

## 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	61,5
(Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	(51,2)
B Endeksi Enflasyonu	67,2
(Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	(57,8)

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

#### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

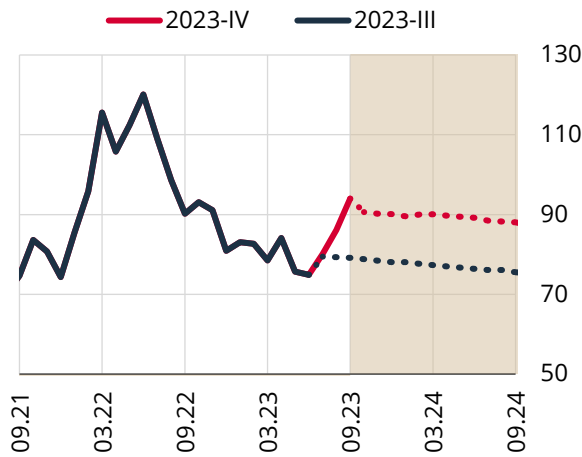
***Küresel iktisadi faaliyet mevcut Enflasyon Raporu döneminde ivme kaybetmekle birlikte büyümenin 2023 yılında yavaşlayarak da olsa devam edeceğine ilişkin beklentiler korunmuştur.*** Küresel imalat sanayi görünümündeki zayıf seyre hizmetler sektörünün de eşlik etmeye başlamasıyla küresel iktisadi faaliyet 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).

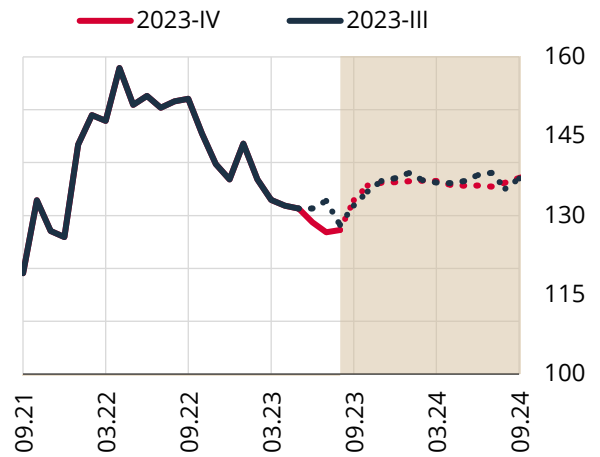
**Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (ABD Doları/Varil)



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)

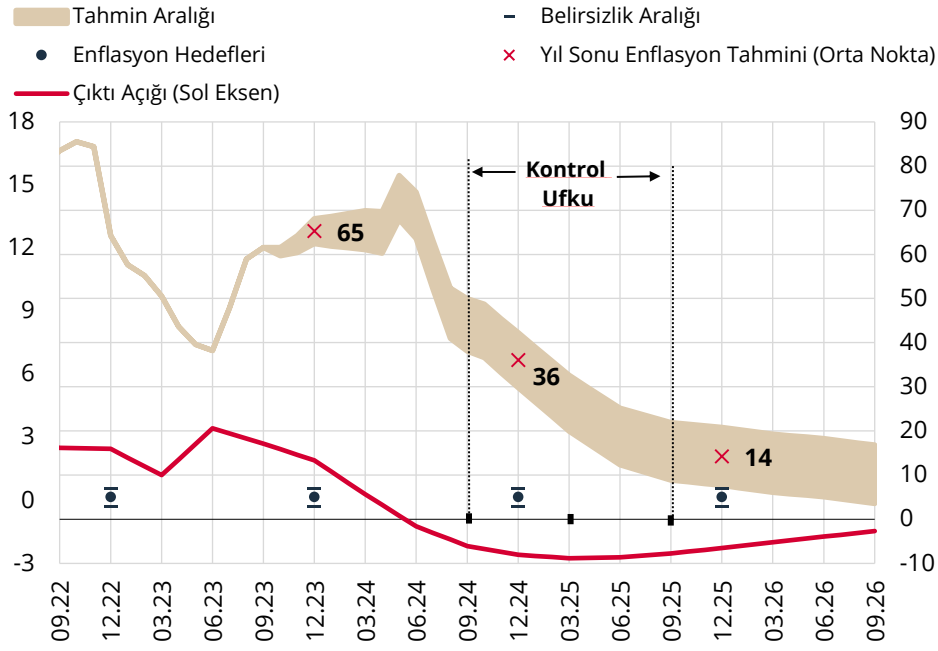
\* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki değerleri göstermektedir.

## 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
<b>2023-III Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	7	3
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)</b>		
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 m<sup>3</sup> 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"> <li>OPEC+ ülkelerinin kapasite altında üretimi sürdürmeleri ve ilave üretim kesintileri petrol fiyatları üzerindeki arz yönlü baskıları canlı tutmaktadır.</li> <li>Son dönemdeki jeopolitik gelişmelerin daha geniş bir alanı etkilemesi durumunda enerji fiyatı üzerinde hem arz hem talep yönlü yukarı yönlü risk oluşacaktır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>OPEC+ kararları</li> <li>Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler</li> <li>Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar</li> </ul>
Küresel finansal piyasalar ve makroekonomik görünüme dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sıkı para politikası izleyen gelişmiş ülke merkez bankalarında iyileşen çekirdek enflasyon ve ana eğilimlerine rağmen enflasyon oranları hedeflenen enflasyonun üzerinde seyretmektedir. Bu durumun sürmesi ithal edilen ürünler vasıtasıyla yurt içi enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.</li> <li>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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Küresel enflasyon oranları</li> <li>Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikası tepkisi</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi</li> <li>Küresel ticaret hacmi ve enflasyon gelişmeleri</li> <li>İthalat ve emtia fiyatları</li> </ul>

İktisadi faaliyet ve jeopolitik riskler	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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.</li> <li>• Yurt içi talepteki dengelenmenin tahmin edilenden hızlı olması ise enflasyon üzerinde aşağı yönlü riskleri oluşturabilecektir.</li> <li>• 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• İhracat, ithalat ve cari denge göstergeleri</li> <li>• Petrol fiyatları</li> </ul>
Orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seyri	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüksek seviyeleri fiyat belirleme davranışlarına ilişkin yukarı yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>• Enflasyon beklentilerinde geçmişe endeksleme davranışına dair göstergeler</li> <li>• Enflasyon beklentilerinin dağılımı</li> <li>• Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>• Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> </ul>
Enflasyonun ana eğilimi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vergi, yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ile genel ve asgari ücret ayarlamaları maliyet yönlü baskıları artırmakta ve fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaktadır.</li> <li>• Benzer şokların devam etmesi durumunda bu durum enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vergi ayarlamaları</li> <li>• Dolaylı vergilerin toplam vergiler içindeki ağırlığının artması</li> <li>• Yönetilen yönlendirilen fiyatlar</li> <li>• Asgari ücret ayarlamaları</li> <li>• Reel birim işgücü maliyetleri</li> <li>• Özel sektör ücret belirlenme süreci</li> <li>• Reel kazanç endeksleri</li> </ul>



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

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

## Kutu 3.1

### 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.

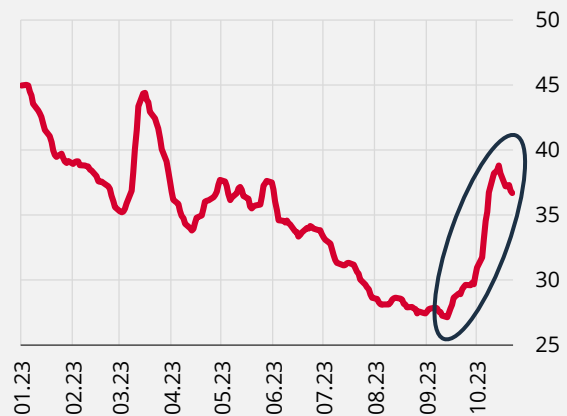
Bu çerçevede, 2023 yılında OPEC+'ya üye ülkelerin almış olduğu üretimi kısma kararları sonucu oluşan arz koşullarında sıkışma ve jeopolitik risklerin yükselmesi petrol fiyatlarında oynak bir seyre yol açmaktadır. 2023 ocak ayında varil başına 83 ABD doları civarında işlem gören Brent petrolün fiyatı 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
<b>EIA</b>	84,1	94,9
<b>Consensus</b>	84,0	87,8
<b>ECB</b>	82,7	81,8
<b>IMF</b>	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 gözletilmektedir. 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

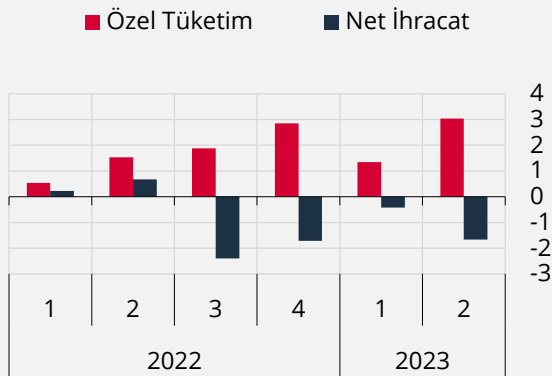
### İç Talepte Dengelenme ve Parasal Aktarım Mekanizması

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 bulunan 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.

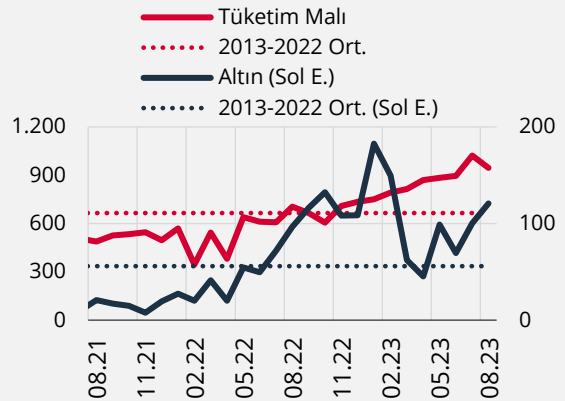
Aşırı ve yüksek iç talep, fiyatlar üzerindeki doğrudan etkisinin yanında, hem üretim maliyetlerinin fiyatlara geçişini kolaylaştırarak ilave enflasyon yaratmış, hem de talebin yurt dışı mallara kaymasıyla ithalatı artırarak cari açık, merkez bankası rezervleri ve kur beklentileri üzerinde olumsuz etkiler 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\*)



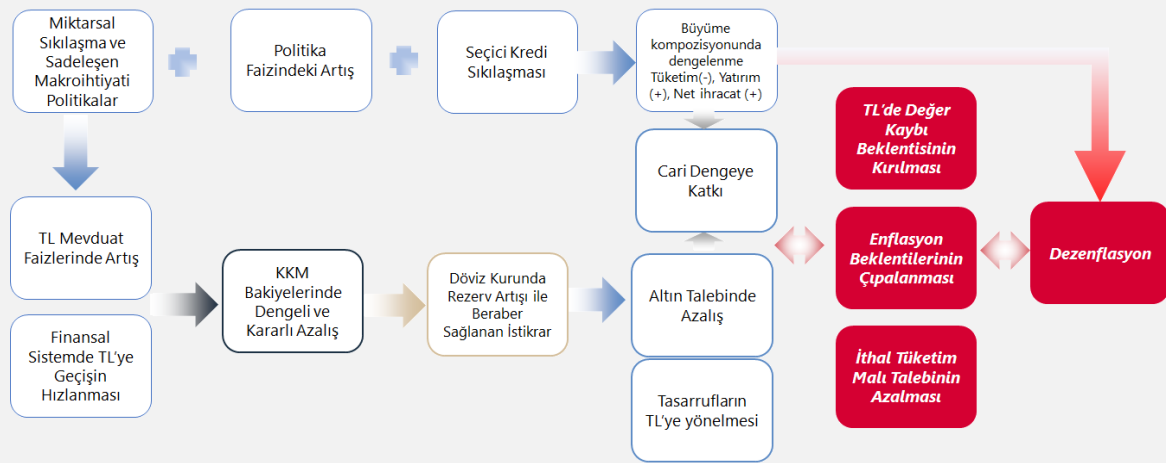
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* 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 para 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 ulaşılacağı değerlendirilmektedir.

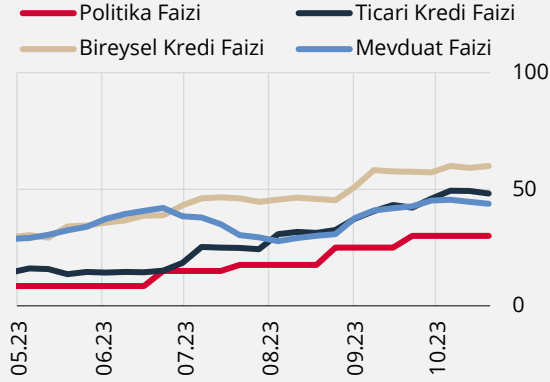
Talep ve beklentiler kanallarının yanı sıra parasal sıkılaştırma ve sadeleşerek asli amacına giderek daha çok yaklaşılan makroihtiyati politikalar, Türk lirası cinsi finansal varlıklara olan talebi artırarak parasal aktarımı güçlendirecektir. Türk lirası cinsi finansal varlıklara talebin artmasıyla birlikte, 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\*

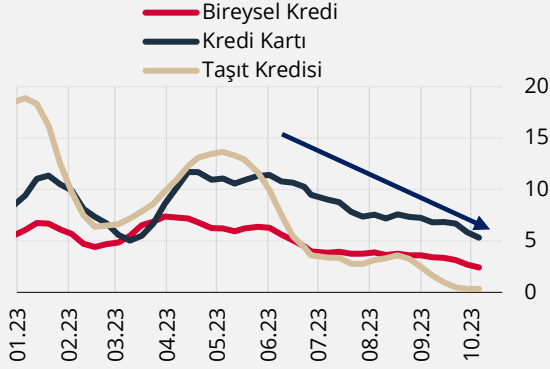


\* Sadece kutuda öne çıkan aktarım kanallarını içerecek şekilde basitleştirilmiştir.

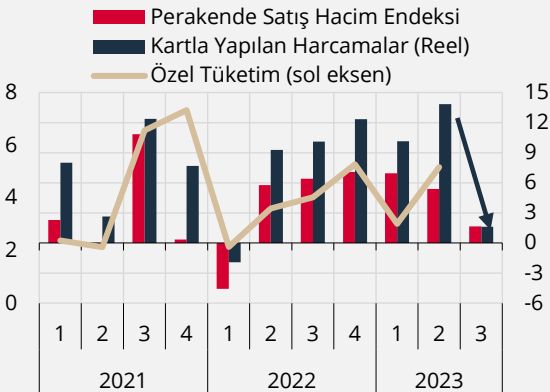
Haziran ayından itibaren kararlılıkla uygulanan parasal sıkılaştırma; talebi, tasarruf ve fiyatlama davranışlarını birkaç çeyrek boyunca birikimli olarak etkileyecektir. Bu bakımdan, parasal sıkılaştırmanın yukarıda tartışılan etkileri, diğer ekonomik gelişmelere de koşullu olarak, tedricen devreye girecektir. 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 5: Bireysel Kredi Büyümesi (4 Haftalık Büyümlerin 4-Haftalık Ortalaması, %)**

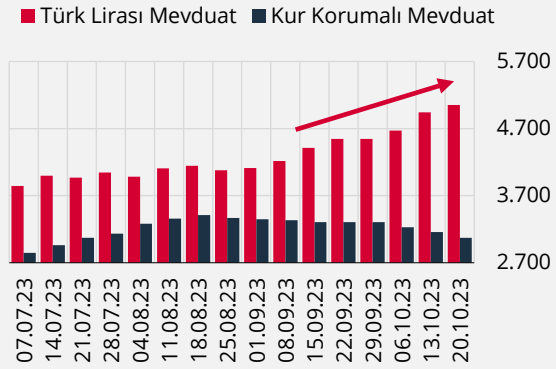
Kaynak: TCMB.

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

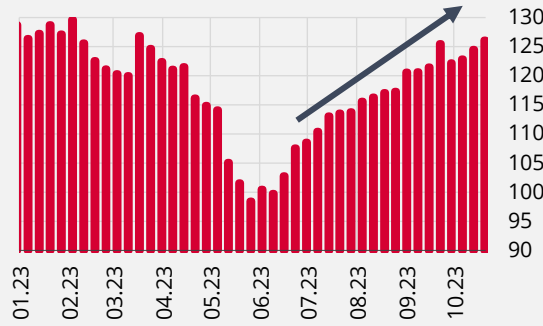
Kaynak: BKM, TCMB, TÜİK.

**Kaynakça**

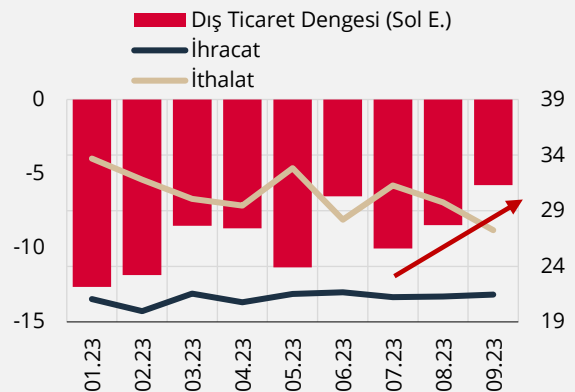
TCMB (2013) Parasal Aktarım Mekanizması <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Kitap%2C+Kitapciklar+ve+Brosur/>.

**Grafik 4: Mevduat Hesapları (Milyar Türk Lirası)**

Kaynak: TCMB.

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

Kaynak: TCMB.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.