

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

İktisadi faaliyet yurt içi ağırlıklı olmak üzere talebin desteğiyle güçlenmektedir. Dördüncü çeyrekte yıllık büyümede hizmetler sektörü ana belirleyici olurken sanayi sektörünün büyümeye katkısı ise zayıflayan dış talebin etkisiyle negatif olmuştur. Nihai yurt içi talep özellikle özel tüketim harcamaları kanalıyla 2022'nin son çeyreğinde sürükleyici rol oynamıştır. 2023 yılının ilk çeyreğinde ise deprem kaynaklı etkilere rağmen yurt içi talep güçlü seyretmiştir. Dış talebin de bir önceki çeyreğe göre toparlandığı gözlenmektedir.

2023 yılının ilk çeyreğinde sırasıyla yüzde 50,51 ve yüzde 52,11 olarak gerçekleşen tüketici ve B endeksi enflasyonu, tahmin edildiği gibi gerilemeye devam etmiş, ancak bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının üzerinde gerçekleşmiştir. Enerji ve emtia fiyatlarındaki gerileme ile arz kısıtlarının hafiflemesi yıllık enflasyondaki gerilemeyi desteklemiştir. Türk lirasındaki istikrarlı seyir ve Liralaşma Stratejisi kapsamında alınan politika önlemlerinin etkileri de yıllık enflasyondaki düşüş sürecinin devamında etkili olmuştur. Bu gelişmeler ışığında yurt içi fiyatlar üzerindeki maliyet etkileri, gıda fiyatlarının girdi teşkil ettiği hizmet sektörleri haricinde, tahminlerle uyumlu gerçekleşmiştir. Diğer yandan, gıda piyasalarında geçici arz yönlü etkilerden dolayı işlenmemiş gıda fiyatlarında öngörülerin üzerinde artış gerçekleşmiştir. Ücret güncellemelerinin desteklediği bir zamanda depremlerle birlikte ivmelenen kamu harcamaları ve kredilerin bileşkesi olarak parasal etkilerin tahminlerden daha güçlü gerçekleştiği ve yılın ilk çeyreğinde toplam talep koşullarında bir önceki Enflasyon Raporu döneminde öngörüldüğünden güçlü bir toparlanma olduğu değerlendirilmektedir. Depremlerin özellikle konut piyasası ve yardım ürünleri üzerinden oluşturduğu arz-talep uyumsuzlukları da yılın ilk çeyreğinde enflasyonun bir önceki Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde gerçekleşmesinde rol oynamıştır (Tablo 3.1.1).

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2023-I
Tüketici Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	50,5 (45,6)
B Endeksi Enflasyonu (Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	52,1 (48,0)

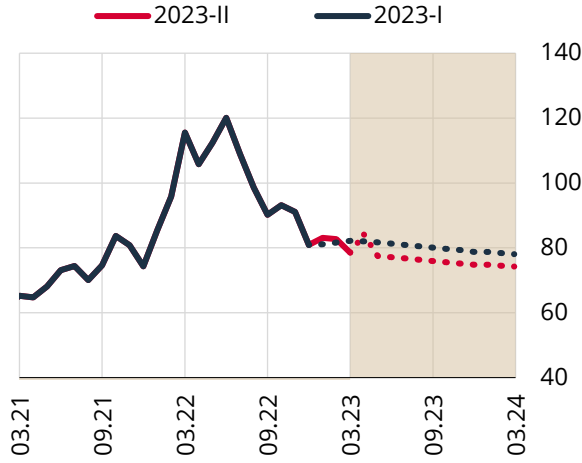
* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu'ndaki değerleri göstermektedir.

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Küresel büyümeye ilişkin beklentiler ve dış talep görünümü bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre iyileşme göstermiş, diğer taraftan özellikle ABD büyümesi üzerindeki belirsizlik yeniden yükselmiştir. Küresel arz koşullarındaki iyileşme ve Çin'de salgın tedbirlerinin gevşetilmesi küresel büyüme beklentilerini destekleyerek tahmin ortalamalarını yükseltmektedir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz artırımları devam etmekle birlikte bankacılık sektörü kaynaklı ortaya çıkan bölgesel finansal çalkantılar piyasalarda mevcut faiz seviyelerinin korunamayacağına ilişkin beklentileri güçlendirmiştir.

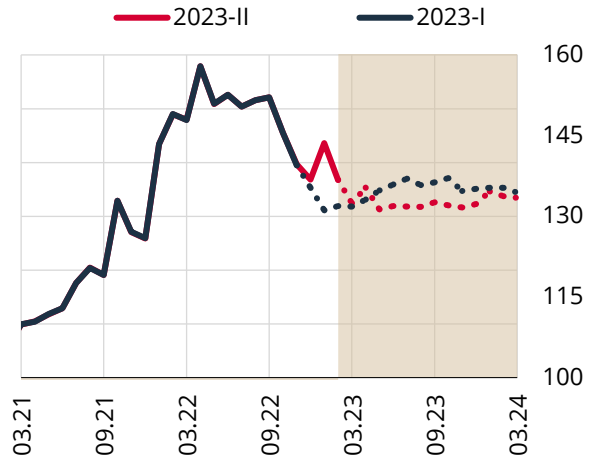
Küresel enflasyondaki gerilemenin kademeli gerçekleşeceği ve yüksek seviyelerin 2023'te de devam edeceği beklenmektedir. Küresel büyümenin bölgesel olarak beklenenden daha yaygın ve dengeli bir toparlanma göstermesi küresel arz koşullarındaki iyileşme eğilimini hızlandırmakta, arz-talep uyumsuzluklarını dengelemekte, emtia fiyatları ve navlun ücretlerinde geri çekilmeler yoluyla ithalat fiyatlarının gerilemesine yol açmakta ve küresel enflasyondaki yavaşlamayı desteklemektedir. Diğer taraftan, jeopolitik riskler enerji fiyatlarında geçici ayrışma ve oynaklıklara yol açabilmektedir.

Emtia fiyatları, küresel arz koşullarında hızlanan iyileşmeye bağlı olarak düşmeye devam etmektedir. Avrupa başta olmak üzere, stoklardaki olumlu seyir ve ılıman iklim koşulları doğal gaz ve kömür fiyatlarındaki düşüşte etkili olmaktadır. Petrol fiyatları üretim planlarındaki güncellemeyle birlikte oynaklık gösterse de gerilemeye devam etmiştir (Grafik 3.1.1). İthalat fiyatlarında ise ocak ayında altın ve enerji kaynaklı yaşanan sınırlı yükseliş geçici olmuş, düşüş eğilimi korunmuştur. Önümüzdeki dönemde, arz kısıtlarının beklenenden hızlı gerileyeceği öngörüsüyle bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki petrol ve ithalat fiyatları varsayımları aşağı yönlü 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 yönlü güncellenmiştir. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu gerileyerek ilk çeyreği yüzde 67,9 seviyesinde tamamlamıştır. Bu dönemde küresel gıda fiyatlarında gerilemenin sürmesine rağmen yurt içinde arz yetersizliği ve tedarik sorunları nedeniyle gıda fiyatlarındaki artış eğilimi devam etmiştir. Başta kırmızı et, yumurta ve bunlarla bağlantılı ürünlerin fiyatlarında görülen yükselişte geçici arz yönlü etkiler belirleyici olmuştur. Diğer yandan, tarımsal kuraklığa dair beklentiler gıda fiyatları üzerinde baskı oluştururken son aylarda yağışlarda görülen toparlanmanın etkisiyle söz konusu riskler zayıflamıştır. Ayrıca özellikle enerji fiyatlarındaki olumlu görünümün desteğiyle gıda fiyatları üzerindeki maliyet yönlü unsurların azaldığı değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, gıda piyasasında fiyat istikrarını sağlamaya yönelik önlemlerin güçleneceği beklenmektedir. Böylelikle, önümüzdeki dönemde gıda fiyatları enflasyonunun önemli bir gerileme sergileyeceği, küresel gıda fiyatları görünümüyle daha uyumlu bir yapı sergileyerek 2023 yılını yüzde 27,9 seviyesinde; 2024 yılını ise yüzde 11,5 düzeyinde tamamlayacağı varsayılmıştır (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

	2023	2024
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,6 (1,3)	2,4 (2,5)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	78,1 (80,8)	73,6 (77,3)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-9,8 (-8,5)	0,4 (2,3)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	27,9 (22,0)	11,5 (11,5)

* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu'ndaki değerleri göstermektedir.

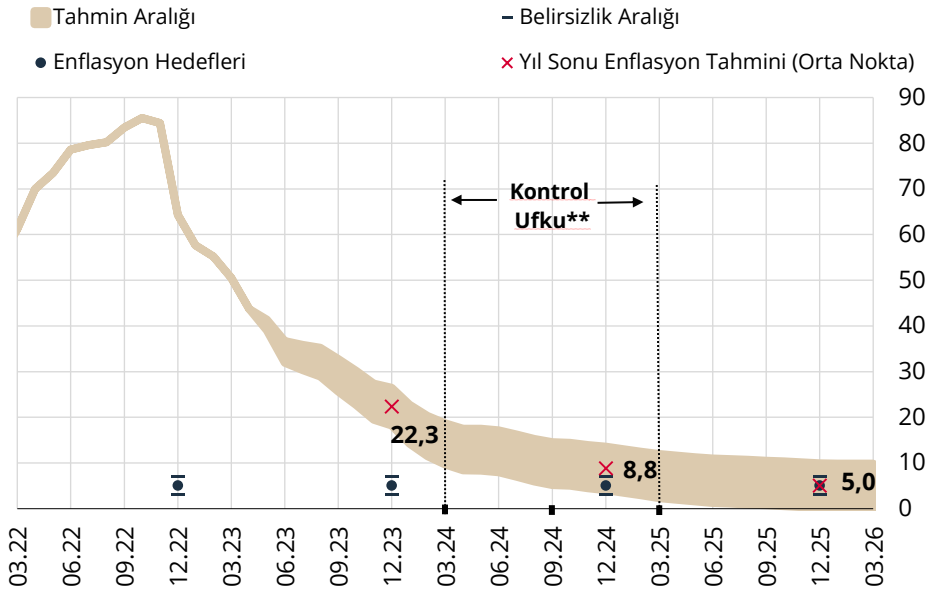
3.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonun 2023 yılı sonunda yüzde 22,3 olarak gerçekleşeceği, 2024 yıl sonunda yüzde 8,8 ve 2025 yıl sonunda ise yüzde 5,0 seviyesine gerileyerek azalış eğilimini sürdüreceği tahmin edilmektedir. Tahminlere baz teşkil eden temel varsayımlarla ilgili olarak emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü seyir dikkate alınmıştır. Buna ek olarak, küresel büyümedeki toparlanmanın beklenenden güçlü olması nedeniyle daha dengeli bir dağılım göstererek tedarik kısıtlarının ve ithalat fiyatlarının bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha hızlı normalleşeceği varsayılmıştır. Emtia fiyatlarındaki gerilemenin, turizm gelirlerinin ve yılın ikinci yarısında daha güçlü olması beklenen dış talep koşullarının cari açığı olumlu etkileyeceği bir görünüm esas alınmıştır. Cari açığı olumlu seyre ek olarak, Liralaşma Stratejisinin hedefli kredi, likidite ve çeşitlendirilmiş rezerv yönetimi ile liralaşma hedefleri unsurlarıyla etkin şekilde kullanılarak Türk lirasındaki istikrarın korunacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Bu çerçevede, enflasyon oranındaki gerilemeye hızla adapte olan beklentilerdeki iyileşmenin de enflasyondaki azalışı destekleyeceği tahmin edilmiştir.

Enflasyon tahminleri güncellenirken tahminlerin ara hedef olma niteliği dikkate alınmış, para politikası ve fiyatlama davranışlarını ilgilendiren tüm yapısal konularda politika araçlarının enflasyonda öngörülen düşüş ile uyumlu şekilde kullanacağı bir görünüm esas alınmıştır. Hedefli kredi politikasının güçlendirilmiş bir şekilde uygulanması sonucu kredilerin büyüme hızı, kompozisyonu ve kullanım alanlarının ve finansal koşulların enflasyonda öngörülen düşüş süreciyle uyumlu oluşturulacağı bir parasal görünüm tahminlere temel oluşturmuştur. Bu sürecin güçlenmesini sağlayacak bütüncül ekonomi politikalarının etkin uygulandığı bir çerçeve öngörülmüştür. Fiyat şeffaflığı ve fiyat rekabetinin artırıldığı, gıda piyasalarında fiyat istikrarını tesis edecek önlemlerin önceliklendirildiği, kiralardaki artış oranlarının gerileyeceği, kamu mali dengesinin enflasyondaki düşüşle uyumlu bir alanda korunacağı, yönlendirilen ve yönetilen fiyatlarda özellikle enerji kaynaklı desteklerin fiyatlara yansıtacağı, fiyatları etkileyen diğer önemli unsurlar olarak varsayılmıştır.

Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2023 yılı sonunda orta noktası yüzde 22,3 olmak üzere, yüzde 18,1 ile yüzde 26,5 aralığında; 2024 yılı sonunda orta noktası yüzde 8,8 olmak üzere yüzde 4,0 ile yüzde 13,6 aralığında gerçekleşeceği; 2025 yılı sonunda ise orta vadeli hedef olan yüzde 5,0 seviyesine gerileyerek 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.

**Kontrol ufku, para politikasında yapılan bir değişiklik ile enflasyon üzerinde gözlenen nihai etki arasında geçen süreyi ifade etmektedir.

Tablo 3.2.1: 2023 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

	2023
2023-I ER Tahmini (%)	22,3
2023-II ER Tahmini (%)	22,3
2023-I Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	0,0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)	
İthalat Fiyatları	-2,3
Çıktı Açığı	0,2
Gıda Fiyatları	1,5
Tahmin Sapması ve Ana Eğilim	0,6

Kaynak: TCMB.

2023 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 22,3 oranında sabit tutulmuştur. Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre ithalat fiyatlarına bağlı güncelleme enflasyon tahminini 2,3 puan düşürmüştür. Yönetilen/yönlendirilen fiyatların, büyük ölçüde doğal gaz ve elektrik tarifeleri varsayımları kaynaklı olarak, ilk çeyrekte gözlenen artışı geri alacağı varsayılmış; böylece bu kanaldan yıl sonu enflasyon tahmini etkilenmemiştir. Beklenenden daha güçlü gerçekleşen talep koşulları enflasyon tahminleri üzerinde 0,2 puan yukarı yönlü etkide bulunmuştur. Gıda fiyatları gerçekleşme kaynaklı olarak enflasyon tahminlerini 1,5 puan yükseltmiştir. Enflasyonda tahminden sapmanın pozitif etkisi, Türk lirasındaki istikrarlı seyrin sürmesi, enflasyondaki düşüş sürecini sürdürecektir finansal koşulların ve bütüncül politikalarının etkisiyle ana eğilimdeki düzeltmeyle dengelenecektir. Sapma ve ana eğiliminin bileşik etkisi tahminler üzerinde 0,6 puan artışa neden olmuştur (Tablo 3.2.1).

Tahminler, küresel iktisadi faaliyetin toparlandığı, küresel enflasyonun bir miktar yavaşlamakla birlikte yüksek seyrini sürdürdüğü bir görünüme göre oluşturulmuştur. Öncü göstergeler, küresel iktisadi faaliyet görünümündeki yavaşlamanın devam etmekte birlikte bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha olumlu seyrettiğine işaret etmektedir. Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı ülkeler için 2023 yılı büyüme tahminleri, Avrupa'da öngörülenden daha güçlü gerçekleşen büyüme ile beraber bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Enerji tedarikine yönelik endişelerin küresel iktisadi faaliyet üzerinde oluşturduğu aşağı yönlü riskler azalmaktadır. Küresel büyümeye ve dağılımına dair öncü göstergeler arz koşullarının iyileştiğine işaret etmektedir. Gelişmiş ülkelerde bankacılık sektöründe ortaya çıkan kırılma kanalıyla beklenenden daha dayanıklı ilerleyen küresel talep üzerinde dengeleyici unsurlar da bulunmaktadır.

Para politikası duruşunun reel ve finansal koşullara enflasyondaki düşüş sürecinin devamını sağlayacak şekilde katkı vereceği varsayılmıştır. 2023 Yılı Para Politikası ve Liralaşma Stratejisi metninde ifade edilen temel ilke ve hedefler doğrultusunda parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini destekleyecek araçların kararlılıkla kullanılacağı ve deprem felaketinin oluşturabileceği dengesizliklerin etkilerinin en aza indirilmesini amaçlayan bir çerçeve esas alınmıştır. Bu doğrultuda, hedefli kredi ve likidite uygulamalarıyla kısa vadeli faizler; üretim ve ihracat kapasitesini artıracak ve enflasyondaki düşüş sürecini arz kanalıyla doğrudan destekleyecektir. Diğer yandan bu politikalar, ihracat kapasitesine sağladığı destek ölçüsünde döviz piyasaları üzerinden dolaylı olarak enflasyondaki düşüşü güçlendirecektir. Kredilerin büyüme hızının, kompozisyonunun ve kullanım amaçlarının hedefli kredi politikaları ve enflasyondaki düşüş süreci ile uyumlu seyretmesi sağlanacaktır. Ayrıca, çeşitlendirilmiş rezerv ve likidite yönetiminin döviz piyasalarında sağlıklı fiyat oluşumuna katkı vereceği ve uzun vadeli faizler üzerinden beklenti ve maliyet kanallarıyla enflasyondaki düşüş sürecini destekleyeceği değerlendirilmektedir.

Liralaşma yönünde getirilen hedeflerin döviz kurlarındaki istikrarlı seyre katkı sağlaması ve fiyatlama davranışlarını olumlu etkilemesi beklenmektedir. Para Politikası ve Liralaşma Metni'nde 2023 yılı ilk yarısı için açıklanan mevduatta yüzde 60 liralaşma hedefi ve nisan ayında getirilen dönüşüm oranı hedefleri sayesinde bankacılık sektörünün hem varlık hem de yükümlülük tarafında TL payının kalıcı şekilde artması beklenmektedir. Diğer yandan, liralaşma süreciyle birlikte döviz kurlarındaki istikrarlı seyrin devam ederek fiyatlama davranışlarında son dönemde görülen iyileşmeyi hızlandıracağı tahmin edilmektedir. Ek olarak, iktisadi faaliyetle uyumlu olması gözetilen kredi gelişmelerinin liralaşma sürecinde dengeli bir parasal büyüme ile enflasyonun ana eğilimindeki düşüşü desteklemesi beklenmektedir.

İhracat kapasitesinin artırılmasını destekleyen politikaların döviz piyasalarındaki istikrarlı seyrin sürdürülmesine ve dezenflasyon sürecine daha fazla katkı sağlaması beklenmektedir. Hedefli kredi politikaları ile verimli sektörler sağlanacak uygun finansman kaynaklarının hem üretim ve yatırım ortamını desteklemesi hem de teknolojik yatırımların toplam yatırımlar içerisindeki payını artırması yoluyla işgücü verimliliğini yükselterek cari işlemler dengesine önümüzdeki dönemde daha fazla katkı vermesi beklenmektedir. Ayrıca, Türkiye'nin ana ticaret ortakları kaynaklı dış talepteki toparlanma ile enerji ve emtia fiyatlarının beklentilerle uyumlu ılımlı bir seyir izlemesinin cari dengeyi olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Yılın ilerleyen dönemlerinde cari dengenin döviz piyasalarında arzı destekleyerek döviz kurlarındaki istikrarlı seyrin devamına katkı sunması tahmin edilmektedir.

Enflasyon beklentileriyle paralel bir şekilde enflasyonun ana eğilimindeki kademeli gerilemenin süreceği öngörülmektedir. Döviz kurlarının istikrarlı seyrini sürdürmesi, arz kısıtlarının olumsuz etkilerinin azalması, enerji ve emtia fiyatlarındaki ılımlı seyrin devam etmesi maliyet baskılarını azaltmaktadır. Rezerv kaynaklarının çeşitlendirilmesi ile birlikte liralasma süreci döviz piyasasındaki istikrarlı seyre ve beklentilerdeki iyileşmeye önceki yıllara göre daha fazla katkı vermektedir.

Tahminlerde parasal aktarımın ve enflasyondaki düşüş sürecinin güçlenmesini sağlayacak bütüncül ekonomi politikalarının uygulandığı bir görünüm esas alınmıştır. Gıda piyasalarında etkin bir arz yönetimi sonucunda yurt içi gıda enflasyonunun küresel gıda ve tarımsal girdi fiyatlarındaki gerileme eğilimini daha çok yansıtacağı varsayılmıştır. Yüksek frekanslı verilerde gözlenen altın ithalatında başlayan normalleşmenin yıl boyunca devam edeceği, tüketim ithalatı talebinin kısmen gerileyeceği, buna mukabil seyahat gelirlerinin artacağı ve ihracatın gücünü koruyacağı bir dış denge görünümü tahminlere yansıtılmıştır. Fiyatların şeffaflaşması ve rekabetin artırılması yönünde atılan adımların etkinliğinin artacağı; konut fiyatları ve kiralalar üzerindeki arz şoklarının etkilerini azaltmaya yönelik önlemlerin güçleneceği ve ücret güncellemelerinin enflasyondaki düşüş süreciyle uyumlu bir oranda gerçekleşeceği varsayılmıştır.

3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları

Gelişmiş ülke bankacılık sektöründeki kırılganlıkların daha geniş finansal risklere dönüşme ihtimali mevcut tahminler üzerinde hem artı hem de eksi yönde etkide bulunabilecektir. Düşük ihtimalli olmakla birlikte gelişmiş ülke ekonomilerinde finansal riskler kaynaklı bir daralma emtia fiyatlarındaki düşüşü hızlandırarak fiyatları olumlu, döviz kur oynaklıkları kanalıyla ise olumsuz yönde etkileyebilir.

Küresel enflasyon bir miktar yavaşlamakla birlikte yüksek seyrini korumaktadır. Gelişmiş ülkelerde manşet enflasyonun Mevcut Rapor döneminde gerilediği gözlenmektedir. Ancak, çekirdek enflasyon oranındaki katılığın devam etmesi para politikaları ve küresel finansal koşullar üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir.

Küresel arz koşullarındaki iyileşme, Avrupa'da kış aylarının enerji fiyatları kaynaklı riskler gerçekleşmeden atlatılması ve Çin'in açılma politikası, 2023 yılı için küresel büyüme görünümüne dair beklentilerin bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre iyileşmesini sağlamıştır. Küresel büyümeye ilişkin beklentilerin iyileşmesi dış talep kanalı ile tahminler üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Diğer yandan, küresel büyüme görünümündeki iyileşmeye rağmen endüstriyel emtia fiyatları son dönemde arz kısıtlarının azalması ve kısmen de finansal piyasalardaki kırılganlıklardan dolayı düşüş sergilemiştir. Emtia fiyatlarındaki ılımlı seyrin devam etmesi ithalat fiyatları kanalı ile enflasyon tahminleri üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

İç talebin güçlü seyrini sürdürmesi ihtimali cari denge kanalıyla enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Güçlü seyreden iç talebin ithalata yansımaları cari denge üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır. Ayrıca, depremin yol açtığı arz-talep dengesizliklerinin cari denge kanalı yoluyla enflasyon üzerindeki etkileri yakından izlenmektedir. Diğer yandan, altın ithalatında son dönemde görülen ivmelenmenin cari açıktaki yükselişin ana sürükleyicilerinden biri olduğu göze çarpmaktadır. Tüketim malları ithalatının seyri tahminler üzerinde bir risk unsuru olarak izlenecektir. Bununla birlikte bölgesel enerji dağıtımında ülkemizin oynayabileceği rol ile yerli enerji kaynaklarının payının artması cari dengeyi destekleyici etkiler içermektedir.

Kredilerin büyüme hızı ve erişilen finansman kaynaklarının amacına uygun şekilde iktisadi faaliyet ile buluşması sürdürülebilir fiyat istikrarı açısından önem arz etmektedir. Bireysel krediler başta olmak üzere tüketim talebini artıran ve arz potansiyelini artırma amacıyla uyumlu olmayan kredi gelişmeleri tahminler üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile genel ve asgari ücret ayarlamalarının öngörülen patikanın üzerinde kalması fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaktadır. Enflasyonun ana eğilimindeki ve enflasyon beklentilerindeki gerilemenin tahmin varsayımlarıyla uyumlu seyretmesi kritik önemdedir. Para ve maliye politikalarının eşgüdümü ve tamamlayıcılığı 2023 yılı enflasyonu üzerinde önemli bir etkiye sahip olacaktır. Ayrıca, deprem nedeniyle artan kamu harcamalarına karşın mali disiplinin korunması ve ücret artış oranlarının itidalli olması fiyatlama davranışlarının çıpılanması açısından önem arz etmektedir.