

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

2026 yılının ilk çeyreğinde talep koşulları, bir önceki Rapor dönemi tahminleriyle uyumlu olarak dezenflasyon sürecine katkı vermeye devam etmiştir. İlk çeyrek milli gelir verilerine göre, özel tüketimin ve toplam yatırımların yıllık büyümeye katkısı bir önceki çeyreğe göre sınırlı ölçüde azalırken iç talep zayıf seyretilmiştir. 2026 yılının ikinci çeyreğine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette ılımlı seyrin sürdüğüne, yurt içi talepteki zayıf seyrin belirginleştiğine işaret etmektedir. Para politikası duruşuyla uyumlu olarak finansal koşullar sıkılığını korurken kredi büyümesindeki yavaşlama iç talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteği güçlendirmiştir. Tamamlayıcı göstergeler, işgücü piyasasının manşet işsizlik oranının ima ettiğinden daha az sıkı olduğuna işaret etmektedir. Zayıf küresel talep görünümüne karşın, jeopolitik gelişmeler ve artan lojistik maliyetlerin talebi kısmen Türkiye'ye yönelmesiyle dış talep öngörülenden güçlü seyretilmiştir. Bu çerçevede, 2026 yılı ikinci çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahmini bir önceki Rapor dönemine kıyasla sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.1).

Mayıs ve haziran aylarında tüketici enflasyonu bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülen patikayla büyük ölçüde uyumlu seyrederken temmuz ayında yıllık enflasyon yüzde 31,8 ile tahminin üzerinde gerçekleşmiştir. Talep görünümü ve finansal koşullar dezenflasyonu desteklemeye devam etmesine rağmen, tahmin sapmasında büyük ölçüde jeopolitik gelişmeler ve arz yönlü etkiler belirleyici olmuştur. Son üç aylık dönemde yıllık tüketici enflasyonundaki değişime enerji ile alkol-tütün-altın grupları aşağı yönlü, diğer alt gruplar ise yukarı yönlü katkı vermiştir. Gıda enflasyonu Mayıs ve Haziran aylarında ılımlı seyrederken temmuz ayında başta sebze fiyatları olmak üzere işlenmemiş gıda kaynaklı gelişmelerle yükselmiştir. Enerji grubunda temmuz ayında yaşanan fiyat artışlarında ise uluslararası petrol fiyatlarındaki artışa ek olarak, eşel mobil sisteminin kademeli olarak sonlandırılmasına dair düzenleme ve elektrik ile doğal gaz kaynaklı gelişmeler etkili olmuştur. Talep koşulları ve döviz kurundaki ılımlı seyir dezenflasyon sürecini öngörülerle uyumlu biçimde desteklemeye devam ederken arz yönlü gelişmeler dezenflasyonda bir miktar ivme kaybına neden olmuştur. Bu kapsamda, jeopolitik gelişmelerin enerji maliyetleri üzerinden beklentiler ve fiyatlama davranışlarında oluşturabileceği ikincil etkiler yakından takip edilmektedir.

Enflasyonun ana eğilimi temmuz ayında gerilemiştir. Ana eğilime ilişkin takip edilen göstergeler jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle ikinci çeyrekte dezenflasyon sürecinde bir miktar ivme kaybına işaret etmiştir. Ana eğilim göstergeleri temmuz ayında ise gerilemiştir. Bu görünümde, alt kalem sayısı fazla olan geniş kapsamlı temel mal ve işlenmiş gıda gruplarında beklenenden olumlu fiyat gelişmeleri etkili olmuştur. Diğer yandan, tek seferlik etkileri dışlayan trend enflasyon göstergesi ise yatay seyretilmiştir. Hizmet enflasyonu yüksek seviyesini korumakla birlikte, kira ve eğitim başta olmak üzere ataleti yüksek alt kalemlerde katılığın zayıflaması hizmet grubundaki dezenflasyon sürecini desteklemektedir.

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2026-I	2026-II
Çıktı Açığı (Yüzde)	-1,0 (-1,1)	-1,3 (-1,4)
Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	32,4 (32,4)	31,8 (30,7)
B Endeksi Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	30,5 (30,5)	31,0 (30,7)

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

** 2026-I 2026 yılı nisan, 2026-II ise 2026 yılı temmuz enflasyonunu göstermektedir.

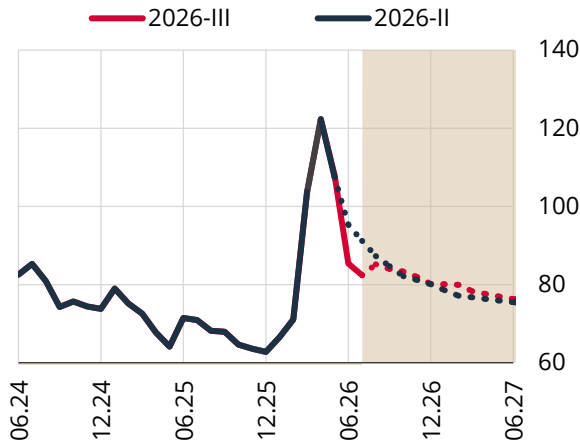
Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

ABD/İsrail-İran Savaşı'na ilişkin belirsizlikler sürerken küresel büyüme görünümü zayıf ve kırılğan seyrini korumuştur. Enerji fiyatlarının yüksek ve oynak seyri ile savaş öncesine kıyasla yüksek kalan nakliye maliyetleri ve uzayan teslimat sürelerinin oluşturduğu arz yönlü baskılar küresel büyüme görünümünü olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Savaşın uzama olasılığının ateşkesin bozulması ile birlikte güçlenmesiyle iktisadi faaliyet üzerindeki riskler aşağı yönde ağırlık kazanmıştır. Bu görünüm altında savaş sonrasında belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenen 2026 yılı büyüme öngörülleri birçok ülkede düşük düzeylerini korumaktadır. Öte yandan, yapay zekâ ve teknoloji yatırımlarının küresel büyümeye verdiği olumlu katkı jeopolitik gelişmelerin olumsuz etkilerini bir miktar sınırlamaktadır. Bu çerçevede, Türkiye'nin ticaret ortaklarıyla olan ihracat ağırlıkları esas alınarak hesaplanan küresel büyüme endeksinin yıllık artış oranı varsayımı 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla yüzde 1,6 ve yüzde 2,5 olarak güncellenmiştir (Tablo 3.1.2). Diğer yandan, artan uluslararası lojistik maliyetlerinin Türkiye'ye yönelttiği talep, ticaret ortaklarının zayıf büyüme görünümüne karşın ihracat performansını desteklemektedir.

Jeopolitik gelişmeler küresel finansal koşullar üzerindeki sıkılaştırıcı etkisini sürdürmüştür. Enerji fiyatlarındaki yüksek oynaklık gerek gerçekleşen gerekse beklenen enflasyonu yukarı yönlü etkilemektedir. Ayrıca petrol ve doğal gaz arzına ilişkin riskler ile bunların gıda fiyatları ve üretim maliyetleri üzerinden olası ikincil etkileri, küresel enflasyondaki yükselişin daha kalıcı olabileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede başta Fed olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları iletişimlerinde temkinli bir duruş sergilerken 2026 yılına ilişkin fiyatlanan faiz patikası belirgin biçimde yukarı yönlü güncellenmiştir. Artan küresel belirsizlik ve sıkılaşan finansal koşullar, gelişmekte olan ülkelerden portföy çıkışlarına yol açmıştır. Bu doğrultuda, enflasyon tahminleri küresel finansal koşulların sıkı seyrettiği bir çerçeve esas alınarak oluşturulmuştur.

Savaşın başlamasıyla yükselen enerji fiyatları, ateşkes sürecinde gerilerken ateşkesin sekteye uğramasıyla yeniden artmış; söz konusu gelişmeler enerji fiyatlarındaki oynaklığın da belirgin şekilde yükselmesine neden olmuştur. Uluslararası petrol fiyatları ateşkes ile birlikte Mayıs ve Haziran aylarında gerilemiş, Temmuz ayında ateşkesin sekteye uğraması ve jeopolitik gerilimlerin yeniden yükselmesiyle artış eğilimine girmiştir. TTF doğal gaz fiyatlarında ise daha güçlü bir artış izlenmiştir. Orta Doğu'daki sürecin seyrine ilişkin belirsizlik, enerji altyapısında oluşan hasar ve enerji nakliyatındaki aksamaların boyutu ile süresi, enerji fiyatlarının yüksek ve oynak seyrini sürdürmesine neden olmaktadır. Enerji dışı emtialarda ise tarımsal emtia fiyatları bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı bir miktar artarken değerli metal fiyatlarında gerileme gözlenmiştir. Bu görünüm altında, ham petrol fiyatlarının 2026 yılında ortalama 87,8 ABD doları, 2027 yılında ise savaşın gidişatı göz önünde bulundurularak ortalama 76,4 ABD doları seviyelerinde olacağı varsayılmıştır (Grafik 3.1.1). Önceki Rapor dönemine göre petrol fiyatlarındaki ılımlı görünüme karşın, gerçekleştirmeler, motorin rafineri marjlarındaki artış ve doğal gaz fiyatlarındaki seyir göz önünde bulundurularak ithalat birim değeri endeksinin yıllık ortalama artış oranı varsayımı 2026 için yukarı yönlü, 2027 yılı için ise baz etkisi kaynaklı olarak aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 3.1.2 ve Tablo 3.1.2).

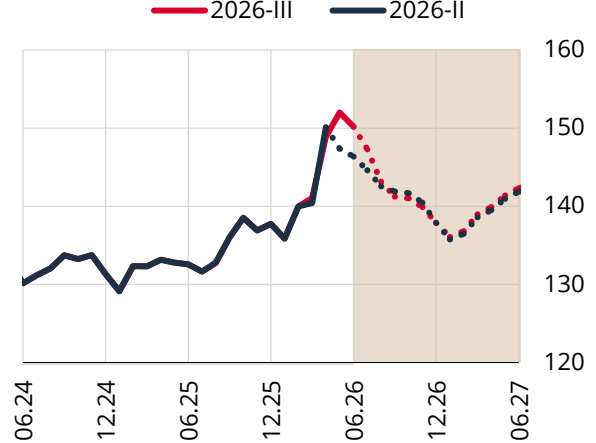
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



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 fiyatları varsayımı 2026 yılı için yukarı yönlü güncellenmiştir. Mayıs ve haziran aylarında ılımlı seyreden gıda fiyat artışları, sebze grubunda bazı ürünlere özgü üretim kayıpları ve tedarik sorunları nedeniyle temmuz ayında güçlenmiştir. Diğer yandan, süt ve süt ürünleri ile ekmek-tahıllar gibi fiyatı kamu tarafından yönlendirilen ürünlerde fiyat artışları tarihsel ortalamanın üzerinde kalmıştır. Önümüzdeki dönemde, artan tarımsal üretimin arz koşullarını desteklemesine karşın, jeopolitik risklerden kaynaklanan yüksek tarımsal girdi maliyetlerinin gıda fiyatları üzerinde baskı oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Bu gelişmeler göz önünde bulundurularak, gıda enflasyonu varsayımı 2026 yıl sonu için yüzde 26,3'ten yüzde 28,5'e güncellenirken 2027 yılı için yüzde 19,0 olarak korunmuştur (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

	2026	2027
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,6 (1,7)	2,5 (2,5)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	87,8 (89,4)	76,4 (75,4)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	6,9 (6,3)	-0,4 (-0,2)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	28,5 (26,3)	19,0 (19,0)

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

Tahminler üretilirken makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı ve koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Mevcut Rapor döneminde jeopolitik gelişmelerin yanı sıra yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile vergi düzenlemelerinin manşet enflasyon üzerindeki etkisi öne çıkmıştır. Bu dönemde sağlık hizmetleri ve elektrik fiyatlarında idari düzenlemeler kaynaklı artışlar gözlenirken akaryakıtta maktu vergi güncellemesinin uygulanmaması fiyat artışlarını sınırlamıştır. Ancak, yükseliş eğilimine giren ham petrol fiyatları ve eşel mobil sisteminden kademeli çıkış bu etkiyi kısmen geri almıştır. Tahminler eşel mobil uygulamasına yönelik düzenlemeler göz önünde bulundurularak oluşturulmuştur. Alkollü içecek ve tütün ürünlerindeki vergi düzenlemeleri enflasyon üzerinde yukarı yönde etkide bulunurken yakın dönemde açıklanan ek gümrük vergilerinin tüketici enflasyonuna etkisinin sınırlı kalması beklenmektedir. Orta vadeli tahminler oluşturulurken maliye politikasının dezenflasyon sürecine katkı sağlayacağı ve kamu kontrolündeki yönetilen-yönlendirilen fiyatlar ile borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının ara hedeflerle uyumlu bir şekilde belirleneceği varsayılmıştır.

3.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonun, 2026 yıl sonunda yüzde 28; 2027 yıl sonunda ise yüzde 15 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2028 yıl sonunda yüzde 9'a geriledikten sonra enflasyonun orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 3.2.1). Ara hedefler, 2026, 2027 ve 2028 yılları için sırasıyla yüzde 24, yüzde 15 ve yüzde 9 olarak korunmuştur. TCMB, enflasyon gerçekleştirmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini dikkate alarak ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği parasal sıkılığı sağlayacaktır.

Jeopolitik gelişmelerin etkisiyle, özellikle emtia fiyatlarında gözlenen yüksek oynaklıklar belirsizlikleri belirgin bir şekilde artırmaktadır. Şokların sıklığı ve niteliğinde gözlenen değişim, geleneksel tahmin aralığı yaklaşımının mevcut belirsizliği yansıtmaya kapasitesini sınırlamaktadır. Bu ortamda, bazı merkez bankalarının uyguladığı gibi önceki Rapor döneminde tahmin aralığı paylaşımına ara verilmiş ve Kurul'a göre öne çıkan risk unsurlarının betimsel olarak ifade edildiği bir çerçeveye geçilmişti (ER 2026-II, Mercek Altı 3.1). Bu Rapor döneminde de aynı uygulamaya devam edilmiştir.

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Kaynak: TCMB.

Tahminler oluşturulurken küresel büyüme görünümündeki zayıf seyrin sürdüğü ve bir önceki Rapor dönemine göre ülke risk priminde bozulma olmadığı bir görünüm esas alınmıştır. Jeopolitik risklerin yeniden artması küresel belirsizliklerin yüksek seyretmesine neden olmaktadır. Söz konusu gelişmelere paralel olarak küresel finansal koşullardaki sıkılaşma eğilimi sürmektedir. Para politikasındaki sıkı duruş ve TCMB uluslararası rezervlerinin mevcut görünümü, küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların ülke risk primi üzerindeki olası olumsuz etkilerini sınırlamaya devam edecektir.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun fiyat istikrarı sağlanana kadar kararlılıkla sürdürüleceği ve ekonomi politikalarında eşgüdümün korunacağı bir çerçeveye esas alınmıştır. Enflasyon beklentilerinin kısa vadede ara hedeflere, orta vadede ise yüzde 5 hedefine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik önem taşımaktadır. Mevcut Rapor döneminde, jeopolitik gelişmelerin oluşturduğu riskleri sınırlamak amacıyla ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti yüzde 40 düzeyinde tutulmuş ve makroihtiyati politikalarla parasal sıkılık desteklenmiştir. Tahminler, ara hedefler gözetilerek para politikasının enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir çerçevede oluşturulmuştur. Bu bağlamda para politikasındaki sıkı duruşun korunduğu bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca tahmin döneminde diğer ekonomi politikalarının para politikasıyla eşgüdüm içinde ve ara hedeflerle uyumlu olarak belirleneceği bir çerçeve baz alınmıştır.

Sıkı para politikası duruşu talep, kur ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini güçlendirmeye devam edecektir. Finansal koşullardaki sıkılığın iç talep üzerindeki etkilerinin sürmesiyle çıktı açığının tahmin dönemi boyunca dezenflasyon sürecini destekleyici seviyelerde kalacağı öngörülmektedir (Grafik 3.2.3). Zayıf talep koşulları maliyet artışlarının fiyatlara ve beklentilere geçişini sınırlarken (Kutu 3.1) Türk lirasındaki ılımlı seyir ithal maliyet baskılarını azaltarak dezenflasyon sürecini desteklemektedir. Arz şoklarıyla yükselen enflasyonun ana eğilimi son dönemde gerilerken sıkı parasal duruşun beklenti ve fiyatlamada davranışlarındaki iyileşmeyi desteklemesiyle bu gerilemenin önümüzdeki dönemde sürmesi beklenmektedir. Ayrıca, kira ve eğitim başta olmak üzere geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin güçlü olduğu hizmet kalemlerinde ataletin zayıflamasıyla hizmet enflasyonundaki düşüşün daha belirgin hale geleceği öngörülmektedir. Bununla birlikte enerji ve emtia fiyatları enflasyon görünümü açısından önemli bir belirsizlik unsuru olmaya devam etmektedir. Jeopolitik gelişmelerin enerji fiyatlarında neden olduğu yüksek oynaklığın yanı sıra, eşel mobil uygulamasının önümüzdeki dönemdeki seyri uluslararası petrol fiyatlarının enflasyona yansımaları bakımından önem arz etmektedir.

3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Etki Kanalları

Önceki bölümde sunulan orta vadeli tahminler Para Politikası Kurulu'nun değerlendirmeleri ile tahmin dönemine ilişkin temel varsayımlar çerçevesinde oluşturulmuştur. Bununla birlikte, yurt içi ve küresel gelişmelerin söz konusu varsayımlardan farklılaşması halinde enflasyon görünümü ve buna bağlı olarak para politikası duruşu da değişebilecektir. Enflasyon görünümünü etkileyebilecek başlıca riskler ve bu risklerin enflasyon görünümü üzerindeki olası etkileri Tablo 3.3.1'de özetlenmektedir.

Tablo 3.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları*

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑ ↔ ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Küresel belirsizlikler ve emtia fiyatlarının seyri ve oynaklığı	- ABD/İsrail-İran savaşı kaynaklı jeopolitik gelişmeler enerji arzı ve küresel tedarik zincirine ilişkin riskler üzerinden enerji ve emtia fiyatlarında yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↑ - Ateşkes sürecine ilişkin belirsizliklerin sürmesi, enerji fiyatlarındaki oynaklığı artırarak yukarı yönlü riskleri güçlendirebilecektir. ↑ - Buna karşılık, çatışmaların hafiflemesi, enerji akışlarının normalleşmesi ve petrol arzının artması ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecektir. ↓	- Küresel enflasyon ve büyüme göstergeleri ile tahminleri - Küresel ekonomi ve ticaret politikaları - Küresel ticaret belirsizlik endeksi - Küresel risk iştahı göstergeleri - İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi - Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi - OPEC+ kararları - Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler - Eşel mobil sistemi ve maktu ÖTV vergileri - Motorin üzerindeki rafineri marjlarının seyri - İthalat Birim Değer Endeksi - Petrol ve LNG tanker geçişleri
Ekonomiye gelen şokların niteliğinin, sıklığının ve büyüklüğünün değişmesi	- Son dönemde hem küresel hem de yurt içi şokların niteliği değişirken arz ve belirsizlik şoklarının sıklığı ve büyüklüğü belirgin biçimde artmıştır. ↑ - Daha sık ve büyük ölçekli arz şokları enflasyon ataletini artırarak dezenflasyon sürecini yavaşlatabilecektir. ↑ - Şokların beklentiler ve fiyatlama davranışları üzerindeki ikincil etkileri, enflasyon görünümü açısından önemli bir yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. ↑	- Ekonomiye gelen şokların niteliğinin anlaşılması - Gelecekte oluşabilecek şokların niteliği ve büyüklüğünün analizi - Küresel emtia fiyatları - İthalat Birim Değer Endeksi - Enflasyonun ataleti
Enflasyon beklentileri	- Enflasyon beklentilerinin veri sürprizlerine asimetrik tepki vermesi ve beklentilerin ara hedeflerden yüksek seviyelerde seyretmesi yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↑ - Jeopolitik gelişmeler, arz şokları ve emtia fiyatlarındaki yüksek oynaklığın enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları kanalıyla dezenflasyon süreci üzerine etkileri yakından takip edilmektedir. ↑	- Sektörel enflasyon beklentileri - Enflasyon beklentilerinin dağılımı - Enflasyon belirsizliği göstergeleri - Enflasyon beklentilerinin Enflasyon Raporu tahminleriyle uyumu - Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri - Jeopolitik gelişmelere ilişkin haber akışı

Gıda fiyatları	- Rekolte tahminlerinin güçlü seyri gıda enflasyonu açısından aşağı yönlü bir unsur olmakla birlikte, hava koşulları ve arz gelişmelerine ilişkin belirsizlikler gıda fiyatlarında her iki yönlü risk oluşturabilecektir. - Jeopolitik gelişmelerin tarımsal emtia ve enerji fiyatları üzerinden tarımsal girdi maliyetlerini artırma potansiyeli yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.	↔ ↑	- Taze meyve ve sebze fiyatları, ekmek ve tahıl başta olmak üzere işlenmiş gıda fiyatları - Uluslararası tarımsal emtia fiyatları - Sıcaklık ve yağış gibi meteoroloji ve iklim istatistikleri - Tarımsal emtia fiyatları
Para ve maliye politikalarının eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	- Para ve maliye politikaları arasındaki eşgüdümünün zayıflaması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturabilecektir. - Elektrik ve doğal gaz fiyatlarında uygulanan sübvansiyonların azaltılması dezenflasyon sürecini yavaşlatabilecektir.	↑ ↑	- Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları - Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler - Enerji sübvansiyonları ve eşel mobil sistemi - Orta Vadeli Program ve maliye politikası tedbirleri - Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri - Yapısal bütçe dengesi tahminleri - Doğrudan vergilerin toplam vergiler içindeki payı - Asgari ücret ve kamu çalışanlarının ücret artışları

* 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.

Küresel gelişmelere ilişkin öngörülebilirliğin azalmasının yanı sıra finansal piyasalar ve emtia fiyatlarında gözlenen yüksek oynaklık enflasyon görünümüne ilişkin belirsizlikleri belirgin biçimde artırmaktadır.

Nitekim son üç aylık dönemde jeopolitik gelişmelere ilişkin haber akışına bağlı olarak petrol ve doğal gaz fiyatlarında gözlenen hızlı ve iki yönlü hareketler, risklerin yönü, büyüklüğü ve gerçekleşme zamanlamasının kısa sürelerde önemli ölçüde değişebildiğine işaret etmektedir. Bu görünüm, farklı şokların eş zamanlı ve birbirini besleyecek şekilde ortaya çıkma olasılığını artırırken baz senaryo etrafındaki olası sonuçların çeşitliliğini de genişletmektedir. Dolayısıyla, tek bir senaryo seti altında tüm risk kombinasyonlarını kapsamak güçleşmektedir. Bir önceki Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi, baz senaryo etrafındaki riskler niteliksel olarak değerlendirilmiş; Kurul tarafından öne çıkarılan risk unsurları Tablo 3.3.2'de sunulmuştur.

Tablo 3.3.2: Enflasyon Görünümüne İlişkin Öne Çıkan Riskler

Risk	Riskin Niteliği	Referanslar*
Enerji fiyatları	- Yukarı yönlü: Savaşın gidişatına bağlı olarak petrol fiyatları temel varsayımlara göre daha uzun süre daha yüksek kalabilir. Enerji altyapısına yönelik jeopolitik riskler ve Avrupa LNG talebindeki artış, doğal gaz fiyatlarını baskı altında tutabilir. Elektrik üretim maliyetleri ve sanayi girdi maliyetleri üzerinden üretici fiyatları kanalıyla tüketici enflasyonuna yansımaya görülebilir. Ayrıca, motorin fiyatlarında rafineri marjları kaynaklı yükselişler de yukarı yönlü risk oluşturabilir. - Aşağı yönlü: Savaşın gidişatına bağlı olarak petrol fiyatları temel varsayımlardan daha düşük kalabilir. Ancak geçmiş deneyimler, enerji fiyatlarında düşüşlerin tüketici fiyatlarına geçişinin artışlara kıyasla daha sınırlı olabileceğine işaret etmektedir.	- ER 2026-II, Kutu 2.4. Jeopolitik Gelişmelerin Enflasyona Yansıması: Emtia Kanalı - Gökcü M. ve Sezer E. (2026). Akaryakıt Fiyatlarında Eşel Mobil Mekanizması ve Enflasyona Olası Etkileri. Merkezin Güncesi. - Ertuğ D. ve Özmen M.U. (2020). Elektrik ve Doğal gaz Fiyat Artışlarının Tüketici Fiyatlarına Dolaylı Etkileri. Merkezin Güncesi.
Gıda fiyatları	- Yukarı yönlü (Küresel gıda fiyatlarında savaş kaynaklı artış): Savaşın tarımsal emtia arzını, lojistik kanallarını ve gübre piyasalarını olumsuz etkilemesi sonucu küresel gıda fiyatlarında baz senaryoya göre daha yüksek artış yaşanabilir. Bu durum ithal girdi maliyetleri ve özellikle işlenmiş gıda fiyatları üzerinden yurt içi enflasyonu yukarı yönlü etkileyebilir. - Yukarı yönlü (Süt ve ette negatif arz şoku): Yem maliyetleri, hayvan varlığındaki azalma, ithalat kısıtları veya üretim maliyetlerindeki artışlar süt ve et fiyatlarında baskı oluşturabilir. - Aşağı ve yukarı yönlü (Meyve ve sebze fiyatlarında her iki yönde arz şoku): Hava koşulları gibi nedenlerle meyve ve sebze arzında her iki yönde de yaşanabilecek gelişmeler işlenmemiş gıda enflasyonunda oynaklık oluşturabilir.	- ER 2026-II, Kutu 2.4. Jeopolitik Gelişmelerin Enflasyona Yansıması: Emtia Kanalı - Can, U., Çepni, O., Kazdal, A. ve Yılmaz, M. H. (2024), İklim Anomalileri ve Enflasyonist Baskılar: Türkiye İçin Bulgular, TCMB Çalışma Tebliği No: 24/12. - ER 2026-III Kutu 2.4. Gıda Enflasyonunda Arz ve Maliyet Dinamikleri
Arz şoklarının sıklığı ve enflasyon ataleti	Yukarı yönlü: Son dönemde enerji, gıda, petrokimya ve ambalaj ürünleri gibi arz yönlü şokların öngörülenden daha sık ve art arda gelmesi fiyatlamaya davranışlarını bozarak enflasyonun düşüş hızını yavaşlatabilir. Firmaların geçmiş enflasyona daha duyarlı fiyatlamaya yapması enflasyon ataletini artırabilir.	ER 2026-II, Kutu 2.4. Jeopolitik Gelişmelerin Enflasyona Yansıması: Emtia Kanalı

* Burada referans verilen çalışmalar, ilgili risklerin ekonomiye olası etkilerine ilişkin nicel bulgular içermektedir. Ancak bu bulgular değerlendirilirken raporlanan etki/tepki katsayıları, esneklikler ve benzeri büyüklüklerin belirli model varsayımlarına, örneklem dönemine ve istatistiksel belirsizliğe tabi olduğu dikkate alınmalıdır. Makroekonomik değişkenler çoklu şoklardan etkilenmekte ve değişkenler arası ilişkiler çoğu durumda dinamik, eşanlı ve endojen nitelik taşımaktadır. Bu nedenle, farklı risklere ilişkin katsayıların doğrudan karşılaştırılması, mekanik biçimde kullanılması veya basit aritmetik işlemlerle toplam/net etki hesaplanması sağlıklı olmayabilir. Ayrıca bu tahminler çoğunlukla doğrusal istatistiksel veya ekonometrik modellerden türetilmekte olup, geçmişte gözlenen ortalama şok büyüklükleri ve tarihsel ilişki örüntüleri için daha geçerlidir. Daha büyük, kalıcı veya doğrusal olmayan aktarım kanallarını tetikleyen şoklarda söz konusu katsayıların geçerliliği sınırlanabilir. Bazı hallerde ölçülen etkiler, birden fazla şokun bileşik sonucunu yansıttığından, ayrıştırma ve karşı-olgusal etki analizi daha karmaşık dinamik modelleme gerektirir. Büyük ölçekli şoklar karşısında politika tepkilerinin de değişebileceği dikkate alındığında, referans çalışmalardaki nicel bulgular kesin değerler olarak değil, bağlama duyarlı yaklaşık büyüklükler olarak yorumlanmalıdır.

Kutu 3.1

Yukarı Yönlü Maliyet Sürprizlerinin Firma Beklentilerine Aktarımı: Talep Koşulları ve Dezenflasyon Dönemi

Firmalar enflasyon beklentilerini oluştururken makroekonomik gelişmelerin yanında kendi maliyet koşullarında gözledikleri değişimlerden de etkilenmektedir. Coibion ve diğerleri (2018), firmaların enflasyona ilişkin bilgilerinin sınırlı ve heterojen olduğunu; Andrade ve diğerleri (2022) ise sektör ve firma düzeyindeki koşulların firmalar tarafından genellenerek enflasyon beklentilerine yansıtıldığını göstermektedir. Bir firmanın karşılaştığı maliyet artışı, tedarik zincirine ya da üretim yapısına özgü nedenlerden kaynaklanabileceği gibi ekonomi genelini ilgilendiren bir gelişmenin yansıması da olabilmektedir. Firmaların bu iki durumu birbirinden ayırıştırma biçimi, maliyet gelişmelerinin enflasyon beklentilerini ne ölçüde etkileyeceğini belirlemektedir. Bu yönüyle, firma düzeyindeki gelişmelerin enflasyon beklentilerine aktarımı, beklentilerin çıpılanması ve dezenflasyon sürecinin seyri açısından önem taşımaktadır. Bu kutuda, İktisadi Yönelim Anketi (İYA) mikro verileri kullanılarak firmaların beklemedikleri bir maliyet artışıyla karşılaştıklarında kendi satış fiyatı beklentileri ve enflasyon beklentilerini nasıl güncelledikleri incelenmekte; söz konusu ilişkinin dönemler ve firmaya özgü talep koşulları itibarıyla nasıl farklılaştığı ortaya konulmaktadır.

Analizde, İYA'nın firma düzeyindeki aylık mikro verileri kullanılmaktadır. Ankette firmalara hem gelecek üç aya ilişkin maliyet beklentileri hem de geçmiş üç ayda maliyetlerinde gözlenen değişim, üçlü ölçek üzerinden (artacak/arttı, aynı kalacak/aynı kaldı, azalacak/azaldı) sorulmaktadır. Bu iki sorunun farklı dönemlerdeki yanıtları eşleştirilerek firmanın beklemediği bir maliyet gelişmesiyle karşılaşmış ve beklemediği belirlenebilmektedir. Buna göre, $t-3$ döneminde gelecek üç ayda maliyetlerinin aynı kalacağını bildiren bir firmanın t döneminde geçmiş üç ayda maliyetlerinin arttığını raporlaması, yukarı yönlü bir maliyet sürprizi olarak tanımlanmaktadır. Kontrol grubunu ise $t-3$ 'te maliyetlerinin aynı kalacağını bildirmiş ve t döneminde beklentisiyle uyumlu olarak maliyetlerinin aynı kaldığını raporlamış firmalar oluşturmaktadır. Böylelikle, öngörülemez maliyet artışlarının firma beklentilerine etkisi, başlangıçta aynı beklentiye sahip ancak sonrasında farklı maliyet gerçekleştirmeleriyle karşılaşan firmalar üzerinden tahmin edilmektedir. Öncelikle, denklem (1)'de gösterildiği üzere, gelecek 3 aylık dönemde satış fiyatında artış beklentisine dair yöneltilen soruya firma tarafından verilen cevap kullanılarak, söz konusu maliyet sürprizi değişkeninin firmaların kendi satış fiyatında artış beklentisine etkisi analiz edilmiştir.

$$E_{i,t}[\text{Fiyat Artışı}] = \beta \cdot \text{Sürpriz}_{i,t} + \alpha_i + \gamma_{s,t} \quad (1)$$

Daha sonra, denklem (2) ve (3)'te gösterildiği üzere aynı maliyet sürprizi değişkeninin firmanın gelecek 12 ay sonu ÜFE ve TÜFE enflasyonu beklentilerindeki güncelleme miktarına etkisi incelenmiştir.

$$\Delta E_{i,t}[\pi^{\text{ÜFE}}] = \beta \cdot \text{Sürpriz}_{i,t} + \alpha_i + \gamma_{s,t} \quad (2)$$

$$\Delta E_{i,t}[\pi^{\text{TÜFE}}] = \beta \cdot \text{Sürpriz}_{i,t} + \alpha_i + \gamma_{s,t} \quad (3)$$

Yukarıdaki denklemlerde açıklayıcı değişken olarak yer alan $\text{Sürpriz}_{i,t}$, $t-3$ ve t arasındaki dönemde beklenmeyen yukarı yönlü maliyet sürprizine maruz kalan firmalar için 1, maliyet sürprizi yaşamayan firmalar için 0 değerini alan bir kukla değişkendir. Denklem (1)'deki $E_{i,t}[\text{Fiyat Artışı}]$ ise, i firmasının t anından itibaren üç aylık dönemde kendi satış fiyatını artırmayı beklediğini bildirmesi durumunda 1, aksi takdirde 0 değerini alan bir kukla değişken olup, denklem doğrusal olasılık modeli olarak tahmin edilmekte ve ilgili katsayı fiyat artışı beklentisi olasılığındaki değişimi ifade etmektedir. Diğer yandan, denklem (2) ve (3)'te yer alan $\Delta E_{i,t}[\pi]$ değişkeni i firmasının t döneminde $t-3$ dönemine kıyasla enflasyon beklentisindeki güncelleme miktarını göstermektedir. α_i firma sabit etkilerini, $\gamma_{s,t}$ ise sektör-dönem sabit etkilerini temsil etmektedir. Sektör-dönem sabit etkileri her firmanın kendisiyle aynı sektör ve aynı dönemdeki firmalarla kıyaslanmasına olanak sağlamaktadır. Böylelikle sektör-dönem düzeyindeki ortak maliyet ve talep şokları arındırılarak firma düzeyindeki beklenmedik maliyet sürprizlerinin etkisi tahmin edilebilmektedir.

Analiz, enflasyonun görece düşük ve istikrarlı seyrettiği 2007-2017 dönemi, enflasyonun görece yüksek ve oynak seyrettiği 2018-2023 dönemi ve dezenflasyon sürecinin yaşandığı 2024 ve sonrası için ayrı ayrı gerçekleştirilmiştir. Bulgular, beklenmeyen maliyet artışlarının firmaların fiyat artışı beklentisi olasılığını yükselttiği ve söz konusu ilişkinin incelenen bütün alt örneklemelerde anlamlılığını koruduğunu göstermektedir. Buna göre, yukarı yönlü maliyet sürprizine maruz kalan firmaların fiyat artışı bekleme ihtimali kontrol grubunda yer alan firmalara kıyasla ortalamada yüzde 19,2 puan daha yüksek olmaktadır. Aynı analiz, bağımlı değişken olarak firmaların enflasyon beklentilerindeki güncelleme miktarları kullanılarak tekrarlandığında, beklenmeyen maliyet artışlarının ÜFE ve TÜFE beklentileri üzerindeki etkisinin ilk iki dönemde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu; buna karşın son dönemde anlamlılığını yitirdiği görülmektedir (Tablo 1).

Tablo 1: Yukarı Yönlü Maliyet Sürprizinin Etkisi

	(1) 2007-2017	(2) 2018-2023	(3) 2024 ve Sonrası	(4) Tüm Örneklem
(1) Bağımlı Değişken: Gelecek 3 Aylık Satış Fiyatındaki Artış Beklentisi				
Sürpriz	0,154*** (0,005)	0,243*** (0,007)	0,198*** (0,013)	0,192*** (0,004)
Gözlem Sayısı	108.336	43.611	16.072	168.406
R-Kare	0,27	0,41	0,46	0,28
(2) Bağımlı Değişken: 12 Ay Sonrası ÜFE Beklentisinde 3 Ay Öncesine Göre Değişim				
Sürpriz	0,135*** (0,020)	1,043*** (0,218)	-0,444 (0,347)	0,317*** (0,059)
Gözlem Sayısı	93.828	38.004	14.145	146.326
R-Kare	0,17	0,29	0,19	0,25
(3) Bağımlı Değişken: 12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisinde 3 Ay Öncesine Göre Değişim				
Sürpriz	0,101*** (0,018)	0,616*** (0,178)	-0,076 (0,337)	0,253*** (0,056)
Gözlem Sayısı	76.353	37.311	13.978	128.004
R-Kare	0,13	0,28	0,19	0,24

Parantez içinde verilen standart hatalar, firma düzeyinde kümelenmiştir.

*, ** ve *** sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

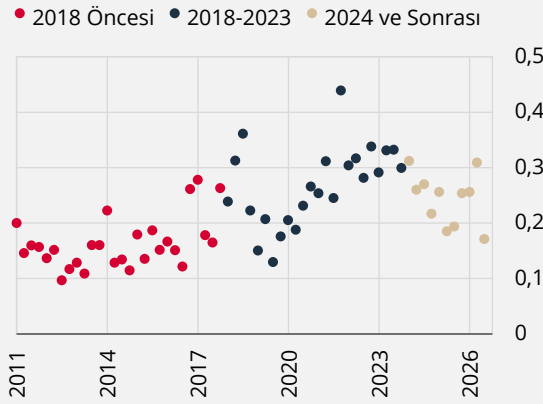
Ayrıca, maliyet şoklarının beklentilere yansımalarının zaman içindeki seyrini takip edebilmek amacıyla, yılın her çeyreği için ayrı katsayı tahmin edilmesine imkân veren aşağıdaki denklemler kullanılmıştır.

$$E_{i,t}[\text{Fiyat Artışı}] = \sum_{\tau} \beta_{\tau} \cdot (\text{Sürpriz}_{i,t} \times \mathbb{1}[q = \tau]) + \alpha_i + \gamma_{s,t} \quad (4)$$

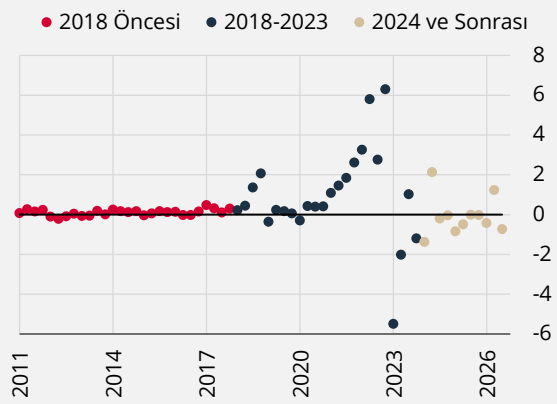
$$\Delta E_{i,t}[\pi] = \sum_{\tau} \beta_{\tau} \cdot (\text{Sürpriz}_{i,t} \times \mathbb{1}[q = \tau]) + \alpha_i + \gamma_{s,t} \quad (5)$$

Bu yapı altında β_{τ} katsayısı, yalnızca yılın τ çeyreğine ait gözlemler kullanılarak tahmin edilmekte ve o çeyrekte beklenmeyen maliyet artışının beklentilere yansımaları ölçmektedir. Bu bağlamda Grafik 1 ve Grafik 2, söz konusu katsayıların zaman içindeki seyrini sırasıyla satış fiyatında artış beklentisi ve ÜFE beklentisi için sunmaktadır. Grafik 1’de yer alan satış fiyatı beklentisi katsayıları örneklem boyunca pozitif bölgede seyretmekte ve son dönemde de anlamlılığını korumaktadır. Grafik 2’de gösterilen ÜFE beklentisi katsayıları ise 2018 öncesi dönemde istatistiksel olarak anlamlı olmakla birlikte, maliyet sürprizlerinin büyüklüğünün de sınırlı kalması nedeniyle görece küçük değerler almakta, 2018-2023 döneminde ise belirgin biçimde yükselmektedir. 2024 yılından itibaren ise katsayılar hızla gerilemekte ve sıfır çevresinde seyretilmenin yanı sıra istatistiksel anlamlılığını da yitirmektedir.

Grafik 1: Gelecek 3 Ay Satış Fiyatında Artış Beklentisine Etki (Etkileşim Teriminin Katsayısı)



Grafik 2: Gelecek 12 Ay Sonu ÜFE Enflasyon Beklentisine Etki* (Etkileşim Teriminin Katsayısı)



* Söz konusu tahmin gelecek 12 ay sonu TÜFE enflasyon beklentisi için de gerçekleştirildiğinde benzer sonuçlar elde edilmektedir.

Yukarıdaki iki grafiğin birlikte değerlendirilmesi, firmaların karşılaştıkları maliyet sürprizlerini kendi fiyatlama kararlarına yansıtmaya devam etmekle birlikte, son dönemde kendilerine özgü gelişmelerle ekonominin geneline ilişkin gelişmeleri daha güçlü biçimde ayırtılabildiklerini göstermektedir. Bu görünüm, firmaya özgü gelişmelerin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisinin son dönemde belirgin biçimde zayıfladığına işaret etmektedir. Satış fiyatı beklentisi tepkisinin son dönemde de güçlü kalması, enflasyon beklentilerindeki zayıflamanın yalnızca maliyet sürprizlerinin küçülmesi veya ekonomik önemini yitirmesiyle açıklanmasını güçleştirmektedir. Bu ayrışma, sıkı para politikası duruşu ve dezenflasyon iletişimiyle birlikte beklentilerin yeniden çıpılanması ve firma düzeyi maliyet gelişmelerinin makro enflasyon beklentilerine aktarımının zayıflamasıyla uyumludur.

Maliyet sürprizlerinin beklentilere yansımalarının firmanın karşı karşıya olduğu talep koşullarına bağlı olup olmadığı ise, İYA'da kayıtlı sipariş miktarına ilişkin soruya firma tarafından verilen yanıt kullanılarak incelenmiştir. Buna göre, bir firmanın $t-3$ döneminde o anda kayıtlı iç sipariş miktarının normalin altında olduğunu bildirmesi, firma düzeyinde zayıf talep koşulu olarak tanımlanmaktadır. Denklem (6), (7) ve (8)'de yer alan $ZayıfTalep_{i,t-3}$ değişkeni, $t-3$ döneminde zayıf talep koşullarına maruz kalan firmalar için 1, diğer firmalar için 0 değerini alan bir kukla değişkendir.

$$E_{i,t}[\text{Fiyat Artışı}] = \beta_1 \cdot \text{Sürpriz}_{i,t} + \beta_2 \cdot (\text{Sürpriz}_{i,t} \times \text{ZayıfTalep}_{i,t-3}) + \beta_3 \cdot \text{ZayıfTalep}_{i,t-3} + \alpha_i + \gamma_{s,t} \quad (6)$$

$$\Delta E_{i,t}[\pi^{\text{ÜFE}}] = \beta_1 \cdot \text{Sürpriz}_{i,t} + \beta_2 \cdot (\text{Sürpriz}_{i,t} \times \text{ZayıfTalep}_{i,t-3}) + \beta_3 \cdot \text{ZayıfTalep}_{i,t-3} + \alpha_i + \gamma_{s,t} \quad (7)$$

$$\Delta E_{i,t}[\pi^{\text{TÜFE}}] = \beta_1 \cdot \text{Sürpriz}_{i,t} + \beta_2 \cdot (\text{Sürpriz}_{i,t} \times \text{ZayıfTalep}_{i,t-3}) + \beta_3 \cdot \text{ZayıfTalep}_{i,t-3} + \alpha_i + \gamma_{s,t} \quad (8)$$

Bu çerçevede, yukarıdaki denklemlerde yer alan β_1 katsayısı, zayıf talep koşullarına maruz kalmayan firmalarda yukarı yönlü maliyet sürprizinin etkisini; β_2 katsayısı ise bu etkinin zayıf talep koşullarındaki firmalarda ne ölçüde farklılaştığını göstermektedir. Bulgular, tüm örneklem üzerinden incelendiğinde, üç bağımlı değişkenin tümünde β_2 katsayısının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır (Tablo 2). Diğer bir deyişle, firma düzeyinde zayıf talep koşulları maliyet sürprizlerinin hem firmanın kendi satış fiyatında artış beklentisi olasılığına hem de enflasyon beklentisine yansımaları önemli ölçüde sınırlandırmaktadır. Söz konusu bulgu, firmaya özgü maliyet gelişmelerinin firma düzeyinden ekonomi genelindeki beklentilere aktarılmasının talep koşullarıyla yakından ilişkili olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 2: Yukarı Yönlü Maliyet Sürprizinin ve Talep Koşullarının Etkisi

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2007-2017	2018-2023	2024 ve Sonrası	Tüm Örneklem
(6) Bağımlı Değişken: Gelecek 3 Aydaki Satış Fiyatındaki Artış Beklentisi				
Sürpriz	0,162*** (0,005)	0,251*** (0,008)	0,216*** (0,014)	0,201*** (0,005)
Sürpriz×Zayıf Talep	-0,037*** (0,007)	-0,038*** (0,013)	-0,085*** (0,025)	-0,046*** (0,007)
Gözlem Sayısı	108.336	43.611	16.072	168.406
R-Kare	0,27	0,41	0,46	0,28
(7) Bağımlı Değişken: 12 Ay Sonrası ÜFE Beklentisinde 3 Ay Öncesine Göre Değişim				
Sürpriz	0,140*** (0,021)	1,340*** (0,248)	-0,416 (0,405)	0,408*** (0,068)
Sürpriz×Zayıf Talep	-0,017 (0,043)	-1,388*** (0,392)	-0,152 (0,656)	-0,386*** (0,108)
Gözlem Sayısı	93.828	38.004	14.145	146.326
R-Kare	0,17	0,29	0,19	0,25
(8) Bağımlı Değişken: 12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisinde 3 Ay Öncesine Göre Değişim				
Sürpriz	0,095*** (0,020)	0,748*** (0,200)	-0,111 (0,377)	0,298*** (0,062)
Sürpriz×Zayıf Talep	0,035 (0,040)	-0,597** (0,303)	0,140 (0,696)	-0,197* (0,109)
Gözlem Sayısı	76.353	37.311	13.978	128.004
R-Kare	0,13	0,28	0,19	0,24

Parantez içinde verilen standart hatalar, firma düzeyinde kümelenmiştir.

*, ** ve *** sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, bulgular firmaya özgü maliyet sürprizlerinin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisinin sabit olmadığına; makroekonomik koşullar ve talep görünümüne göre farklılaşarak duruma bağlılık gösterdiğine işaret etmektedir. Söz konusu sürprizlerin ÜFE ve TÜFE enflasyonu beklentilerindeki güncellemeler üzerindeki etkisi 2018 öncesinde ve 2018-2023 döneminde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı iken, 2024 ve sonrası dönemde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Buna karşılık, firmaların kendi satış fiyatı beklentileri yukarı yönlü maliyet sürprizlerine bütün alt dönemlerde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı tepki vermektedir. Ayrıca, zayıf talep koşullarına maruz kalan firmalarda maliyet sürprizlerinin hem satış fiyatı hem de enflasyon beklentilerine aktarımı belirgin bir şekilde daha sınırlıdır.

Bu ayrışma, son dönemde maliyet gelişmelerine karşı genel bir duyarsızlaşmadan ziyade, firma düzeyi maliyet şoklarının enflasyon beklentilerine daha az yansıtıldığını göstermektedir. Bu görünüm, sıkı para politikası duruşu ve dezenflasyon sürecinin beklentilerin yeniden çıpalanmasına katkı sağladığına işaret etmektedir. Zayıf talep koşullarının, maliyet artışlarından beklentilere olan aktarımı sınırlaması ise talep dengelenmesinin dezenflasyon sürecini destekleyen ilave bir kanalının daha olduğunu göstermektedir.

Kaynakça

Andrade, P., Coibion, O., Gautier, E. ve Gorodnichenko, Y. (2022). No firm is an island? How industry conditions shape firms' expectations. *Journal of Monetary Economics*, 125, 40-56.

Coibion, O., Gorodnichenko, Y. ve Kumar, S. (2018). How do firms form their expectations? New survey evidence. *American Economic Review*, 108(9), 2671-2713.