde etkili olmaya devam etmektedir. Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre enerji hariç emtia ana endeksinde genele yayılan bir düşüş görülmekle birlikte endeks son on yılın ortalamasının üzerindeki seyrini devam ettirmektedir. OPEC+ ülkelerinin kapasitelerinin altında üretimi sürdürmeleri ve jeopolitik riskler petrol fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıları canlı tutmakta ve fiyatlardaki oynaklığın artmasına neden olmaktadır. Diğer endüstriyel emtia fiyatları ise küresel büyüme görünümü ve özellikle Çin'in büyümesi ile uyumlu hareket ederek bir önceki yılın aynı dönemine göre yatay seyretmektedir. Bu çerçevede, ortalama petrol fiyatı varsayımı yukarı yönlü güncellenerek, 2023 yılı için 79,4 ABD doları seviyesinden 84,2 ABD doları seviyesine, 2024 yılı için 88,7 ABD doları seviyesine çıkarılmıştır (Grafik 3.1.1). İthalat fiyatları yıllık ortalama değişimi için 2023 ve 2024 yılı varsayımları ise sırasıyla yüzde -10 ve yüzde 2,7 olarak sınırlı güncellenmiştir (Grafik 3.1.2).

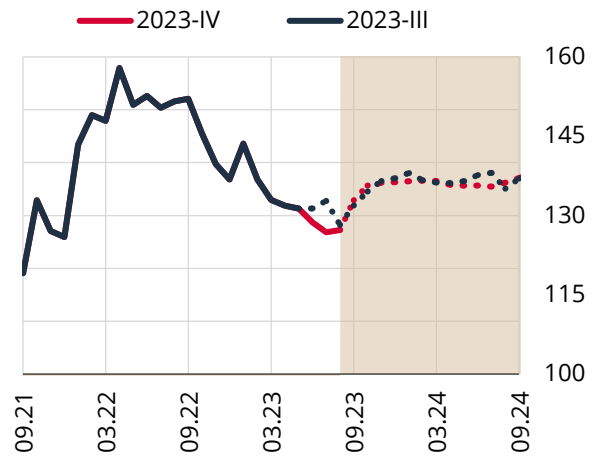
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Gıda fiyatlarına ilişkin varsayımlar, 2023 yılı için yukarı, 2024 için aşağı yönlü güncellenmiştir. 2023 yılı üçüncü çeyrekte küresel tarımsal emtia ve gıda fiyatlarındaki gerilemeye rağmen, devam eden yurt içi arz yönlü sorunlar ve piyasa yapısındaki yetersizlikler sonucunda gıda fiyatlarındaki artış eğilimi güçlenerek sürmüştür. Artış eğilimini çoğunlukla para politikası kontrolü dışındaki arz yönlü unsurlardan etkilenen işlenmemiş gıda kalemi sürüklemektedir. Döviz kuru geçişkenliğinin daha yüksek ve hızlı olarak 2023 yılında

tamamlandığı değerlendirilmiş ve 2024 yılına ilişkin gıda varsayımı aşağı yönlü güncellenmiştir. Önümüzdeki dönemde gıda enflasyonunun 2023 yılını yüzde 66,7 seviyesinde; 2024 yılını ise yüzde 31,0 düzeyinde tamamlayacağı varsayılmıştır (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

| | 2023 | 2024 |
|--|-----------------|----------------|
| İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim) | 1,7 (1,7) | 2,0 (2,1) |
| Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları) | 84,2 (79,4) | 88,7 (76,3) |
| İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim) | -10,0 (-9,5) | 2,7 (2,4) |
| Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim) | 66,7 (61,5) | 31,0 (35,0) |

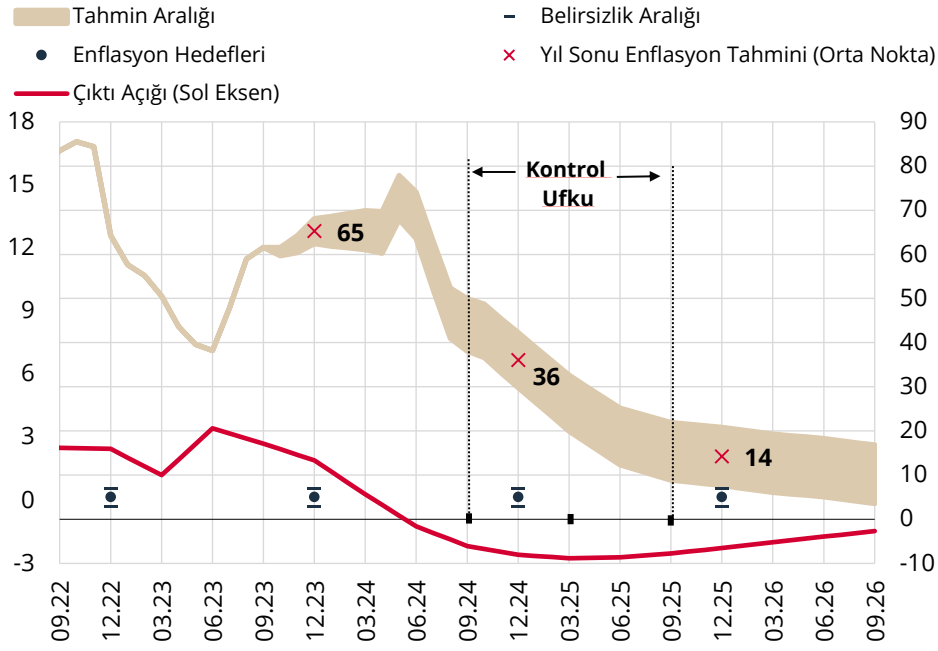
* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki değerleri göstermektedir.

3.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonun 2023 yılı sonunda yüzde 65 olarak gerçekleşeceği, 2024 yılı sonunda yüzde 36 ve 2025 yılı sonunda ise yüzde 14 seviyesine gerileyerek azalış eğilimini sürdüreceği tahmin edilmektedir.

Enflasyonun, döviz kuru, bazı işlenmemiş gıda ürünlerindeki arz yönlü etkiler ve akaryakıt fiyatlarının etkisiyle tahmin edilenin üzerinde artması ve bu gelişmenin beklentiler üzerindeki ilave etkileri sonucunda yıl sonu tahmini 7 puan artışla yüzde 65 seviyesine güncellenmiştir. Diğer taraftan, küresel büyüme ve ithalat fiyatları gibi varsayımlar bir önceki Enflasyon Raporu dönemiyle uyumlu düzeylerde korunmuştur. Yönetilen/yönlendirilen kalemler ile enerji ithalatı fiyat varsayımı kaynaklı olmak üzere 2024 yıl sonu tahmini yüzde 36'ya yükseltilmiştir. Bunun yanında, jeopolitik gelişmelerin petrol başta olmak üzere emtia fiyatları üzerinde oluşturacağı oynaklıklar, sıkı para politikasının küresel finansal koşullar üzerinde oluşturacağı etkiler ile yönetilen/yönlendirilen fiyat ve ücretlere ilişkin belirsizlikler enflasyon tahminlerinin belirsizlik aralığına yansıtılmıştır (Kutu 3.1).

2024'ün ilk yarısı boyunca enflasyonun yükseleceği ve 2024 yılı ikinci yarısından itibaren tüketici enflasyonunun istikrarlı olarak gerileyeceği öngörülmektedir. Politika faizindeki artışın yanı sıra, parasal aktarımın güçlenmesini sağlayan miktarsal sıkılaştırma ve seçici kredi politikası ile makroihtiyati çerçevede sadeleşme adımları finansal koşullara yansımaya başlamıştır. Tüketici kredi büyümesinin gerilemesi ve Türk lirası tasarruf araçlarına olan talebin artmasıyla birlikte, öncü göstergeler de iç talepte kademeli dengelenme işaretleri sunmaktadır (Kutu 3.2). Orta vadeli tahminler oluşturulurken, para politikası duruşunun enflasyonda belirgin bir düşüş sağlanacak şekilde belirleneceği bir görünüm esas alınmıştır. Bu sıkı para politikası duruşunun iç talepte dengelenme ve cari dangedeki kademeli iyileşme sürecinin belirginleşmesini sağlayacağı değerlendirilmektedir. Ayrıca parasal sıkılaştırmanın kararlı ve istikrarlı şekilde sürdürülmesiyle birlikte, kısa vadede aylık enflasyon yavaşlarken, enflasyon gerçekleştirmelerine hassasiyeti yüksek olan enflasyon beklentilerinde iyileşme sağlanacağı öngörülmektedir (Kutu 2.3). Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2023 yılı sonunda orta noktası yüzde 65 olmak üzere, yüzde 62 ile yüzde 68 aralığında; 2024 yılı sonunda orta noktası yüzde 36 olmak üzere yüzde 30 ile yüzde 42 aralığında gerçekleşeceği; 2025 yılı sonunda ise yüzde 14 seviyesine gerileyeceği ve orta vadede yüzde 5 hedefine yakınsayarak istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.1).

Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri* (%)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Tablo 3.2.1: 2023 ve 2024 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

| | 2023 | 2024 |
|--|------|------|
| 2023-III ER Tahmini (%) | 58 | 33 |
| 2023-IV ER Tahmini (%) | 65 | 36 |
| 2023-III Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi | 7 | 3 |
| Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan) | | |
| Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları Dahil) | +2,0 | +1,8 |
| Çıktı Açığı | +0,8 | -0,7 |
| Gıda Fiyatları | +1,3 | -1,0 |
| Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar (Enerji Kalemleri Dahil) | - | +1,5 |
| Gerçekleşme – Tahmin Farkı ve Enflasyon Eğilimine Yansıması | +2,9 | +1,4 |

Kaynak: TCMB.

2023 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 58'den yüzde 65'e yükseltilmiştir. Bir önceki Enflasyon Raporu döneminde sunulan tahminlere kıyasla Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları 2023 yıl sonu enflasyon tahminlerini 2,0 puan yükseltmiştir. Beklenenden daha güçlü gerçekleşen talep koşullarının tahminler üzerindeki etkisi 0,8 puan olurken gıda fiyatları varsayımındaki değişim tahminleri 1,3 puan yukarı taşımıştır. Mevcut enflasyon gerçekleştirmelerinin bir önceki Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde kalmasıyla oluşan tahmin sapması ve enflasyon ana eğilimindeki artışın etkisinin yıl sonu enflasyonu 2,9 puan artıracığı değerlendirilmiştir (Tablo 3.2.1).

2024 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 33'den yüzde 36'ya güncellenmiştir. Bir önceki Enflasyon Raporu'na göre 3 puan yukarı yönlü güncellenen enflasyon tahminlerine Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları ve yönetilen yönlendirilen fiyatlardan sırasıyla 1,8 ve 1,5 puan katkı gelmiştir. Diğer yandan, tahmin sapması ve enflasyon ana eğilimindeki güncelleme 2024 yıl sonu enflasyon tahminini 1,4 puan artırmıştır. Son olarak, talep koşullarındaki dengelenmenin ve gıda fiyatları varsayımının 2024 yıl sonu enflasyon tahminine sırasıyla 0,7 ve 1,0 puan azaltıcı yönde katkı vereceği tahmin edilmektedir.

Tahminler, küresel büyüme ve dış talep görünümünün bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yavaşladığı ve küresel enflasyondaki düşüşün bir miktar yavaşlamakla birlikte enflasyon hedeflerinden yüksek seyrinin devam edeceği bir görünüme göre oluşturulmuştur. Enflasyonun hedeflerin belirgin şekilde üzerinde seyretmesi özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarının daha uzun süre sıkı kalacağı beklentisini artırmaktadır. Ayrıca son dönemde yaşanan jeopolitik gelişmeler küresel risk iştahını olumsuz etkilemiş ve gelişmekte olan ülkelerin risk primi göstergeleri yükselmiştir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde küresel finansal koşulların bir önceki Enflasyon Raporu döneminde öngörülenden bir miktar daha sıkı olacağı varsayılmıştır.

Yakın dönemde enflasyonda geçici yükselişler beklense de 2024 yılının ikinci yarısında dezenflasyon sürecinin başlayacağı öngörülmektedir. Son dönemde enflasyon üzerinde etkili olan ücret ve kur kaynaklı maliyet yönlü baskılar ile vergi düzenlemelerinin enflasyona önemli ölçüde yansıdığı ve eylül ayı itibarıyla aylık enflasyonun ana eğiliminin yavaşlamaya başladığı değerlendirilmektedir. Buna karşın, kasım, ocak ve mayıs aylarında para politikasının etki alanı dışında kalan unsurlara bağlı olarak aylık enflasyonda geçici yükselişler olacağı tahmin edilmektedir. Yılın son çeyreğinde hanehalkının 25 m³ bedelsiz doğal gaz kullanım sınırını aşması aylık enflasyonu mekanik olarak yukarı yönlü etkileyecektir. 2024 yılı ocak ayında ise, asgari ücret ayarlaması, fiyatları zamana bağlı belirlenen hizmet kalemlerindeki gelişmelerin ve otomatik vergi güncellemelerinin devreye girmesi beklenmektedir. 2024 yılı mayıs ayında ise, doğal gaz kaynaklı baz etkileriyle yıllık enflasyonda tepe noktasının gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2024 yılının ikinci yarısında parasal sıkılaştırmanın birikimli etkilerinin de devreye girmesiyle güçlü ve sürekli bir dezenflasyon sürecinin başlayacağı öngörülmektedir.

Enflasyon tahminleri oluşturulurken enflasyonu orta vadede yüzde 5 hedefine yakınsatacak parasal duruşun kararlılıkla sürdürüleceği bir politika çerçevesi esas alınmıştır. Enflasyon beklentilerindeki mevcut seyir ve fiyat belirleme davranışlarındaki bozulma, enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Haziran ayından bu yana uygulanan güçlü parasal sıkılaştırma ile enflasyon beklentilerinin önce tahminlere sonra da orta vadeli hedeflere yakınsaması amaçlanmaktadır. Ayrıca dezenflasyon sürecinde enflasyon ve büyüme ödünleşiminin azaltılması açısından da beklentilerin kontrol altına alınması önem arz etmektedir. Beklentilerin yeniden çıpılanması ve fiyat belirleme davranışlarının tarihsel normlarına geri dönmesi, 2024 yılında dezenflasyonist süreci destekleyecek ve ekonomiye gelen şokların yayılımını engelleyecek en önemli etkenler olacaktır. Faiz artırımının yanı sıra, parasal sıkılaştırma sürecini destekleyecek seçici kredi uygulaması iç talepte dengelenmeye katkıda bulunup enflasyon üzerindeki talep yönlü baskıları sınırlayacaktır. Diğer yandan, kademeli olarak güçlendirilen parasal sıkılaştırmaya eşgüdümlü olarak gerçekleştirilen mikro- ve makroihtiyati çerçevenin sadeleştirilmesi sürecinin, Türk lirası cinsi finansal varlıklara olan talebi sürdürülebilir şekilde artıracığı, döviz piyasasındaki istikrarı destekleyeceği, piyasa mekanizmalarını daha etkin hale getireceği ve parasal aktarımı daha da güçlendireceği öngörülmektedir. Bu bağlamda makro finansal istikrarın fiyat istikrarını destekleyeceği bir para politikası görünümü esas alınmaktadır. Özetle, 2024 yılında enflasyondaki düşüşte, uygulanmakta olan politikaların etkisiyle, enflasyon beklentilerinin çıpılanması, iç talepteki dengelenme ve Türk lirası cinsi finansal varlıklara talebin artmasıyla Türk lirasındaki istikrarlı seyrin etkili olacağı değerlendirilmektedir.

Parasal sıkılaştırma sürecinin makroekonomik ve finansal koşullar üzerindeki etkilerine dair analizler enflasyonla mücadelede gerekmesi durumunda ilave adımların kararlılıkla atılabileceğini desteklemektedir. Bankaların Türk lirası kredi ve menkul kıymet portföylerinin yaklaşık yarısının değişken faizli yapıda olması, sabit faizli Türk lirası menkul kıymetlerin ağırlıklı olarak faiz değişimlerinden etkilenmeyen itfa edilmiş maliyeti ile muhasebeleştirilmesi ve zorunlu karşılık uygulamalarının desteğiyle mevduat vadelerinin uzaması, sektörün faiz değişimlerine olan kırılganlığını azaltmaktadır. Bankacılık sektörünün yasal sınırların oldukça üzerinde seyreden sermaye görünümünün, olası faiz değişimleri kaynaklı kayıpları karşılayabilecek düzeyde olduğu değerlendirilmektedir.

Önümüzdeki dönemde vergi, yönetilen/yönlendirilen fiyat ve diğer mali politikaların para politikası ile eşgüdüm içerisinde, enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu bir makro çerçevede belirleneceği orta vadeli bir görünüm esas alınmıştır. Geçici nitelikteki deprem harcamaları dışlandığında mali disiplinin korunacağı ve kamu maliyesinin dezenflasyonist süreci destekleyeceği varsayılmaktadır. Bu görünüm altında, para politikasındaki sıkı duruşun, enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar sürdürülecek olmasının, ülke risk primindeki iyileşmeye katkı sağlamaya devam edeceği değerlendirilmektedir.

3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları

Jeopolitik riskler ve arz yönlü faktörler emtia fiyatları üzerinde baskı oluşturmaktadır. OPEC+ ülkelerinin kapasitelerinin altında üretimi sürdürmeleri ve ilave üretim kesintilerine gitmeleri petrol fiyatları üzerindeki arz yönlü baskıları canlı tutmaktadır. Ayrıca jeopolitik gelişmeler petrol fiyatlarında arz yönlü riskleri belirginleştirmektedir. Enerji hariç emtia fiyatları seviyesinde düşüş görülmesine rağmen, jeopolitik gelişmeler ile ilgili haber akışına göre diğer emtia fiyatları üzerinde de belirsizlikler oluşabileceği değerlendirilmektedir.

Küresel enflasyonun düşüş hızı mevcut Enflasyon Raporu döneminde yavaşlamakla birlikte enflasyon seviyeleri, hedeflerin belirgin bir şekilde üzerinde kalmaya devam etmiştir. Sıkı para politikası duruşu izleyen gelişmiş ülke merkez bankalarında çekirdek enflasyon oranı ve ana eğilimi görece olarak iyileşse de küresel ölçekte enflasyon gelişmeleri merkez bankalarının hedeflerinin üzerinde seyretmeye devam etmektedir. Bu durum, merkez bankalarının finansman ve kredi koşullarındaki sıkılaşmaya yönelik söylemlerinin güçlenmesine neden olmaktadır. Küresel para politikasının öngörülenden daha uzun bir süre sıkı duruşu koruyacağına ilişkin beklentilerin sermaye akımları ve Türk lirası üzerinde yaratacağı baskı enflasyon üzerinde yukarı yönlü, emtia ve ithalat fiyatları üzerinden ise aşağı yönlü risk oluşturabilecektir.

2023 küresel büyüme görünümüne dair beklentiler bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yatay bir seyir izlemekte iken, büyüme görünümündeki bozulma 2024 yılı için daha belirgin olmuştur. Finansal koşullardaki sıkılaşmaya rağmen büyümenin 2023 yılında yavaşlayarak da olsa devam edeceği, sıkı para politikalarının etkilerinin esas olarak 2024 yılında görüleceği tahmin edilmektedir. Küresel büyümeye ilişkin beklentiler 2023 yıl sonu enflasyon tahminleri üzerinde dış talep kaynaklı ilave bir risk oluşturmazken; 2024 yılı enflasyon tahmini üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecektir.

Sıkı politika duruşunun iç talepteki dengelenmeyle birlikte ithalatı yavaşlatacağı; cari dengedeki iyileşmeyi destekleyeceği değerlendirilmektedir. Özellikle gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından izlenen politikalar, Türkiye'nin ana ticaret ortakları kaynaklı dış talebi sınırlandırmakta ve ihracatta yatay bir görünüm oluşmasına neden olmaktadır. Sıkı para politikasının ithalata ivme kaybettirici etkileri görülürken, artan küresel enerji fiyatları enerji ithalatı üzerinde doğrudan yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Yakın döneme ilişkin göstergeler aylık enflasyonun ana eğiliminde gerilemeye işaret etmektedir. Son dönemde, Türk lirasında gözlenen değer kayıpları ile yurt içi ve yurt dışı kaynaklı maliyet gelişmeleri enflasyonun yüksek seyrinde önemli rol oynamıştır. Vergi ayarlamaları, yönetilen/yönlendirilen fiyatların seyri ile genel ve asgari ücret ayarlamaları gibi enflasyonist baskılar fiyatlandırma davranışları ve beklentileri olumsuz yönde etkileyebilmekte, şokların geçişkenliğini artırabilmektedir. Bu görünümün devam etmesi ve ana eğilim üzerinde yeniden baskı oluşturması, yıl sonu enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk unsuru oluşturmaktadır.

Enflasyon beklentilerindeki yüksek seyir devam etmektedir. Orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seviyeleri fiyat belirleme davranışlarına ilişkin yukarı yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir.

Kredi büyümesi ve kompozisyonunda normalleşme süreci başlamıştır. 2023 yılının ilk yarısında iç talebi destekleyerek enflasyondaki artışlara önemli katkı veren bireysel kredi büyümesi yavaşlamıştır. Önümüzdeki dönemde parasal sıkılaşma ve seçici kredi politikaları uygulamalarının devamı ile kontrol altına alınan kredi büyümesinin ekonomideki dengelenmeye ve dezenflasyon sürecine katkı vermesi beklenmektedir. Öte yandan, söz konusu durumun tersine dönmesi durumunda enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecektir.

Son dönemdeki jeopolitik riskler enerji fiyatları ve ihracat dinamikleri üzerinde ilave riskler oluşturmaktadır. İsrail-Filistin çatışması kaynaklı jeopolitik riskler enerji fiyatları üzerinde yukarı yönlü, dış talep ve ihracat gelirleri üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecektir. Bu kanallar ve enflasyon üzerindeki etkileri yakından izlenmektedir.

Deprem kaynaklı harcamaların finansmanı nedeniyle dolaylı vergiler üzerinden yapılacak ayarlamalar enflasyon üzerinde risk oluşturabilecektir. Deprem kaynaklı harcamaların miktarı ve söz konusu harcamaların zamanlaması mali disiplinin korunması açısından önemli olacaktır. Mali disiplinin korunması fiyatlandırma davranışlarının çıpılanması ve ülke risk priminin gidişatı açısından önem arz etmektedir. Öte yandan, gelirler politikasında dolaylı vergilerin ağırlığının artması fiyatları hem doğrudan artırabilmekte hem de enflasyon beklentilerini bozarak dolaylı etkiler yaratabilmektedir.

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

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

| Risk | Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑ ↔ ↓) | Takip Edilen Göstergeler |
|---|--|--|
| Enerji fiyatlarının seyrine dair riskler | <ul style="list-style-type: none"> OPEC+ ülkelerinin kapasite altında üretimi sürdürmeleri ve ilave üretim kesintileri petrol fiyatları üzerindeki arz yönlü baskıları canlı tutmaktadır. Son dönemdeki jeopolitik gelişmelerin daha geniş bir alanı etkilemesi durumunda enerji fiyatı üzerinde hem arz hem talep yönlü yukarı yönlü risk oluşacaktır. | <ul style="list-style-type: none"> Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi OPEC+ kararları Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar |
| Küresel finansal piyasalar ve makroekonomik görünüme dair riskler | <ul style="list-style-type: none"> Sıkı para politikası izleyen gelişmiş ülke merkez bankalarında iyileşen çekirdek enflasyon ve ana eğilimlerine rağmen enflasyon oranları hedeflenen enflasyonun üzerinde seyretmektedir. Bu durumun sürmesi ithal edilen ürünler vasıtasıyla yurt içi enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Diğer taraftan, gelişmiş ülkelerde sürdürülen sıkı para politikalarının 2023 yılının kalanında devam edileceği, esas etkilerinin 2024 yılında görüleceği tahmin edilmektedir. Sıkılık düzeyi ve gevşeme zamanlaması üzerinde ise belirsizlik devam etmektedir. Tahmin edilenden uzun bir süre sıkı küresel para politikasına devam edilmesi durumunda küresel finansal koşullar nedeniyle enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk, emtia ve ithalat fiyatları üzerinden ise aşağı yönlü risk oluşmaktadır. | <ul style="list-style-type: none"> Küresel enflasyon oranları Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikası tepkisi Küresel risk iştahı göstergeleri İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi Küresel ticaret hacmi ve enflasyon gelişmeleri İthalat ve emtia fiyatları |

| | | |
|--|--|--|
| İktisadi faaliyet ve jeopolitik riskler | <ul style="list-style-type: none"> • Yılın ikinci çeyreğinde güçlü seyreden talep koşullarının üçüncü çeyrekte ivme kaybetmeye başladığı, ancak hala toplam talep koşullarının enflasyonist bir düzeyde bulunduğu değerlendirilmektedir. Toplam talep koşullarındaki dengelenmenin tamamlanmasının gecikmesi enflasyon üzerinde bir baskı oluşturabilecektir. • Yurt içi talepteki dengelenmenin tahmin edilenden hızlı olması ise enflasyon üzerinde aşağı yönlü riskleri oluşturabilecektir. • Yakın dönemde gerçekleşen jeopolitik gelişmeler enerji fiyatları ve ihracat dinamikleri üzerinde ilave risk barındırmaktadır. Jeopolitik gelişmelerin enerji fiyatları üzerinde yukarı yönlü, dış talep ve ihracat üzerinde aşağı yönlü risk barındırdığı değerlendirilmektedir. | <ul style="list-style-type: none"> • İhracat, ithalat ve cari denge göstergeleri • Petrol fiyatları |
| Orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seyri | <ul style="list-style-type: none"> • Orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seviyeleri fiyat belirleme davranışlarına ilişkin yukarı yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir. | <ul style="list-style-type: none"> • Temel enflasyon göstergeleri • Enflasyon beklentilerinde geçmişe endeksleme davranışına dair göstergeler • Enflasyon beklentilerinin dağılımı • Enflasyon belirsizliği göstergeleri • Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri |
| Enflasyonun ana eğilimi | <ul style="list-style-type: none"> • Vergi, yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile genel ve asgari ücret ayarlamaları maliyet yönlü baskıları artırmakta ve fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaktadır. • Benzer şokların devam etmesi durumunda bu durum enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşabilecektir. | <ul style="list-style-type: none"> • Vergi ayarlamaları • Dolaylı vergilerin toplam vergiler içindeki ağırlığının artması • Yönetilen yönlendirilen fiyatlar • Asgari ücret ayarlamaları • Reel birim işgücü maliyetleri • Özel sektör ücret belirlenme süreci • Reel kazanç endeksleri |

| | | |
|---|---|---|
| Finansal piyasalar ve kredi büyümesine ilişkin riskler | <ul style="list-style-type: none"> 2023 yılının ilk yarısında iç talebi destekleyerek enflasyondaki artışlara önemli katkı veren bireysel kredi büyümesi hızlı bir şekilde yavaşlamıştır. Bu görünümün tersine dönmesi durumunda enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşabilecektir. | <ul style="list-style-type: none"> Risk primi göstergeleri Küresel risk iştahı göstergeleri Sermaye akımları Finansal koşullar Talep ve faaliyete ilişkin göstergeler Jeopolitik gelişmelere ilişkin haber akışı |
| Para, maliye ve finansal politikaların eşgüdümünün etkinliğine dair riskler | <ul style="list-style-type: none"> Asgari ücret ve kamu çalışanlarının maaşlarında yapılan düzenlemeler iç talepteki dengelenme üzerinde risk yaratabilmektedir. Deprem harcamaları nedeniyle yapılacak vergi düzenlemeleri özellikle dolaylı vergiler üzerinden yapılması durumunda enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Ekonominin toparlanma sürecinde parasal, finansal ve mali politikaların yeterince eşgüdüm hâlinde bulunmaması cari işlemler dengesi, enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturmaktadır. | <ul style="list-style-type: none"> Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler Orta Vadeli Program ve maliye politikası tedbirleri Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri Yapısal bütçe dengesi tahminleri |

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

Kutu 3.1

Riskler ve Belirsizlik Aralığı

Orta vadeli tahminler oluşturulurken ekonomiye gelen türlü şoklar, dışsal faktörler, ekonomi politikaları ve makroekonomik büyüklüklerin birbirleriyle olan dinamik etkileşimleri ayrıntılı bir biçimde incelenmektedir. Ekonomiye gelecekte etkileyecek şoklar ve dışsal faktörler eksiksiz şekilde tahmin edilememekle birlikte, veriler ve uzman görüşleri ışığında bu unsurlara ilişkin varsayımlar oluşturulmaktadır. 2023-IV Enflasyon Raporu döneminde tahmin patikası oluşturulurken para politikası kontrol alanının içinde olmayan petrol fiyatları, küresel finansal koşullar ile vergiler, yönetilen fiyatlar ve ücret ayarlamalarına ilişkin varsayılan patikalar üzerinde belirsizliklerin yüksek olduğu değerlendirilmiştir. Bu kutuda söz konusu risklerin kaynakları ile tahminler ve tahminler etrafındaki belirsizlik aralığı üzerindeki etkileri tartışılmaktadır.

Petrol fiyatları, petrolün fiziksel olarak alım-satımı yapılan bir emtia olmasından dolayı arz ve talep koşullarından, petrol stoklarının seviyesinden ve stokların değişiminden etkilenmektedir. Bu bakımdan OPEC+ gibi petrol oligopollerinin aldığı kararlar, ulusal stratejiler ve küresel politikalar arz ve talep koşulları üzerinden petrol fiyatlarında dalgalanmalar oluşturabilmektedir. Öte yandan, petrol yalnızca fiziksel olarak alışverişi yapılan bir emtia değil aynı zamanda farklı bir dizi motivasyonla piyasa katılımcılarının vadeli işlem piyasalarında işlem yaptığı finansal bir emtia konumundadır. Petrol piyasasının gün geçtikçe daha fazla finansallaşması fiyatların haber akışına ve jeopolitik risklere daha hızlı tepki verebilmesine ve fiyatlarda ani hareketlere yol açabilmektedir. Tarihsel bir olgu olarak geçmişte yaşanan çok sayıda petrol krizi, petrol piyasalarının jeopolitik belirsizliklere karşı duyarlılığını güçlü bir şekilde yansıttığını göstermektedir. (Qin ve diğerleri, 2020; Zhang ve diğerleri, 2009). Jiao ve diğerleri (2023) çalışması da jeopolitik riskin yüksek olduğu dönemlerde spekülasyon davranışlarının arttığını ve petrol fiyatlarının düzeyi ile oynaklığı üzerindeki etkisinin ön plana çıktığını desteklemektedir.

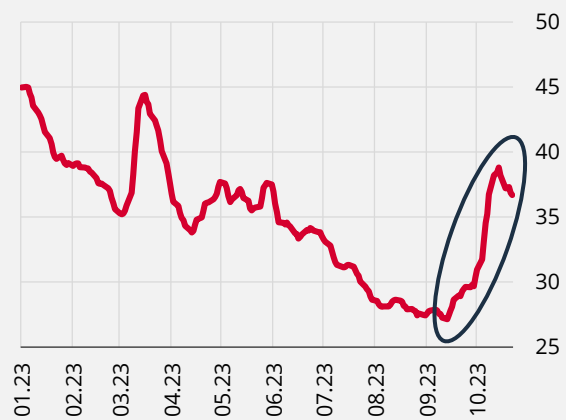
Bu çerçevede, 2023 yılında OPEC+'ya üye ülkelerin almış olduğu üretimi kısma kararları sonucu oluşan arz koşullarında sıkışma ve jeopolitik risklerin yükselmesi petrol fiyatlarında oynak bir seyre yol açmaktadır. 2023 ocak ayında varil başına 83 ABD doları civarında işlem gören Brent petrolün fiyatı haziran ayında 75 ABD dolarının altına inmiştir. Bu tarihten sonra arz koşullarında meydana gelen gelişmelerin de etkisi ile fiyatlar eylül ayı itibarıyla 90 ABD dolarının üzerine çıkmıştır (Grafik 1). Son dönemde ortaya çıkan jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle göstergeler önümüzdeki dönemde de petrol fiyatında gözlenen oynak seyrin devam edeceği yönünde sinyaller vermektedir (Grafik 2).

Grafik 1: Brent Petrol Fiyatları (Varil Başına ABD Doları, 5 Günlük Hareketli Ortalama)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2: Üç Aylık İma Edilen Brent Petrol Fiyat Oynaklığı (5 Günlük Hareketli Ortalama)



Kaynak: Bloomberg.

Yukarıda bahsedilen petrol piyasasındaki ikili yapı ve piyasanın spekülasyon ve jeopolitik risklere karşı son dönemde belirginleşen zayıf savunması geleneksel istatistiksel tabanlı tahmin yöntemleri için tatmin edici performans elde etmeyi zorlaştırmaktadır. Nitekim, son dönemde uluslararası kurum ve kuruluşların 2024 yılı petrol tahmin patikaları birbirinden ayrılmakta ve tahminler geniş bir yelpazede hareket etmektedir (Tablo 1). Petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrine dair belirsizlikler, enflasyon tahminleri üzerinde risk oluşturmaktadır. Jeopolitik gelişmeler nedeniyle petrol fiyatlarının yükselişini sürdürmesi olasılığı tahminler üzerindeki belirsizliği artırmıştır. Öte yandan jeopolitik gelişmelerin tahmin edilenden çabuk sönümlendiği bir ortamda petrol fiyatlarının tarihsel ortalamalarına yakınsaması yani önümüzdeki dönemde fiyatların düşmesi de söz konusu olabilecektir.

Tablo 1: Petrol Fiyat Tahminleri* (Yıl Ortalaması)

| | 2023 | 2024 |
|------------------|------|------|
| EIA | 84,1 | 94,9 |
| Consensus | 84,0 | 87,8 |
| ECB | 82,7 | 81,8 |
| IMF | 80,5 | 79,9 |

* EIA, Consensus ve ECB tahminleri varil başına Brent petrolün fiyatlarını gösterirken IMF tahminleri Brent, Dubai ve WTI petrol tahminlerinin ortalamasını göstermektedir. EIA tahminleri Ekim ayı "Short-Term Energy Outlook" bülteninden, Consensus tahminleri Ekim ayı Consensus bülteninden, ECB tahminleri Avrupa Merkez Bankası'nın Eylül ayı makroekonomik projeksiyonlarından ve IMF tahminleri Ekim ayı "World Economic Outlook" 'tan alınmıştır.

Petrol fiyatlarına ek olarak, son dönemde küresel finansal koşullara dair belirsizlikler önemini korumaktadır. Başlıca belirleyicisi gelişmiş ülke (GÜ) para politikaları olan küresel finansal çevrimler (Rey, 2015) Türkiye gibi dünyanın geri kalanıyla ticari ve finansal anlamda bağlı olan ekonomiler için büyük önem taşımaktadır. Söz konusu küresel finansal çevrim, GÜ'lerden gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) olan sermaye akımlarını, GOÜ para birimlerinin göreceli durumunu, ülke risk primlerinin seyrini ve döviz kuru kanalıyla ticaret ve enflasyon gelişmelerini belirleyen bir unsur olmaktadır. Literatüre katkı veren çalışmalar GOÜ faiz oranlarının ABD'deki politika faizi ile beraber hareket ettiğini ve faiz oranlarında bulaşıcılığı göstermektedir (Georgiadis, 2016, Caceres ve diğ. (2016) ve Dedola ve diğ. (2017)). Bu açıdan, küresel finansal çevrimin temel bir belirleyicisi olan Amerikan Merkez Bankası (Fed) politika faizleri ve beklentileri ile etkili olduğu ABD tahvil faizlerinin seyri Türkiye gibi küçük-açık ve petrol ithal eden bir ekonominin makroekonomik ve finansal göstergeleri için büyük önem taşımaktadır. Türkiye ekonomisi için yakın dönemde yapılan araştırmalar, Fed politika faizlerinde görülen dışsal bir para politikası şokunun Türk lirası, enflasyon ve büyüme üzerinde anlamlı ve önemli bir etkide bulunduğunu göstermiştir (Tüzün, 2021).

Bulgulara ve tarihsel gerçekleştirmelere paralel olarak, önümüzdeki dönemde, ABD tahvil piyasasının seyri, Türk lirası varlıklara yönelik risk iştahı ve dolayısıyla dezenflasyon süreci açısından önem arz etmektedir. Diğer merkez bankalarının uyguladığı sıkı para politikalarıyla beraber sıkılaştıran küresel finansal koşullar ve bozulan risk iştahı, Türk lirasını ABD faizlerine karşı daha duyarlı hale getirmektedir. Buna ilave olarak, bu durum Türkiye gibi GOÜ'lerin göreceli durumları iyileşmediği sürece ilave bir sermaye çıkışı şoku yaşanabilmesine müsait bir ortam yaratmakta ayrıca yurt içi yerleşiklerin döviz talebinin artmasına neden olabilmektedir. Yurt dışından borçlanma maliyetlerinin yükselmesi firma bilançolarını olumsuz yönde etkilemekte ve döviz kurunda ilave artışlara neden olmaktadır. Söz konusu durumlar beraber değerlendirildiğinde ve Türkiye ekonomisindeki yüksek döviz kuru geçişkenliği göz önünde bulundurulduğunda, bu gelişmeler maliyet kanalını besleyerek enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Ayrıca, küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalar döviz kurunda oynaklığa neden olarak tahminler etrafındaki belirsizliği artırmaktadır. Öte yandan, Türkiye uygulanan sıkı para politikası ile göreceli durumunu iyileştirdiği ve bunu kararlılıkla sürdürdüğü sürece, küresel risk iştahının bozulmasının Türk lirasının değeri üzerindeki etkilerinin sınırlı olabileceği değerlendirilmektedir. ABD tahvil faizlerinin beklenenden daha kısa süre sıkı kalacağı bir senaryo altında ise, ekonomide yurt dışı para politikaları şoku gibi dışsal kaynaklı enflasyonist baskıların azalacağı ve enflasyon üzerinde aşağı yönlü risk de yaratabileceği değerlendirilmektedir.

Para politikası kontrolü dışındaki son dönemde öne çıkan bir diğer unsur da yönetilen fiyat ile vergi ve ücret ayarlamalarıdır. Söz konusu düzenlemelerin zamanlaması, sıklığı ve miktarına ilişkin belirsizlikler enflasyon tahminleri üzerinde risk oluşturmaktadır. Vergi ve yönetilen fiyat artışları ve asgari ücret düzenlemesi gibi ekonominin normal enflasyon dönemlerinde geçici görülen şokların, yüksek enflasyon ortamında beklentiler ve enflasyon ataleti üzerinden beklenenden daha uzun süreli olumsuz etkileri olabilmektedir. Yönetilen fiyat ve vergi ayarlamaları doğrudan enflasyon seviyesi üzerindeki etkilerinin yanı sıra, enflasyonun oynaklığını da artırarak beklentileri ve fiyatlama davranışlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Ayrıca, ücret düzenlemelerinin enflasyon üzerindeki maliyet ve talep artışı kaynaklı etkilerinin yüksek enflasyon döneminde ayrıştırılması güçleşmektedir.

Ayrıca yüksek enflasyon dönemlerinde 'matematiksel' ya da mekanik olarak adlandırabileceğimiz bir etki de ortaya çıkmaktadır. Herhangi bir ay için aylık enflasyon üzerindeki oynaklık, diğer aylardaki enflasyonun yüksek olması durumunda çarpan etkisiyle yıllık enflasyon üzerinde daha büyük bir etki yaratabilmektedir. Dolayısıyla, aylık enflasyondaki oynaklıklar yıllık enflasyon üzerinde her iki yönde belirsizlik yaratmaktadır. Tahminler oluşturulurken para politikası duruşunun söz konusu dışsal faktörlerin tüketici enflasyonu üzerindeki birincil etkilerine değil, enflasyon beklentilerinde ya da fiyatlama davranışında gözlenebilecek olası ikincil etkilerine tepki vereceği bir çerçeve esas alınmaktadır. Ayrıca, petrol fiyatlarındaki artışlar ve küresel finansal koşullara dair belirsizlikler cari dengeyi ve finansmanını da olumsuz etkileyebileceğinden, politika tepkisi verilirken makro finansal riskler de gözetilmektedir. Bütün bu riskleri içeren senaryo analizleri enflasyon politikasına dair belirsizliklerin 2024 yılına öngü nedenlerle geçici olarak arttığını göstermektedir. Tüm bu etkiler göz önünde bulundurulduğunda orta vadeli tahminler üzerindeki belirsizlik aralığının genişletilmesine karar verilmiştir.

Kaynakça

Caceres, C., Carriere-Swallow, M. Y., Demir, I., ve Gruss, B. (2016). US monetary policy normalization and global interest rates. IMF Çalışma Tebliği Serisi.

Dedola, L., Rivolta, G. ve Stracca, L. (2017). If the fed sneezes, who catches a cold? Journal of International Economics 108, S23–S41.

Georgiadis, G. (2016). Determinants of global spillovers from us monetary policy. Journal of International Money and Finance 67, 41–61.

Jiao, J. W., Yin, J. P., Xu, P. F., Zhang, J., & Liu, Y. (2023). Transmission mechanisms of geopolitical risks to the crude oil market-A pioneering two-stage geopolitical risk analysis approach. Energy, 283, 128449.

Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. CEPR Tartışma Tebliği.

Qin, Y., Hong, K., Chen, J., & Zhang, Z. (2020). Asymmetric effects of geopolitical risks on energy returns and volatility under different market conditions. Energy Economics, 90, 104851.

Tüzün, G. (2021). The importance of external shocks and global monetary conditions for a small-open economy. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No:21/09.

Zhang, X., Yu, L., Wang, S., & Lai, K. K. (2009). Estimating the impact of extreme events on crude oil price: An EMD-based event analysis method. Energy Economics, 31(5), 768-778.

Kutu 3.2

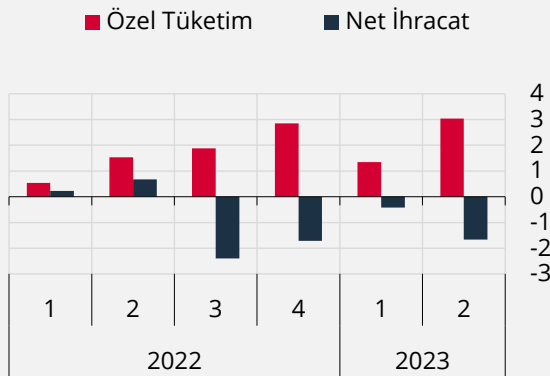
İç Talepte Dengelenme ve Parasal Aktarım Mekanizması

TCMB fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda, iç talebin dengelenmesi, enflasyon beklentilerinin iyileştirilmesi ve Türk Lirası cinsinden varlıklara olan talebin arttırılmasını sağlayacak ölçüde parasal sıkılaştırma uygulamaktadır. Parasal sıkılaştırma, faiz artışları, miktarsal ve seçici kredi sıkılaştırma politikalarını içerirken makroihtiyati çerçevede sadeleşme süreci ile desteklenmekte ve enflasyonun kalıcı olarak düşürülmesini hedeflemektedir. Sıkılaştırma sürecinin dezenflasyonu sağlamasında belirli bir parasal aktarım mekanizması öngörülmekte ve politika adımlarının bu mekanizmayı güçlendirmesi gözetilmektedir.

Parasal aktarım mekanizması, merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için belirledikleri parasal duruşun enflasyonu hangi kanallarla ve ne ölçüde etkilediğini anlatır. Para politikası, politika faizi başta olmak üzere para politikası araçlarının kullanılmasıyla başlayıp yurt içi talep, döviz kurları, finansal piyasalar, krediler, firma bilançoları, finansal ve reel varlıklar ile ekonomideki birimlerin beklentileri gibi türlü kanallar üzerinden çalışarak etkili olmaktadır. Bu kanalların enflasyona etkisi farklı vadelerde gerçekleşmekte, etkinin kendini en çok hissettirdiği dönem içinde bulunulan ekonomik şartlara göre değişebilmektedir. Bu nedenle parasal aktarım kanallarının irdelenmesi orta vadeli tahminlerimizde yer alan dezenflasyon sürecinin nasıl oluşacağına anlaşılması ve takip edilmesi açısından önem teşkil etmektedir. Bu kutuda parasal aktarım mekanizmasının her aşamasının ayrıntılı anlatımından (ayrıntılı anlatım için TCMB, 2013) çok önümüzdeki süreçteki dezenflasyon sürecini sağlayacak ana aktarım kanallarına odaklanılacaktır.

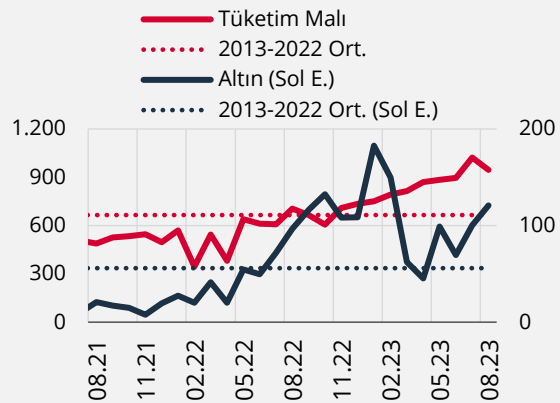
Aşırı ve yüksek iç talep, fiyatlar üzerindeki doğrudan etkisinin yanında, hem üretim maliyetlerinin fiyatlara geçişini kolaylaştırarak ilave enflasyon yaratmış, hem de talebin yurt dışı mallara kaymasıyla ithalatı artırarak cari açık, merkez bankası rezervleri ve kur beklentileri üzerinde olumsuz etkiler oluşturmuştur. Ayrıca bu durumda fiyatların artacağı ve Türk lirasının değer kaybedeceği yönünde oluşan beklentiler tasarrufların azalmasına, talebin öne çekilmesine ve stoklama davranışına neden olarak talep artışını güçlendirmiştir. Nitekim Grafik 1'de görüldüğü gibi 2022 yılı ikinci yarısından itibaren özel tüketim harcamalarının ekonomik aktiviteye katkısı tarihsel ortalamalarının oldukça üzerine, net ihracatın katkısı ise tarihsel ortalamalarının altına inmiştir. Büyüme kompozisyonundaki bu görünüm cari açığa da kendini göstermiş, tüketim malı ithalatı tarihsel ortalamalarının belirgin bir biçimde üstüne çıkmıştır (Grafik 2). Diğer taraftan iç talepteki bu durumun büyüme oranına katkısı, tüketimdeki aşırılığın doğal bir yansıması olarak ithalatın büyümeye daha çok negatif katkı vermesiyle önemli ölçüde sınırlanmaktadır.

Grafik 1: Özel Tüketim ve Net İhracatın Çeyreklik Büyüme Katkısının Tarihsel Ortalamasından Farkı (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2005-2021 Ortalamalarına Göre % Puan Farkı)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 2: Tüketim Malı İthalatı, Altın İthalatı ve Tarihsel Ortalamaları (Kişi Başı Miktar Endeksi*)



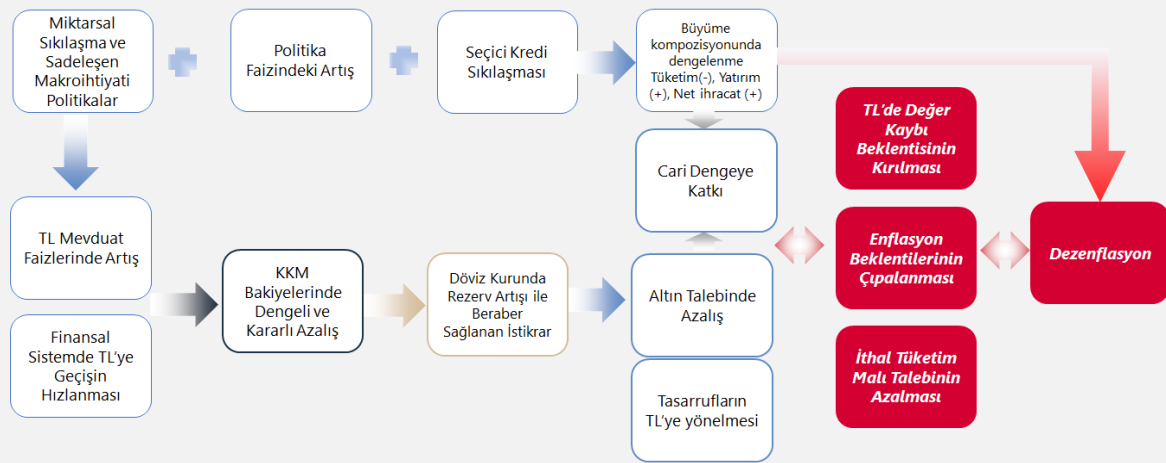
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Miktar endeksi milyon kişiye bölünerek nüfus artışı kontrol edilmiştir.

Haziran ayından itibaren başlayan parasal sıkılaştırma ile birlikte, parasal aktarımın talep kanalının devreye girmesiyle iç talebin dengelenmesi beklenmektedir. Artan faizlerin, talebin öne çekilmesi davranışını azaltacağı ve tasarrufları artıracığı değerlendirilmektedir. Sıkılaştırma politikasına eşlik eden seçici kredi sıkılaştırması ile yatırımlardan ziyade tüketim tarafının dengelenmesi hedeflenmektedir. Böylece önümüzdeki dönemde tüketim ve ithalat azalırken yatırım ve ihracatın ekonomik büyümenin ana sürükleyicileri olması planlanmaktadır. Talep kanalının yanı sıra, sıkı para politikasının, beklenti kanalı vasıtasıyla enflasyon ve kur beklentilerini olumlu etkileyerek dezenflasyon sürecine güçlü bir katkı sağlayacağı öngörülmektedir. Ayrıca beklentilerdeki olumlu seyir ve belirsizliğin azalmasıyla ekonomik birimlerin uzun vadeli proje ve yatırım kararlarını daha kolay alabilecekleri, bu sayede kaynakların etkin tahsisi sağlanarak verimliliğin artacağı, sağlıklı ve sürdürülebilir büyümeye ulaşabileceği değerlendirilmektedir.

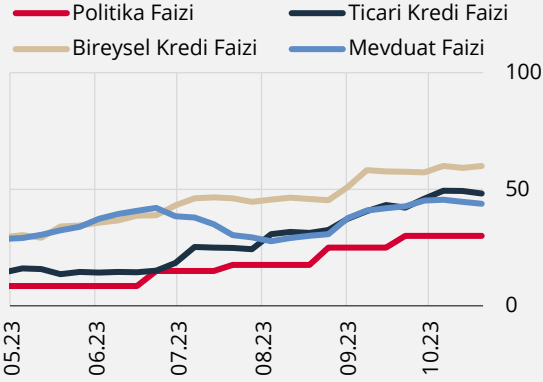
Talep ve beklentiler kanallarının yanı sıra parasal sıkılaştırma ve sadeleşerek asli amacına giderek daha çok yaklaşılan makroihtiyati politikalar, Türk lirası cinsi finansal varlıklara olan talebi artırarak parasal aktarımı güçlendirecektir. Türk lirası cinsi finansal varlıklara talebin artmasıyla birlikte, etkin rezerv politikası ile güçlenen merkez bankası rezervlerinin kur beklentileri üzerinde yaratacağı olumlu etkinin enflasyon beklentilerine de pozitif yansıtacağı değerlendirilmektedir. Türk lirası cinsi finansal varlıklara olan talebin güçlenmesi ve kur beklentilerindeki olumlu seyrin değer saklama aracı olarak altına olan talebi de azaltacağı ve böylece cari dengedeki iyileşme ile birlikte büyüme kompozisyonundaki dengelenmeye katkı vereceği düşünülmektedir. Kısacası Şekil 1'de gösterildiği gibi beklentilerdeki iyileşme, büyüme kompozisyonundaki dengelenme ve Türk lirasındaki istikrarın birbirini beslemesiyle dezenflasyon sürecinin 2024 yılında başlayacağı değerlendirilmektedir.

Şekil 1: Basitleştirilmiş Aktarım Mekanizması*

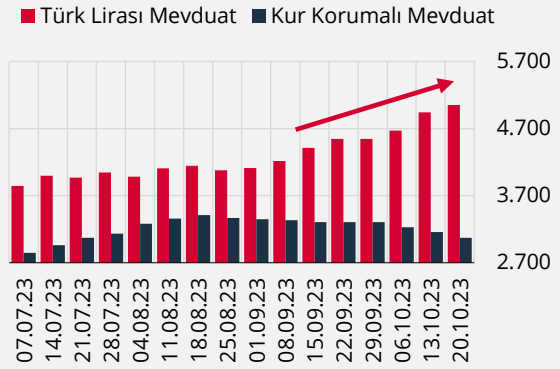


* Sadece kutuda öne çıkan aktarım kanallarını içerecek şekilde basitleştirilmiştir.

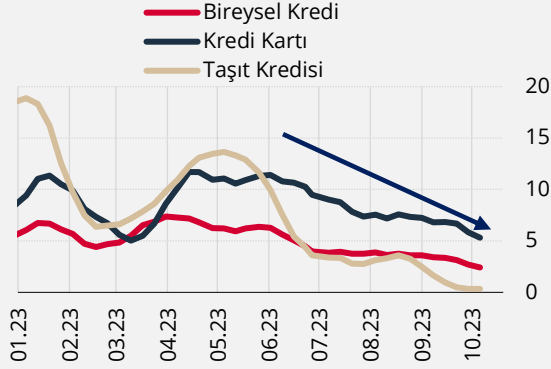
Haziran ayından itibaren kararlılıkla uygulanan parasal sıkılaştırma; talebi, tasarruf ve fiyatlandırma davranışlarını birkaç çeyrek boyunca birikimli olarak etkileyecektir. Bu bakımdan, parasal sıkılaştırmanın yukarıda tartışılan etkileri, diğer ekonomik gelişmelere de koşullu olarak, tedricen devreye girecektir. Bu bağlamda, öncü göstergeler uyarınca bazı ilk etkiler gözlenmeye başlamıştır. Finansal piyasalarda takip edilen değişimler daha belirgindir. Piyasa faiz oranları politika hedefleriyle uyumlu bir biçimde hareket etmiş (Grafik 3), Türk lirası cinsi mevduatlar artarken döviz cinsi ve döviz korumalı mevduatlar ise azalmaya başlamıştır (Grafik 4). Bireysel kredi büyümeleri politika faizi artışlarına ek olarak yapılan seçici kredi sıkılaştırması uygulamaları ile azalış eğilimine girmiştir (Grafik 5). TCMB rezervleri artış eğilimindedir (Grafik 6). Bu durum Şekil 1'de gösterilen basitleştirilmiş aktarım mekanizmasında finansal değişkenler ile ilgili kısımların çalışmakta olduğunu destekler niteliktedir. Aktarım mekanizmasının ekonomik faaliyet üzerindeki ilk etkileri daha az belirgin olsa da gözlenmeye başlamıştır. 2022 yılının ikinci yarısından itibaren yüksek seyreden iç talep göstergeleri 2023 yılı üçüncü çeyreğinde dengelenmeye başlamıştır (Grafik 7). Ayrıca iç talebin dengelenmesinin de etkisiyle, ithalat üçüncü çeyrekte düşüş eğilimine girmiş ve dış ticaret dengesi olumlu görünüm sergilemeye başlamıştır (Grafik 8).

Grafik 3: Faiz Oranları (Yıllık, %)

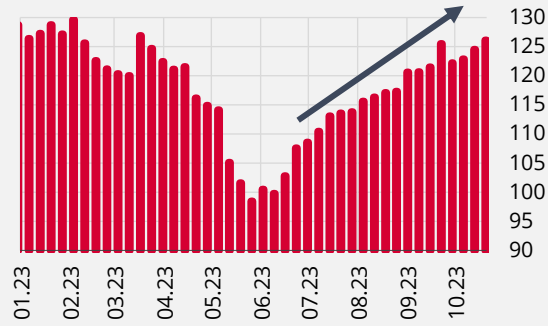
Kaynak: TCMB.

Grafik 4: Mevduat Hesapları (Milyar Türk Lirası)

Kaynak: TCMB.

Grafik 5: Bireysel Kredi Büyümesi (4 Haftalık Büyüme ve 4-Haftalık Ortalama, %)

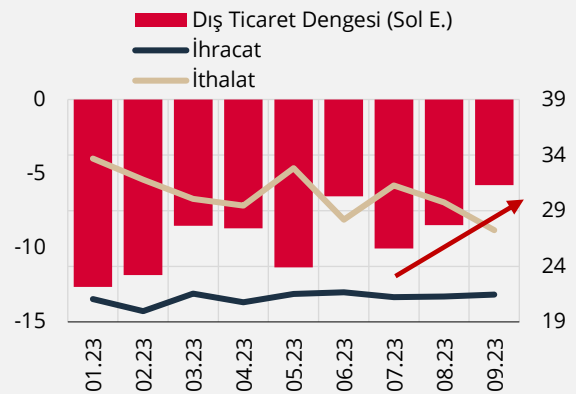
Kaynak: TCMB.

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

Kaynak: TCMB.

Grafik 7: Tüketim Göstergeleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)

Kaynak: BKM, TCMB, TÜİK.

Grafik 8: Dış Ticaret Dengesi, İthalat ve İhracat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Kaynakça

TCMB (2013) Parasal Aktarım Mekanizması <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Kitap%2C+Kitapciklar+ve+Brosur/>.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
İdare Merkezi
Hacı Bayram Mah., İstiklal Cd. No:10, 06050
Ulus, Altındağ, Ankara, Türkiye
www.tcmb.gov.tr
ISSN 1306-4509