

ENFLASYON RAPORU

2024-I

8 Şubat 2024



İçindekiler

1. Genel Değerlendirme	1
1.1 Para Politikası Kararları.....	3
2. Ekonomik Görünüm	9
2.1 Küresel Ekonomi.....	9
2.2 Finansal Koşullar.....	14
2.3 İktisadi Faaliyet.....	21
2.4 Enflasyon.....	30
3. Orta Vadeli Öngörüler	61
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar.....	61
3.2 Orta Vadeli Görünüm.....	63
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları.....	66
Kutular	
Kutu 1.1 Miktersal Sıkılaştırma Adımları Üzerine Bir Değerlendirme.....	6
Kutu 2.1 İç Talepte Dengelenme Süreci.....	44
Kutu 2.2 Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular.....	48
Kutu 2.3 Dezenflasyon Patikasına Yakından Bir Bakış.....	52
Kutu 2.4 Konut Piyasasında Genel Görünüm.....	56
Kutu 3.1 Çıktı Açığı.....	70
Kutu 3.2 Parasal Aktarım Mekanizması ve Dezenflasyon Sürecinin Anahtar Göstergeleri.....	75
Kutu 3.3 Tüketici Enflasyon Beklentileri.....	78

1.Genel Değerlendirme

Tüketici enflasyonu 2023 yıl sonunda yüzde 64,8 olarak gerçekleşmiş ve yılı bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının orta noktası ile uyumlu bir seviyede tamamlamıştır. Ocak ayında enflasyonun öngörülerle uyumlu bir şekilde gerçekleşmesiyle söz konusu görünüm korunmuştur. Enflasyonun ana eğiliminde eylül ayında başlayan yavaşlama Rapor döneminde devam ettikten sonra ocak ayında geçici bir artış izlenmiştir. Yıl ortasında gerçekleşen makroekonomik şokların etkisi yılın son çeyreğinde azalırken döviz kuru görece istikrarlı bir seyir izlemiştir. Emtia fiyatları enerji grubu öncülüğünde gerilemiş, küresel arz koşulları, jeopolitik sorunların belirginleştiği ocak ayı öncesinde, dördüncü çeyrek boyunca tarihsel eğilimlerinde seyretmiştir. Parasal sıkılaştırma sürecinin finansal koşullar ve iç talep üzerindeki etkileri enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarına olumlu yansımıştır. Enflasyon beklentileri gerilemiş, aynı zamanda beklenti dağılımında merkezi eğilim etrafındaki uzlaşma güçlenmiştir. Bu görünüm altında, firmaların fiyatlama davranışlarında da sınırlı bir iyileşme başlamış, takip edilen ürün gruplarında fiyat değişim sıklığı azalırken, başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere temel malların yayılım endeksinde gerileme gözlenmiştir. Toplam talep koşulları öngörüldüğü patikada zayıflamaya devam etmekle birlikte halen enflasyonu destekleyici seviyelerde bulunmaktadır. Yılın son çeyreğinde, mevsimsel koşullara paralel olarak bedelsiz doğal gaz kullanım sınırının aşılmasıyla, tüketici doğal gaz tarifelerinde değişiklik yapılmamasına rağmen, endekse yansıyan fiyatlar daha önce öngörüldüğü şekilde yükselmiştir. Hizmetler sektöründe baskın olan, zamana bağlı fiyatlama ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışı ile yüksek ücret duyarlılığı, yılın son çeyreğinde grup enflasyonunun ataletini korumasına neden olmuştur. Bu gelişmelerin ardından, ocak ayında asgari ücret, vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyat düzenlemeleri ile zamana bağlı fiyatlama davranışı sergileyen hizmetler sektörü kalemlerindeki gelişmeleri takiben aylık fiyat artışı geçici etkilerle güçlenmiştir.

Aylık enflasyonun ana eğilimine dair göstergeler son çeyrekte bir önceki Enflasyon Raporu'nda tahmin edilenden daha hızlı gerilemiş, ocak ayında ise beklendiği üzere yükselmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde önemli ölçüde artış kaydeden çekirdek göstergelerinin mevsimsellikten arındırılmış aylık artışları, son çeyrekte 2023 yılı ilk yarısında gerçekleşen eğilimin altına gerilemiştir. Medyan enflasyon ve SATRIM gibi alternatif istatistikî göstergeler ile takip edilen model bazlı göstergeler aylık enflasyonun ana eğiliminin son çeyrekte belirgin şekilde yavaşladığını teyit etmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış çekirdek enflasyonların üç aylık ortalamaları, bir önceki Enflasyon Raporu'nda tahmin edilenden daha olumlu bir enflasyon eğilimine işaret etmiştir. Özetle, enflasyonun ana eğilimi, parasal sıkılaştırmanın etkilerini göstermeye başlaması ve üçüncü çeyrekte yoğunlaşan maliyet yönlü baskıların fiyatlara büyük ölçüde yansımış olması nedeni ile yılın son çeyreğinde önemli ölçüde yavaşlamıştır. Temel mal fiyatları söz konusu dönemde çekirdek enflasyon göstergelerindeki yavaşlamayı sürükleyen ana unsur olmuştur. Enflasyonun ana eğilimindeki yavaşlama, ücret ayarlamaları ve zamana bağlı fiyat belirleme eğilimi yüksek kalemlerin etkisi ile ocak ayında kesintiye uğramıştır. Şubat ayı ve sonrasında ana eğilimdeki yavaşlamanın yeniden hâkim olacağı ve yılın ilk yarısında ana eğilimin 2023 yılı son çeyreğindeki değerlere yakınsayacağı tahmin edilmektedir.

Enflasyonun 2024 yılı sonunda yüzde 36 olarak gerçekleşeceği, 2025 yılı sonunda ise yüzde 14 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir. 2023 yılı tüketici enflasyonu yüzde 64,8 ile bir önceki Rapor döneminde yüzde 65 olan tahminimize yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir. Tahminler oluşturulurken, TCMB'nin ara hedeflere bağlılığını yansıtan sıkı parasal duruşunun parasal aktarım kanallarıyla fiyatlama davranışları üzerindeki etkisi esas alınmış, bu parasal duruş altında bir önceki yıl sonu tahminleri korunmuştur. Tahminlerin korunmasında birbirini dengeleyen unsurlar etkili olmuştur. 2024 yıl sonu enflasyon tahmini, ana eğilim, petrol ve ithalat fiyatları gelişmelerinden olumlu etkilenmiştir. Diğer taraftan, ücret artışlarının tahmin edilenden fazla gerçekleşmesi ve depreme ilişkin kamu harcamaları nedeniyle, talebin dengelenme sürecinin bir önceki Rapor'da öngörülen seviyeye bir çeyrek kadar daha geç ulaşarak devam edeceği, birim işgücü maliyetinin de daha yüksek olacağı tahmin edilmektedir. Tahminler üzerinde başta petrol olmak üzere emtia fiyatları ve oynaklığı görece yüksek olan gıda fiyatları belirsizlik oluşturmaya devam etmektedir.

Manşet enflasyonun, 2024'ün ilk yarısı boyunca yükseleceği, 2024 yılı ikinci yarısından itibaren ise istikrarlı olarak gerileyeceği öngörülmektedir. Politika faizindeki artışın yanı sıra, miktarsal sıkılaştırma ve seçici kredi politikaları ile makroihtiyati çerçevede sadeleşme adımları parasal aktarımın güçlenmesini sağlayarak finansal koşullara yansımaktadır. Tüketici kredi büyümesi hızının kredi kartları hariç gerilemesi ve Türk lirası tasarruf araçlarına olan talebin artmasıyla iç talepteki dengelenme devam etmektedir. Ancak, ücretler politikası ve depreme ilişkin kamu harcamalarının talebe destek vermesiyle birlikte, dengelenmenin bir önceki Rapor'da öngörülen seviyeye bir çeyrek kadar daha geç ulaşacağı değerlendirilmektedir. Orta

vadeli tahminlerde, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği, miktarsal sıkılaştırma ile kredi arzında ve mevduat faizlerindeki oynaklıkları azaltacak makroihtiyati politikaların parasal aktarımı güçlendireceği ve enflasyon görünümünde bozulma olması halinde parasal sıkılık düzeyinin güncelleneceği bir görünüm esas alınmıştır. Bu sıkı para politikası duruşunun, bir önceki Rapor dönemine göre daha gecikmeli de olsa iç talepte dengelenme ve cari dengedeki kademeli iyileşme sürecini belirginleştireceği değerlendirilmektedir. Ayrıca parasal sıkılaştırmanın kararlı ve istikrarlı şekilde sürdürülmesiyle birlikte, aylık enflasyon yavaşlarken enflasyon gerçekleştirmelerine hassasiyeti yüksek olan enflasyon beklentilerinde iyileşme sağlanacağı ve bunun ana eğilime olumlu yansıtacağı öngörülmektedir.

2023 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet çeyreklik bazda sınırlı büyüme sergileyerek, parasal sıkılaştırmanın yansımalarıyla yurt içi talepteki dengelenmenin başladığına işaret etmiştir. Üçüncü çeyrekte GSYİH, yıllık bazda yüzde 5,9 oranında artarken çeyreklik bazda büyüme yavaşlamış ve yüzde 0,3 oranında gerçekleşmiştir. Harcamalar yönünden bakıldığında, nihai yurt içi talep özel tüketimdeki daralmayla birlikte yavaşlayarak çeyreklik bazda yataya yakın seyrederken net ihracat dört çeyreğin ardından ilk defa çeyreklik büyümeye pozitif katkı vermiştir. Üretim yönünden ise sanayi katma değeri çeyreklik bazda büyümenin temel belirleyicisi olmuştur.

2023 yılının son çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi talepte yıllık bazda yavaşlamaya işaret etmektedir. Perakende satış hacim endeksi, kasım ayı itibarıyla dördüncü çeyrekte yıllık bazda artışını sürdürmekle birlikte artış hızı yavaşlamış, çeyreklik bazda ise sınırlı düşüş kaydetmiştir. Kartla yapılan harcamalar, fiyat indirimi kampanyalarının yoğunlaştığı dördüncü çeyrekte tüketim talebindeki artışın çeyreklik bazda devam ettiğine, yıllık bazda ise artış hızının yavaşladığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, ocak ayındaki ücret güncellemelerinin talebin dirençli seyretmesine katkı verdiği değerlendirilmektedir. Nitekim, ocak ayı iktisadi yönelim anketi verileri kayıtlı iç piyasa siparişlerinin yeniden artış kaydettiğine işaret etmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak sanayi üretimi kasım ayı itibarıyla dördüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 1,3 oranında azalmıştır. Benzer şekilde, söz konusu dönemde istihdam artışı sınırlı oranda gerçekleşmiştir. Kasım ayı itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam çeyreklik bazda yüzde 0,3 oranında (80 bin kişi) artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılım oranı ise 0,2 puan azalarak yüzde 53,0 düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylelikle, işsizlik oranı yılın dördüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla 0,4 puan azalarak yüzde 8,8 olmuştur. Yüksek frekanslı veriler ocak ayı itibarıyla işgücü piyasasında talebin bir miktar güç kaybettiğine işaret etmektedir.

Hizmetler dengesindeki güçlü seyir ve dış ticaret açığındaki gerileme ile birlikte cari işlemler açığı 2023 yılının son çeyreğinde düşmüştür. Birincil gelir dengesindeki bozulmaya karşın dış ticaret açığının azalması ve hizmetler dengesinin güçlü katkısıyla, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari açık son çeyrekte azalmaktadır. Diğer taraftan, sıkı para politikasının uygulandığı yılın ikinci yarısında cari işlemler açığının üzerinde gerçekleşen net sermaye girişi sonucu rezervlerde artış gözlenmiştir. Kasım ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış seyahat gelir dengesindeki fazlanın yüksek seviyesini sürdürmesi ve taşımacılık gelir dengesinin yatay bir seyir izlemesiyle hizmetler dengesi fazlası 2023 yılının son çeyreğinde yüksek seviyesini korumuştur. İlgili çeyrekte, ithalatın sınırlı azalması ve ihracatın artmasıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığı düşmüştür. Alınan tedbirlerin ve uygulanan sıkı para politikasının etkisiyle işlenmemiş altın ithalatının azaldığı, ihracatının ise arttığı gözlenmiştir. İşlenmemiş altın ithalatındaki düşüşün katkısıyla ithalat miktarı son çeyrekte azalış kaydederken ihracat miktarı artmış ve dış ticaret haddindeki gerilemeye rağmen dış ticaret dengesinin iyileştiği izlenmiştir.

Küresel manşet enflasyondaki düşüş eğilimi enerji fiyatlarının da katkısıyla yılın son çeyreğinde hızlanırken çekirdek enflasyonda da gerileme sürmüştür. Bu doğrultuda, gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkılaştırma süreçlerini büyük ölçüde tamamladıkları gözlenmektedir. Gelişmiş ülkelerde, sıkılaştırma küresel finansal koşulların etkisiyle, çekirdek enflasyon daha önce önemli oranda katılık gösterdiği yüzde 4-5 aralığından yüzde 3,5-4 bandına gerilerken gelişmekte olan ülkeler genelinde de bir önceki Rapor dönemine göre düşmüştür. Çekirdek enflasyondaki düşüşle birlikte, gelişmiş ülke merkez bankaları politika faizlerinin mevcut seviyesini enflasyon hedefleri için yeterli gördükleri yönünde iletişimlerini güncellerken faiz indirimlerinin ne zaman başlayacağı ve indirim hızı önem kazanmıştır. Diğer taraftan, enflasyon görünümündeki iyileşmenin devamı ile beraber gelişmekte olan ülkelerde faiz indirim süreçleri devam etmektedir. Bununla birlikte, gerek enflasyonun hedeflerin üzerinde seyretmesi gerekse işgücü piyasası kaynaklı enflasyonist risklerin canlılığını koruması nedeniyle, merkez bankalarının indirim süreçlerini enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürecekleri ve küresel ölçekte parasal sıkılığın korunacağı değerlendirilmektedir.

Rapor döneminde küresel risk iştahı yükselirken parasal sıkılaştırma süreci, Türkiye'nin finansal göstergelerinin benzer ülkelerden pozitif ayrışmasını desteklemiştir. Küresel finansal koşullar için en sıkı dönemin geride kaldığının fiyatlanmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahı toparlanma kaydetmiştir. Bu görünüm altında gelişmekte olan ülkelerde risk primi göstergeleri gerilerken 325 baz puan düzeyine gelen Türkiye CDS priminde gerileme benzer ülkelere kıyasla daha yüksek olmuştur. Türk lirasının kur oynaklığı ise uzun vadelerde daha belirgin olmak üzere düşüş eğilimini sürdürmüştür, bir ay vadeli ima edilen kur oynaklığı yüzde 7, 12 ay vadeli oynaklık ise yüzde 21 seviyesinin altına gerilemiştir. TCMB brüt uluslararası rezervleri, atılan parasal sıkılaştırma ve sadeleşme adımlarının etkileri ile artış eğilimini sürdürerek 26 Ocak itibarıyla 137,2 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde DİBS getirileri kısa vadelerde politika faizindeki artışla uyumlu bir şekilde artarken orta ve uzun vadelerde ise gerilemiştir.

Para politikası kararları sonucunda finansal koşullar sıkılaştırmıştır. Türk lirası mevduat payının artırılmasına yönelik düzenlemeler ile parasal sıkılaştırma sürecini destekleyen miktarsal sıkılaştırma kararları ve makroihtiyati çerçeveyi sadeleştirme yönünde atılan adımlar, aktarım mekanizmasını güçlendirmeye ve bankacılık sisteminin fonlama kompozisyonunu iyileştirmeye devam etmektedir. Para politikasının kredi piyasası üzerinde sıkılaştırıcı yöndeki etkileri sonucunda ticari kredi büyümesinin istikrar kazandığı gözlenirken, cari dengeyi iyileştirecek stratejik yatırımlar desteklenmeye devam edilmektedir. Toplam kredilerin kur etkisinden arındırılmış yıllık büyümesi dördüncü çeyrekte 3,7 yüzde puan azalarak yüzde 34,4 olmuştur. Tüketici kredilerinde yıllık büyüme oranı yüzde 39,7'ye gerilemiştir. Talebi canlandırmaya yönelik kampanyaların yansıdığı kredi kartları ise daha dirençli bir görünüm sergilemiş, diğer taraftan yıllık büyüme oranı yılın son çeyreğinde gerilemeye devam etmiştir. Ücret artışlarının aralık ayı sonu ve ocak ayında canlı tuttuğu gözlenen bireysel kredi büyümesinde dengelenme süreci yakından takip edilmektedir. Mevcut Rapor döneminde Türk lirasına olan talebin artışı parasal aktarımı desteklemiştir. Mevduat faizlerinde tüm vadelerde ortalama 6,28 yüzde puanlık bir yükseliş olmuş, kur korumalı mevduat hesaplarından çıkış hızlanırken, Türk lirası mevduatın payı bir önceki Rapordan sonra 5,39 yüzde puan artarak yüzde 42,9 olmuştur.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, yüksek enflasyonun kontrol altına alınarak dezenflasyonun en kısa sürede tesisi için haziran ayında başlattığı parasal sıkılaştırma sürecini güçlendirmeye devam etmiştir. TCMB, yurt içi talep, hizmet fiyatlarındaki katılık ve jeopolitik riskler nedeniyle enflasyon baskılarının canlı olduğunu belirterek politika faizini kasım-ocak döneminde yüzde 35'ten yüzde 45 düzeyine yükseltmiştir. Bununla birlikte, parasal sıkılaştırmanın finansal koşullara yansımaya başladığını ve yurt içi talepteki dengelenmenin öngörülen şekilde seyrettiğini değerlendirmiştir. Öte yandan, dış finansman koşullarının, cari dengenin ve Türk lirası varlıklara talebin döviz kurunun istikrarına ve para politikasının etkinliğine katkıda bulunduğunu belirtmiştir. Ayrıca, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarında iyileşmenin başladığına dikkat çekmiş ve aylık enflasyonun ana eğiliminde düşüş gözlemlendiği tespitinde bulunmuştur.

TCMB, kasım ayında başlattığı sözlü yönlendirme ile uyumlu bir şekilde aralık ayında parasal sıkılaştırmanın hızını yavaşlatmış, ocak ayında ise dezenflasyonun tesisi için gereken parasal sıklık düzeyine ulaşıldığını değerlendirmiştir. TCMB, kasım ayında politika faizini yüzde 35'ten yüzde 40 düzeyine çıkarmış ve sonraki aylarda faiz artırımı sürecini yavaşlatacağı yönünde sözlü yönlendirmede bulunmuştur. Aralık ayında ise parasal sıkılaştırma adımlarının en kısa zamanda tamamlanacağı öngörüsünü kamuoyu ile paylaşan TCMB, politika faizini yüzde 42,5 düzeyine yükselterek parasal sıkılaştırmanın hızını yavaşlatmıştır. Ocak ayında 250 baz puanlık ilave bir artış ile politika faizini yüzde 45 düzeyine çıkaran TCMB, dezenflasyonun tesisi için gerekli parasal sıklık düzeyine ulaşıldığı değerlendirilmesinde bulunmuştur. Bununla birlikte, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerini de göz önünde bulundurularak ulaşılan parasal sıklık düzeyinin gerektiği müddetçe sürdürüleceğini değerlendirmiştir. Ayrıca, politika faizinin mevcut seviyesinin aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar korunacağı vurgulanmıştır. Enflasyon görünümü üzerinde belirgin ve kalıcı riskler oluşması durumunda ise parasal sıklık düzeyinin gözden geçirileceği belirtilmiştir.

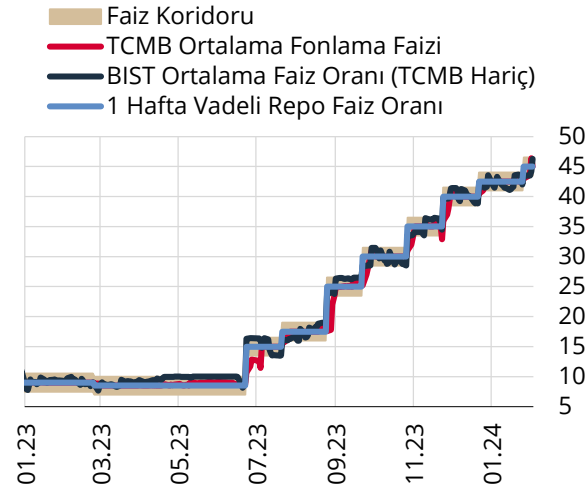
TCMB, parasal sıkılaştırmayı desteklemek amacıyla Türk lirası likidite fazlasının giderilmesine yönelik miktarsal sıkılaştırma kararları almaya devam etmektedir. Bu kararlarla, temel politika aracı olan politika faizi, parasal, finansal koşullar ve beklentileri etkilerken Türk lirası likiditesindeki aşırılikler dengelenmiş ve para politikasının etkinliğinin artmasına katkıda bulunulmuştur. Buna ilaveten TCMB, miktarsal sıkılaştırma kapsamında, parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi ve kullanılan sterilizasyon araçlarının

çeşitliliğini artırmak amacıyla 22 Aralık 2023 tarihinden itibaren Türk lirası depo alım ihaleleri düzenlenmesine karar vermiştir. Bu tarihten itibaren düzenlenen depo alım ihalelerinde tutarlar likidite projeksiyonlarına göre ayarlanmakta olup, Türk lirası fazla likidite bir hafta vadeli ihaleler kanalıyla sterilize edilmektedir. Öte yandan TCMB, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerinin stratejik yatırımlar ve ihracat potansiyeli üzerindeki etkilerini hafifletmek amacıyla uygulamakta olduğu kredi programlarını güçlendirmeye yönelik düzenlemeler yapmaya devam etmiştir. Bunun yanı sıra, parasal sıkılaştırma eşliğinde Türk lirası mevduat payının artırılmasına yönelik düzenlemelerle aktarım mekanizması güçlendirilmiş ve bankacılık sisteminin fonlama kompozisyonu iyileştirilmiştir.

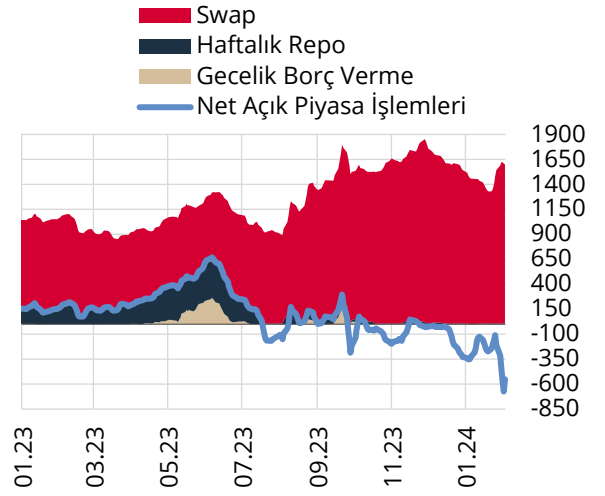
Mevcut mikro ve makroihtiyati çerçevede, piyasa mekanizmalarının işlevselliğini artıracak ve makro finansal istikrarı güçlendirecek şekilde sadeleştirilmeye devam edilmektedir. TCMB, yabancı para yükümlülükler üzerinden menkul kıymet tesisinin kademeli olarak azaltılmasına devam etmektedir. Bu çerçevede yabancı para yükümlülükler için yüzde 5 olarak uygulanan menkul kıymet tesis oranı yüzde 4'e indirilmiştir. Ayrıca, 2023 yılı sonunda sona eren kredi büyümesine göre menkul kıymet tesisine ilişkin geçici uygulamanın ve deprem bölgesine kullanılan kredilerin menkul kıymet tesis uygulamasından muafiyetine yönelik hususların Haziran 2024'e kadar uzatılmasına karar verilmiştir. Sadeleştirme süreciyle uyumlu olarak TCMB, kredi arzında ve mevduat faizinde gözlenebilecek oynaklıklara karşın, makroihtiyati kararlarla parasal aktarım mekanizmasını desteklemektedir. Bu çerçevede, parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi, Türk lirası mevduat payının artırılması ve kur korumalı mevduattan Türk lirası mevduata geçişin desteklenmesi amacıyla, belirlenen koşulları sağlayan mevduat bankalarının 1 aydan uzun vadeli Türk lirası mevduat ve kur korumalı mevduat hesapları için tesis edilen zorunlu karşılıklarına üç ayda bir faiz uygulanmasına karar verilmiştir.

TCMB, seçici kredi politikalarını, makro finansal dengeyi de gözetenek hem krediye erişim hem de finansman maliyetlerini içerecek şekilde uygulamaktadır. TCMB, fiyat istikrarının sürekliliğini sağlamak hedefiyle, cari dengeyi iyileştirecek teknolojik dönüşümü, arz sürekliliğine katkı sağlayacak stratejik yatırımları ve ihracatı desteklemeye devam etmektedir. Uzun vadeli ve düşük maliyetli kaynakların makro finansal istikrarı destekleyecek alanlarda kullanılmasını hedefleyen Yatırım Taahhütlü Avans Kredisi (YTAK) programının, fiyat istikrarına katkının ve yatırımların teknolojik katma değeri ile stratejik niteliğinin öne çıkarıldığı yenilenen yapısıyla uygulanmasına devam edilmektedir. Bu çerçevede, firmaların toplam yatırım tutarı en az 1 milyar Türk lirası olan yatırım projeleri için alacakları Teknoloji/Strateji puanı (TSP) dikkate alınarak, aracı bankalar kanalıyla YTAK tahsis edilmesine, azami 10 yıl vadeli olarak kullanılacak bu kredilerin faiz oranının, TSP'nin yanı sıra yatırım kapsamında yurtdışından sağlanan finansman oranı ve finansal sağlamlık değerlendirmesine bağlı olarak yüzde 30 ile yüzde 15 aralığında uygulanmasına karar verilmiştir. Yeni YTAK programına, yıllık 100 milyar Türk lirası, 3 yıl boyunca toplam 300 milyar Türk lirası limit tahsis edilmiştir. TCMB, ihracatçı firmaların finansmana erişimini ve finansman koşullarını desteklemeye yönelik yeni adımlar atmıştır. İhracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredilerinde toplam faiz maliyetine üst sınır getirilmiş, ihracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredilerinde iskonto oranı azami yüzde 25,93'te sabit tutulmuştur.

TCMB fonlaması ağırlıklı olarak swap işlemleri kanalıyla yapılmış, fonlamada Açık Piyasa İşlemlerinin (APİ) payı oldukça azalmıştır. Gecelik faizler mevcut Enflasyon Raporu döneminde piyasadaki likidite koşullarına göre TCMB faiz koridoru içerisinde hareket etmiştir. 31 Ekim 2023 tarihi itibarıyla 1,59 trilyon Türk lirası olan swap işlemleri tutarı, 23 Kasım 2023 tarihinde 1,78 trilyon Türk lirası düzeyine yükseldikten sonra gerileyerek 2 Şubat 2024 tarihi itibarıyla 1,45 trilyon Türk lirası seviyesine gelmiştir. Aynı dönemde, net APİ fonlaması KKM kur farkı ödemeleri ve TCMB kaynaklı döviz işlemleri ile kamu harcamaları neticesinde negatif alanda seyretmeyi sürdürmüş ve aralık ayı ortalarından itibaren APİ sterilizasyon tutarında belirgin artışlar gözlenmiştir (Grafik 1.1.2). Nitekim, 2 Şubat 2024 tarihinde net APİ fonlaması - 122,1 milyar Türk lirası düzeyinde gerçekleşirken piyasada oluşan geçici fazla likiditenin 118,1 milyar Türk lirası bir hafta vadeli depo ihaleleri kanalıyla sterilize edilmiştir. 22 Aralık tarihinden itibaren düzenlenen Türk lirası depo alım ihaleleri ile fazla likiditenin vadeli olarak çekilmesi gecelik vadede yapılan sterilizasyon tutarının kademeli olarak gerilemesini sağlamış ve gecelik repo faiz oranlarının TCMB ağırlıklı fonlama faizine yakın seyretmesinde etkili olmuştur (Grafik 1.1.1, Kutu 1.1).

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

Kaynak: BİST, TCMB.

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

Kaynak: TCMB.

Kutu 1.1

Miktarsal Sıkılaştırma Adımları Üzerine Bir Değerlendirme

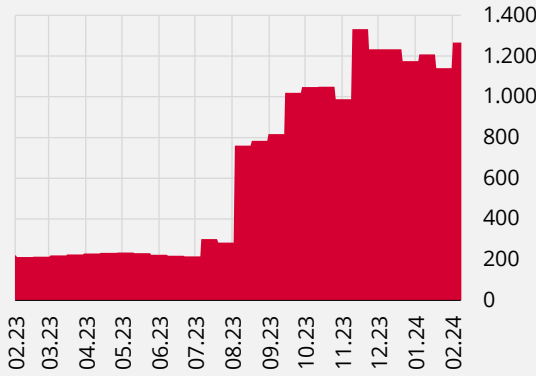
TCMB, dezenflasyonun en kısa sürede tesisi, enflasyon beklentilerinin çözümlenmesi ve fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın kontrol altına alınması için 2023 yılının ikinci yarısında parasal sıkılaştırma sürecine başlamıştır. Fiyat istikrarının kalıcı tesisi için gereken parasal sıkılık düzeyi için Türk lirası likidite gelişmeleri yakından takip edilmekte ve miktarsal sıkılaştırma kararları ile parasal aktarım güçlendirilmektedir.

Parasal aktarım mekanizmasının ilk aşamasında kısa vadeli piyasa faizleri önemli rol oynamaktadır. Geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde uzun vadeli faizlerin kontrolü açısından gecelik piyasa faizlerinin politika faizine yakın seviyelerde oluşması istenen bir durumdur. Bu amaç doğrultusunda merkez bankaları aktif şekilde likidite yönetimi yapmakta ve gerektiğinde miktarsal sıkılaştırma adımları atmaktadır. Merkez bankaları da piyasadaki likidite düzeyine ilişkin aldıkları kararlar ile piyasa faizlerinin para politikasına uyumlu olarak seyretmesini sağlayabilmektedir (Ganley,2002; Von Heideken ve Sellin, 2014). Bu bağlamda, TCMB'nin son dönem attığı likidite adımları parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmayı hedeflemektedir.

KKM kur farkı ödemeleri ve TL karşılığı döviz işlemleri nedeniyle 2023 yılının ikinci yarısından itibaren, bazı dönemlerde sistemde TL likidite fazlası oluşmuş ve TCMB APİ'de net borç alan konumuna geçmiştir. TCMB piyasada oluşabilecek likiditenin sterilizasyonu için birçok politika aracına sahiptir (Tablo 1). Nitekim, oluşan likidite fazlası, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmak için çeşitli araçlarla sterilize edilmiştir. Bu çerçevede; 2023 yılının temmuz, eylül ve kasım aylarında miktarsal sıkılaştırma kapsamında yapılan zorunlu karşılık (ZK) oran artışları ile sistemden toplam 1 trilyon TL sterilize edilmiştir (Grafik 1). Sistemin fonlama ihtiyacı, zorunlu karşılık oranlarının artırılması öncesinde Temmuz 2023 ortasında 926 milyar TL iken 21 Aralık 2023 itibarıyla 1,269 trilyon TL'ye gelmiştir (Grafik 2). Zorunlu karşılıklara ilişkin atılan miktarsal sıkılaştırma adımlarının ardından, TCMB 21 Aralık 2023 tarihinde yaptığı duyuru sonrasında parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi amacıyla kullanılan sterilizasyon araçlarının çeşitliliği artırılarak Türk lirası depo alım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır.

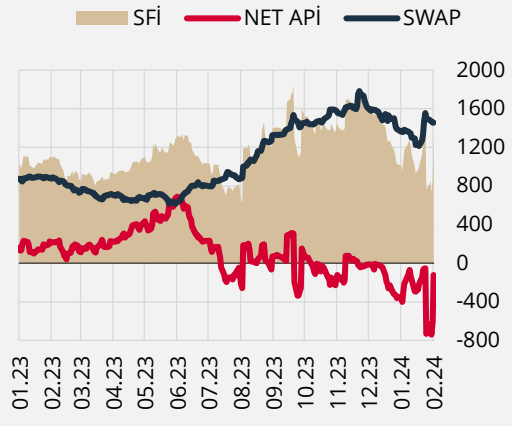
TCMB, 30 Ocak 2024 tarihli duyurusu kapsamında zorunlu karşılık uygulamasına ilişkin yaptığı düzenlemelerle miktarsal sıkılaştırma sürecine devam etmiştir. Kur korumalı hesaplar için zorunlu karşılık oranları indirilirken, döviz cinsi hesaplar için Türk lirası cinsinden tesis edilen ilave zorunlu karşılık oranında artışa gidilerek yapılan uygulama değişikliğinin net etkisi 125,8 milyar TL sıkılaştırma yönünde olmuştur.

Grafik 1: Türk Lirası Tesis Edilmesi Gereken Zorunlu Karşılık Düzeyi (Milyar Türk Lirası)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2: Sistemin Fonlama İhtiyacı ve TCMB Fonlaması (Milyar Türk Lirası)



Kaynak: TCMB.

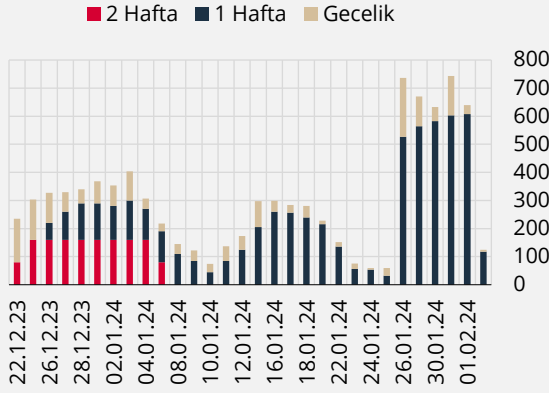
Tablo 1: TCMB Sterilizasyon Araçları

	Politika Araçları	Vade	Etkisi	Frekans
Zorunlu Karşılık (ZK) Düzenlemeleri	TL cinsi yükümlülükler için TL cinsi ZK tesisi	14 Günlük	Kalıcı	İki Hafta Ortalama
	Döviz cinsi mevduat/katılım fonlarına TL cinsi ZK tesisi	14 Günlük	Kalıcı	İki Hafta Bloke
Piyasa İşlemleri	TCMB Bankalararası Para Piyasası'nda TL depo alma işlemleri	Gecelik	Geçici	Günlük
	Kira sertifikası karşılığı repo/ters kotasyon işlemleri	Gecelik	Geçici	Günlük
	BIST Repo Pazarı'nda repo/ters repo işlemleri	Gecelik	Geçici	Günlük
	TL depo alım ihalesi	91 güne kadar	Geçici	Gerek görüldüğü durumlarda
	Ters repo ihalesi	91 güne kadar	Geçici	Gerek görüldüğü durumlarda
	Likidite senedi ihracı	91 güne kadar	Geçici	Gerek görüldüğü durumlarda
Doğrudan satım işlemleri	-	Kalıcı	Gerek görüldüğü durumlarda	

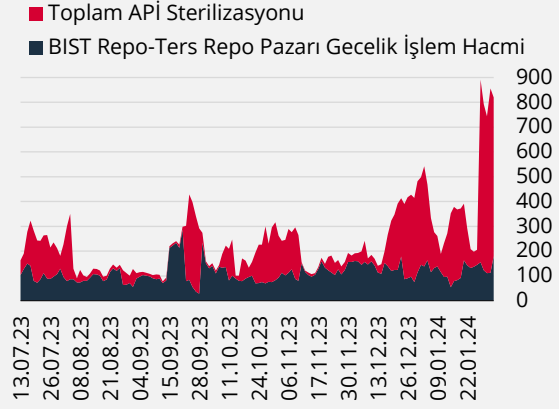
Türk Lirası Depo Alım İhalelerine İlişkin Değerlendirmeler

TCMB 22 Aralık 2023 tarihinden itibaren sistemdeki fazla likiditeyi gecelik vadenin dışında düzenlediği bir ve iki hafta vadeli Türk lirası depo alım ihaleleri ile sterilize etmektedir. Bu tarihten itibaren sistemdeki geçici fazla likiditenin düşmesiyle birlikte depo ihaleleri ile çekilen tutar da gerileme kaydederek 25 Ocak 2024 tarihi itibarıyla 32 milyar TL düzeyine gelmiştir. Türk lirası yükümlülükler için tutulan zorunlu karşılıkların iki haftalık ortalama üzerinden tesis edilmesinin bir sonucu olarak, dönem içerisinde zorunlu karşılık bakiyelerindeki değişim nedeniyle 26 Ocak 2024 tarihinde fazla likidite düzeyinde belirgin bir artış gözlenmiş ve söz konusu gün depo ihalesi ile 527 milyar TL sterilize edilirken, gecelik vadede ise 210 milyar TL likidite çekilmiştir. 2 Şubat 2024 tarihi itibarıyla fazla likidite düzeyi, ZK tesis dönemi başlangıcı olması ve ZK oran artışının yürürlüğe girmesinin etkisiyle gerileme kaydetmiş ve 118,1 milyar TL depo ihaleleri ile çekilirken, gecelik vadede 6,5 milyar TL sterilizasyon yapılmıştır. Düzenlenen TL depo alım ihaleleri ile fazla likiditenin çekilmesi gecelik vadede yapılan sterilizasyon tutarının kademeli olarak gerilemesini sağlamıştır (Grafik 3). TCMB'nin gecelik sterilizasyon tutarının makul düzeylere inmesi ile gösterge niteliğindeki gecelik repo faizlerinin olduğu BIST Repo-Ters Repo Pazarı gecelik vadeli işlem hacimleri makul seviyelerde seyretmiş ve bu yolla para piyasalarının etkin çalışması desteklenmiştir¹. Toplam APİ sterilizasyon tutarının 300 milyar TL düzeyini aştığı eylül ayında BIST Repo-Ters Repo Pazarı gecelik vadeli işlem hacimleri kademeli biçimde gerileyerek 28 Eylül 2023 tarihinde 28 milyar TL düzeyinde oluşmuştur. Buna karşılık depo alım ihaleleri düzenlenen dönemde toplam APİ sterilizasyon tutarının ortalama 300 milyar TL düzeyini aşmasına rağmen BIST Repo-Ters Repo Pazarı gecelik vadeli işlem hacimleri ortalama 120 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 4).

¹ Von Heideken ve Sellin (2014) sistemdeki fazla likiditenin bankaların gecelik piyasada işlemlerini düşürmelerine yol açtığını, etkin likidite yönetimi yapma güdülerini azaltarak para piyasalarının işleyişini olumsuz etkileyebileceğini iletmektedir.

Grafik 3: Toplam APİ Sterilizasyon Tutarı
(Milyar Türk Lirası)

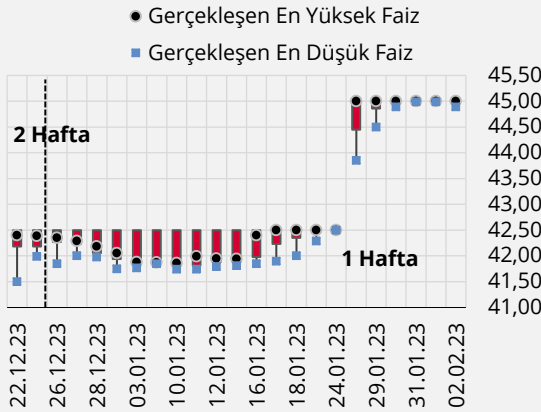
Kaynak: TCMB.

Grafik 4: Toplam APİ Sterilizasyonu ve BIST Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik İşlem Hacmi
(Milyar Türk Lirası)

Kaynak: BIST, TCMB.

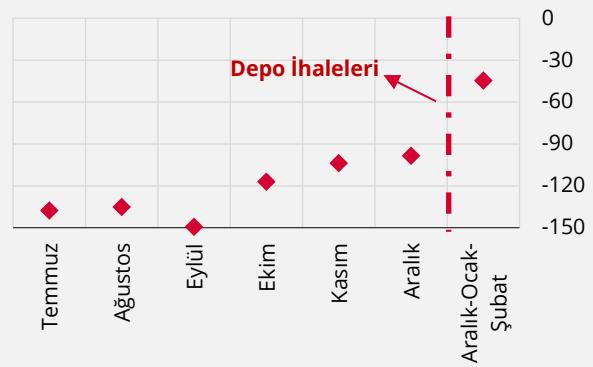
Düzenlenen ihalelere detaylı bakıldığında, bir ve iki hafta vadeli ihalelerin ilk günlerinde tekliflerin birbirinden uzak dağıldığı, sonrasında ise ihale tekliflerinin birbirine yakınlaştığı görülmektedir. Depo alım ihalelerinde oluşan ağırlıklı ortalama faizler TCMB politika faizine yakın düzeylerde oluşmuştur (Grafik 5).

Açık piyasa işlemleri kanalıyla gecelik vadede yapılan sterilizasyon tutarının makul düzeylere düşürülmesinin BIST repo pazarı işlem hacimlerine olumlu yansımaları yanında, TCMB para politikası duruşunun gecelik faizlere aktarımında iyileşme kaydedilmiştir. Düzenlenen depo ihaleleri ile fazla likiditenin vadeli çekilmesi sonucunda BIST Repo-Ters Repo Pazarı gecelik repo faiz oranları TCMB politika faizine yakın seyretmiştir. BIST gecelik repo faizi ile TCMB politika faizi farkına net APİ sterilizasyon tutarının 50 milyar TL'yi aştığı günler için bakıldığında depo alım ihaleleri ile söz konusu farkın önemli ölçüde kapandığı görülmektedir (Grafik 6).

Grafik 5: TL Depo Alım İhalelerine Gelen Teklifler* (%)

Kaynak: TCMB.

* Grafikteki barların bir ucu TCMB politika faizini, diğer ucu ise ihalede oluşan ortalama faizi göstermektedir.

Grafik 6: BIST Gecelik Repo Faizi ile TCMB Politika Faizi Farkı* (% Puan)

Kaynak: BIST, TCMB.

* APİ ile sterilize edilen fazla likiditenin 50 milyar TL'nin üstünde olduğu günler.

Kaynakça

Ganley, J. (2002). Surplus liquidity: implications for central banks. Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

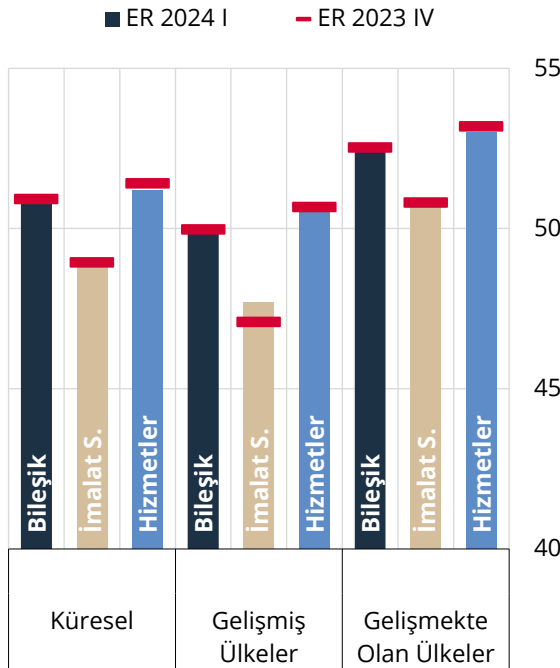
Von Heideken, Q. ve Sellin, P. (2014). The banking system's liquidity surplus and interest rate formation. Sveriges Riksbank Economic Review, 3, 59-75.

2. Ekonomik Görünüm

2.1 Küresel Ekonomi

Küresel büyüme görünümünde yılın üçüncü çeyreğinde belirginleşen zayıf seyir dördüncü çeyrekte de devam etmiştir. Sıklaşan küresel finansal koşulların iktisadi faaliyet üzerindeki etkileri daha güçlü şekilde gözlenirken yılın ilk yarısında ekonomik büyümeyi sürükleyen hizmetler sektöründe ivme kaybı sürmüştür. Küresel PMI endeksleri incelendiğinde, imalat sanayinde gelişmekte olan ülkelerde yatay bir seyir gözlenirken gelişmiş ülkelerde ise zayıf görünüm devam etmiştir. Hizmetler sektöründe ise PMI endeksleri bir önceki Rapor dönemine göre gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde 0,2'şer puan gerilemiştir. Bu doğrultuda, küresel bileşik PMI endeksi bir önceki Rapor dönemine göre 0,1 puan düşerek 50,8 ile eşik değerinin hemen üzerinde yer almıştır (Grafik 2.1.1). Öncü göstergelerdeki bozulmaya karşın, Türkiye'nin dış ticaret ortaklarının ihracat paylarıyla ağırlıklandırılan küresel büyüme endeksi bir önceki Rapor dönemine kıyasla yatay görünümünü sürdürmüştür. Endeksin 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla yüzde 1,7 ve yüzde 2,0 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Türkiye'nin ticaret ortaklarının büyüme tahminleri ise özellikle 2024 yılı için genelde aşağı yönlü güncellenmeye devam etmiştir (Tablo 2.1.1). Gelişmiş ülkelerden ABD üçüncü ve dördüncü çeyrekteki güçlü büyüme ile birlikte küresel görünümde olumlu olarak ayrışırken Euro Bölgesi için zayıf görünüm korunmuştur. Çin ekonomisine ilişkin tahminlerde sınırlı bir iyileşme gözlenmesine karşın 2023 ve 2024 yılları için tarihsel ortalamasının altında bir büyüme öngörülmektedir.

Grafik 2.1.1: Küresel PMI Endeksleri (Seviye, Dönem Ortalaması*)



Kaynak: S&P Global.

* ER 2023-IV için temmuz, ağustos, eylül; ER 2024-I için ekim, kasım, aralık ve ocak ayı ortalamaları kullanılmıştır

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

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

Kaynak: Consensus Economics, S&P Global.

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

Küresel büyüme görünümü ve kompozisyonu, jeopolitik riskler, finansal koşullar ve arz yönlü faktörler emtia fiyatları üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir. Bir önceki Rapor dönemine göre emtia ana endeksi enerji fiyatlarındaki düşüş öncülüğünde gerilemekle birlikte, son on yıl ortalamasının üzerinde seyretmeye devam etmektedir. Enerji emtia fiyatlarında bir önceki Rapor dönemine göre önemli azalışlar izlenmektedir. Jeopolitik riskler ve Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'ne (OPEC+) üye ülkelerin üretim kesintisini sürdürme kararları petrol fiyatlarında yukarı yönlü arz baskılarının devam etmesine yol açarken diğer yandan küresel büyüme görünümü, petrol stok seviyeleri ve finansal koşullar petrol fiyatlarını aşağı çekmektedir (Mercek Altı 2.1). Varil başına Brent petrol fiyatları bir önceki Raporu dönemine göre yüzde 10,8 oranında gerilemekle birlikte oynak seyrini sürdürmüştür. Doğal gaz fiyatlarında da geri çekilme

görülmekle birlikte daha zayıf seyreden Euro bölgesindeki ekonomik görünümün de etkisiyle Avrupa için gösterge niteliğinde olan doğal gaz fiyatlarındaki düşüş yıllık bazda daha keskin olmuştur. Küresel büyüme görünümü ve özellikle Çin'in büyümesi ile tarihsel olarak uyumlu bir seyir izleyen endüstriyel emtia fiyatlarında ise, bir önceki yılın aynı dönemine göre önemli düşüşler görülse de bir önceki Rapor dönemine göre hafif yukarı yönlü bir seyir hakimdir. Tarımsal emtia fiyatlarının seyrinde heterojenlik gözlenmekle birlikte tarımsal emtia fiyatları ana endeksi bir önceki Rapor dönemine göre yüzde 3,1 oranında gerilemiştir (Tablo 2.1.2).

Tablo 2.1.2: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)

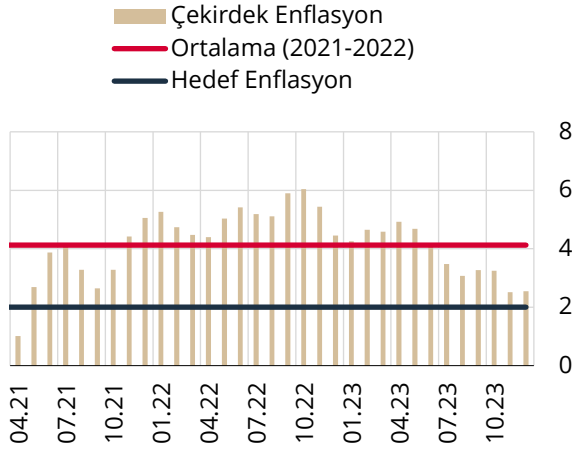
	Ekim 2023	Kasım 2023	Aralık 2023	Ocak 2024	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
Emtia Ana Endeksi	-3,7	-4,2	-4,4	0,9	-7,1	-7,6
Enerji	-4,7	-7,3	-6,7	1,8	-6,3	-12,4
Tarımsal Emtia	-1,2	1,0	-1,7	-3,4	-18,5	-3,1
Endüstriyel Metal	-2,8	1,4	0,5	-0,1	-11,2	1,0
Değerli Metal	-0,7	4,1	2,1	-0,4	10,1	2,7
Enerji Hariç	-2,1	0,7	-1,2	-0,4	-8,3	0,0
Brent Petrol	-3,1	-8,7	-6,1	2,5	-1,9	-10,8
Doğal Gaz (ABD)	16,7	-3,2	-16,6	7,5	-15,0	-40,1
Doğal Gaz (Avrupa)	27,5	-2,6	-21,0	-16,9	-44,5	-40,1
Kömür	-12,6	-11,7	17,2	-10,8	-47,6	-2,7
Alüminyum	0,3	0,5	-0,5	0,5	-8,7	-0,2
Bakır	-3,3	3,2	3,6	-1,0	-5,9	4,1
Demir	-1,7	9,1	4,7	1,1	4,1	2,4
Buğday	-0,4	-1,8	9,0	-1,9	-20,2	6,1
Soya	-3,1	4,8	-2,6	-6,0	-21,7	-8,9
Pirinç	-1,4	6,4	1,2	2,0	4,4	14,1
Mısır	3,2	-4,1	0,2	-3,5	-33,7	-5,8
Pamuk	-2,0	-7,6	2,2	3,0	3,5	9,2
Şeker	1,3	1,5	-18,9	1,5	10,8	-13,1

Kaynak: Bloomberg.

* 2 Şubat 2024 ile 2 Kasım 2023 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir.

Enerji fiyatlarının katkısıyla küresel manşet enflasyondaki düşüş eğilimi dördüncü çeyrekte hızlanmış, küresel finansal koşulların talep üzerindeki sınırlayıcı etkisiyle birlikte çekirdek enflasyon da gerilemeye devam etmiştir. Bununla birlikte, enflasyon hedeflerin üzerinde kalmayı sürdürmüştür. Sıkı para politikasının etkileri daha belirgin şekilde ortaya çıkarken daha önce yüzde 4-5 aralığında katılık gösteren gelişmiş ülkeler çekirdek enflasyonu geçtiğimiz çeyrekte başlayarak yüzde 3,5-4 bandına kadar gerilemiştir. Diğer taraftan, özellikle hizmet enflasyonundaki katılık nedeniyle çekirdek enflasyon manşet enflasyonun üzerinde kalmaya devam etmektedir. Aylık enflasyon verileri de gelişmiş ülkelerde çekirdek enflasyonun hız kaybettiğine ve hedefler ile daha uyumlu bir seyir izlediğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.2). Gelişmekte olan ülkelerin genelinde enflasyon oranları hedeflere yaklaşmaya devam ederken Rusya'nın genele göre olumsuz ayrıştığı görülmektedir. Bazı ülkelerde manşet enflasyonun tolerans bandı içerisinde kalacak düzeylere gerilediği görülmekle birlikte, fiyat artış oranlarının hedeflerin üzerinde yer aldığı ülkeler çoğunluktadır (Grafik 2.1.3). Sonuç olarak küresel enflasyon görünümünün belirgin şekilde iyileştiği ve enflasyonun 2022 yılı ikinci yarısında ulaştığı zirve düzeylerden hedeflere doğru yaklaştığı görülmektedir. Bununla birlikte, işgücü piyasalarındaki sıkılığın bir miktar normalleşmeye rağmen sürmesi ve enerji fiyatlarında meydana gelebilecek olası yükseliş enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. ABD, Euro bölgesi ve İngiltere'de aralık ayında beklentilerin üzerinde gerçekleşen enflasyon oranları bu durumu destekler niteliktedir.

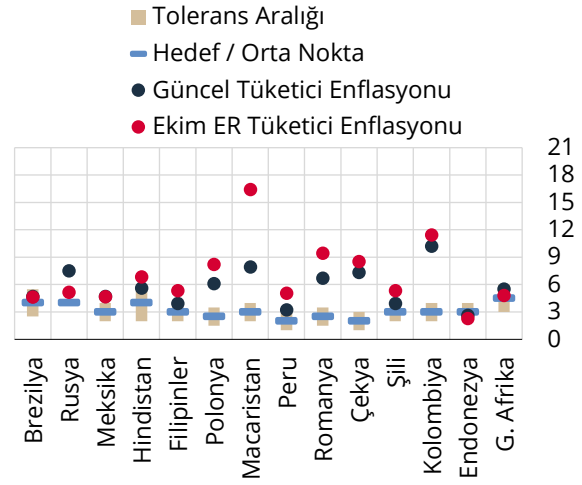
Grafik 2.1.2: Gelişmiş Ülkelerde Çekirdek Enflasyon* (3 Aylık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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

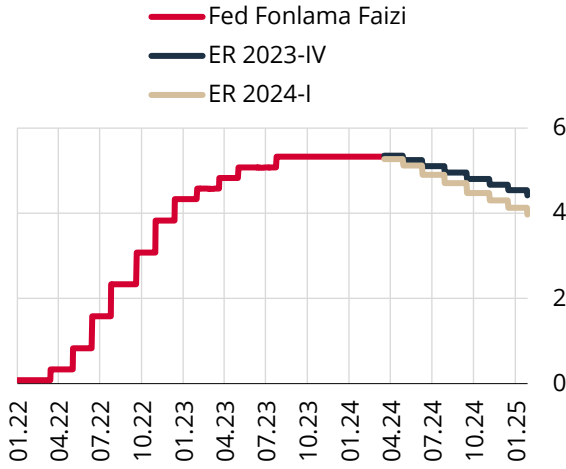
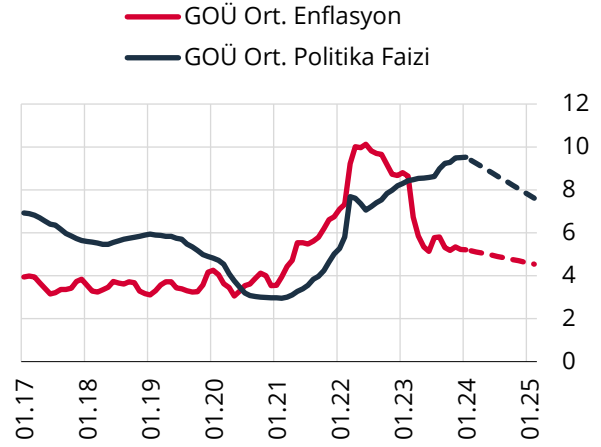
Grafik 2.1.3: Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu (Hedef, Tolerans Aralığı ve Gerçekleşme, %)



Kaynak: Bloomberg.

Küresel enflasyon oranlarında gözlenen geri çekilme ve zayıf ekonomik görünüm, gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerine daha erken başlayabilecekleri yönündeki beklentileri güçlendirmiştir.

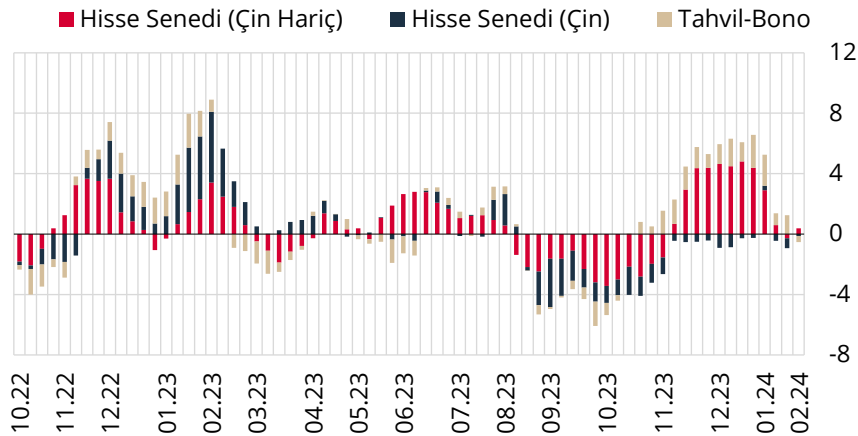
Mevcut Rapor döneminde gelişmiş ülke merkez bankaları ılımlı enflasyon görünümüne bağlı olarak sıkılaştırma süreçlerini büyük ölçüde tamamlamış, bu durum finansal piyasaların faiz indirimlerinin zamanlaması ve hızına odaklanmalarına neden olmuştur. ABD Merkez Bankası (Fed) aralık ayının ardından ocak ayında da faizleri yüzde 5,5 seviyesinde sabit bırakırken politika faizinin tepe noktasına ulaştığına dikkat çekmiştir. Kurul üyelerinin medyan beklentileri 2024 yılı için üç faiz indirimine işaret etmekte birlikte, piyasalarda bunun ötesinde bir indirim fiyatlaması yapılmaktadır. Fed, ocak toplantısında erken ve hızlı faiz indirimi yapılmayacağına yönelik mesajını güçlendirmiştir. Bu durum vadeli işlemlerin ima ettiği Fed politika faiz patikasını bir miktar yukarı kaydırmış olmakla birlikte, söz konusu patikanın bir önceki Raporu'na göre belirgin şekilde aşağı geldiği gözlenmektedir (Grafik 2.1.4). Aralık ve ocak toplantılarında politika faizini sabit tutan Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise enflasyonun düşüş eğilimi gösterdiğini ancak tekrar yükselme riski taşıdığını belirterek karar metinlerinde para politikasının yeterli düzeyde sıkılaştırıcı olacağını yinelemiştir. ECB'nin 2024 yılı için hem enflasyon hem de büyüme tahminlerinde yaptığı aşağı yönlü revizyonlar Fed için olduğu gibi ECB için de faiz indirim beklentilerini kuvvetlendirmiştir. Bununla birlikte, piyasa fiyatlamasına dair veriler oynaklık gösterebilmektedir. Mevcut Rapor döneminde enflasyon hedeflerine ulaşmanın zaman alacağını vurgulayan Avustralya ve Norveç merkez bankaları politika faizlerinde 25'er baz puanlık artış yaparken diğer gelişmiş ülke merkez bankaları politika faizlerinde değişikliğe gitmemişlerdir. Diğer taraftan, enflasyon görünümündeki iyileşmenin devamı ile beraber gelişmekte olan ülkelerde faiz indirim süreçleri devam etmektedir. Mevcut Rapor döneminde Brezilya (100 baz puan), Peru (75 baz puan), Kolombiya (50 baz puan), Çekya (25 baz puan), Şili (175 baz puan) ve Macaristan (225 baz puan) merkez bankaları politika faizlerini düşürmüşlerdir. Söz konusu dönemde savaş nedeniyle artan enflasyonist baskılara işaret eden Rusya Merkez Bankası ise politika faizini 100 baz puan artırmıştır. Önümüzdeki dönemde, enflasyondaki düşüşe bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin genele yayılması olası görülmektedir. Bununla birlikte, enflasyonun bu ülkelerin birçoğunda hedef üzerinde kalmaya devam etmesi nedeniyle merkez bankalarının indirim süreçlerini parasal sıkılığı sürdüreceği ve enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürmeleri beklenmektedir. Vadeli fiyatların ima ettiği politika faizleri gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının enflasyon üzerinde belirlenmeye devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.5).

Grafik 2.1.4: Vadeli İşlemlerin İma Ettiği Fed Politika Faiz Patikası (Efektif, %)**Grafik 2.1.5: Vadeli İşlemlerin İma Ettiği Politika Faizi ve Enflasyon Beklentileri* (% Puan)**

* Enflasyon beklentileri Bloomberg anketinden alınmıştır.

GOÜ: Brezilya, Endonezya, G.Afrika, Hindistan, Kolombiya, Peru, Meksika, Polonya, Rusya, Çekya, Tayland, Şili, Filipinler, Romanya, Macaristan.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranlarının hedeflere yakınsamayı sürdürmesi ve gelişmiş ülke merkez bankalarının daha erken ve daha hızlı faiz indirebilecekleri yönündeki beklentilerinin güçlenmesine bağlı olarak artan risk iştahı, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişlerinin tekrar başlamasını sağlamıştır. Küresel risk iştahındaki toparlanma ağustos-ekim döneminde güçlü çıkışların görüldüğü gelişmekte olan ülke piyasalarına tekrar portföy girişlerinin olmasını sağlamıştır. Bu çerçevede 30 Ekim 2023–2 Şubat 2024 tarihleri arasında 16,6 milyar ABD doları borç senedi piyasalarına, 38,5 milyar ABD doları hisse senedi piyasalarına olmak üzere Çin hariç gelişmekte olan ülkelere toplam 55,1 milyar ABD doları portföy girişi gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde düşük büyüme ve emlak krizi gibi risklere ek olarak kredi not görünümünde aşağı yönlü güncelleme yapılan Çin'in hisse senedi piyasalarından ise 4,3 milyar ABD doları çıkış gözlenmiştir (Grafik 2.1.6).

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

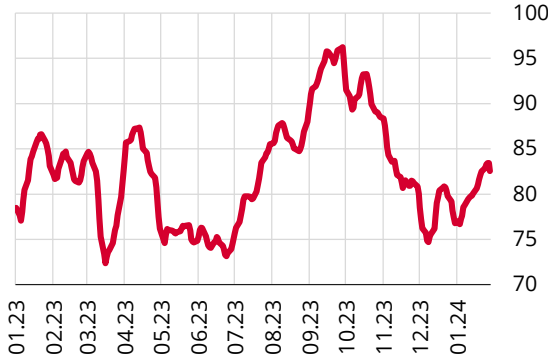
Mercek Altı 2.1

Petrol Fiyatlarında Son Dönem Görünüm

Petrol fiyatları son dönemde ılımlı seyretilse de küresel büyüme görünümü, jeopolitik gelişmeler ve OPEC+ üyelerinin aldığı kararlar nedeniyle halen fiyatlar üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskler canlılığını korumaktadır. Orta Doğu'da yaşanan gerilimin devam etmesi ve OPEC+ üyelerinin üretim kesintilerini sürdürme kararları petrol fiyatlarında arz yönlü yukarı yönlü bir baskı yaratmaya devam etmektedir. Ancak, küresel büyüme görünümü ile uyumlu olarak küresel petrol tüketiminin yavaşlayan bir hızla artması, yüksek petrol stok seviyeleri ve finansal koşullar petrol fiyatlarını aşağı çekmektedir. Nitekim, bir önceki Rapor dönemine göre varil başına Brent petrol fiyatlarında gerileme izlenmektedir (Grafik 1). Bir önceki Rapor döneminde 90 ABD dolarına yakın seviyelerden işlem gören petrol fiyatları cari rapor döneminde 80 ABD doları civarında işlem görmektedir. Oynaklık göstergelerine bakıldığında da bir gerileme görülmekte ancak göstergeler 2023 yılı üçüncü çeyrek seviyelerinin üzerinde seyretilmektedir (Grafik 2).

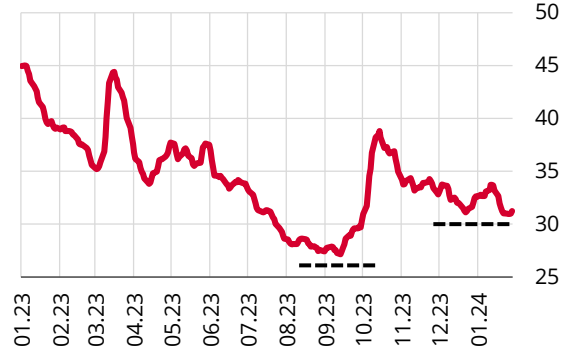
Uluslararası kurum ve kuruluşların tahminleri birbirine yakınsarken vadeli fiyatlar ayrışma göstermektedir (Tablo 1). Bir önceki Rapor'da yer alan "Riskler ve Belirsizlik Aralığı" isimli kutu çalışmasında jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle göstergelerin önümüzdeki dönemde de petrol fiyatında gözlenen oynak seyrin devam edeceği yönünde sinyaller verdiği, bu çerçevede son dönemde uluslararası kurum ve kuruluşların 2024 yılı petrol tahmin patikalarının birbirinden ayrıştığı ve tahminlerin geniş bir yelpazede hareket ettiği ifade edilmişti. Ancak, son dönemde ortaya çıkan jeopolitik gelişmeler öncesi seviyesinin üzerinde kalmaya devam etse de oynaklığın bir miktar gerilemesi uluslararası kurum ve kuruluşların 2024 yılı petrol fiyat tahminlerinin birbirine yakınmasına yol açmıştır. Kuruluşların önemli bir kısmı petrol fiyatlarında 2023 yılı gerçekleşmesine benzer bir şekilde ortalama 80 doların biraz üzerinde tahminlerde bulunmakta ve küresel arz ve talebin dengeli olacağını beklemektedirler. 2025 yılı için ise aşağı yönlü bir seyir öngörmektedirler. Bununla beraber vadeli fiyatlardan elde edilen tahminler petrol fiyatlarında daha keskin bir düşüş ima etmektedir.

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



Kaynak: Bloomberg.

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



Kaynak: Bloomberg.

Tablo 1: Petrol Fiyat Tahminleri (Yıl Ortalaması) *

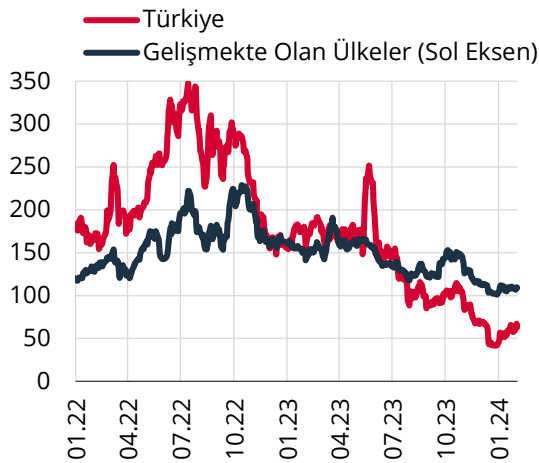
	2024	2025
Consensus	82,5	80,6
EIA	82,5	79,5
Dünya Bankası	81,0	79,0
ECB	80,1	76,5
Vadeli Fiyatlar	79,6	75,4
IMF	79,1	75,3

* Consensus, EIA, Dünya Bankası, ECB ve vadeli fiyat tahminleri varil başına Brent petrolün fiyatlarını gösterirken IMF tahminleri Brent, Dubai ve WTI petrol tahminlerinin ortalamasını göstermektedir. Consensus tahminleri 2024 Ocak ayı Consensus bülteninden, EIA tahminleri 2024 Ocak ayı "Short-Term Energy Outlook" bülteninden, Dünya Bankası tahminleri 2024 Ocak ayı Global Economic Prospects'ten, ECB tahminleri Avrupa Merkez Bankası'nın 2023 Aralık ayı makroekonomik projeksiyonlarından ve IMF tahminleri 2024 Ocak ayı "World Economic Outlook" tan alınmıştır. Vadeli fiyatlar ise 2 Şubat 2024 tarihine kadar olan iki haftalık vadeli fiyatların ortalamasını göstermektedir.

2.2 Finansal Koşullar

Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz artışlarını sonlandırarak para politikasının enflasyonun hedefe yakınsamasını sağlayacak kadar sıkı olduğuna dair iletişimleri küresel risk iştahını desteklemiştir. Fed'in aralık ayının ardından ocak toplantısında da değişikliğe gitmeyerek politika faizinin tepe noktasına ulaştığı yönünde iletişimi ve faiz indirimlerine 2024 yılı içerisinde başlanacağına dair paylaşılan öngörüler ile küresel risk iştahı mevcut Rapor döneminde artış kaydetmiştir. Küresel finansal koşullar için en sıkı dönemin geride kaldığının fiyatlanmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahı toparlanmıştır. Bu görünüm altında gelişmekte olan ülkelerde risk primi göstergeleri gerilerken Türkiye CDS primindeki düşüş ise mevcut Rapor döneminde gözlenen oynaklığa karşın daha fazla olmuştur. Ekim ayında yakın coğrafyada artan jeopolitik risklerin etkisiyle 1 Kasım itibarıyla 392 baz puan düzeyine yükselen CDS primi, parasal sıkılaştırma süreciyle yeniden düşüş eğilimine girerek aralık ayında 280 baz puan düzeyine kadar gerilemiştir. Ocak ayında ise küresel risk iştahında gözlenen bozulmanın da etkisiyle Türkiye CDS primi yeniden artarak 325 baz puan düzeyine yükselmiştir (Grafik 2.2.1). Türkiye hisse senedi piyasasına yabancı yatırımcı ilgisi kasım ayında yeniden artmış ve mevcut Rapor döneminde net yabancı girişi 1,92 milyar ABD doları olmuştur. Parasal sıkılaştırmanın ve makroihtiyati çerçevede yapılan sadeleşmenin etkilerinin görülmeye başladığı DİBS piyasasına net portföy girişi ise mevcut Rapor döneminde 1,79 milyar ABD doları olmuştur (Grafik 2.2.2).

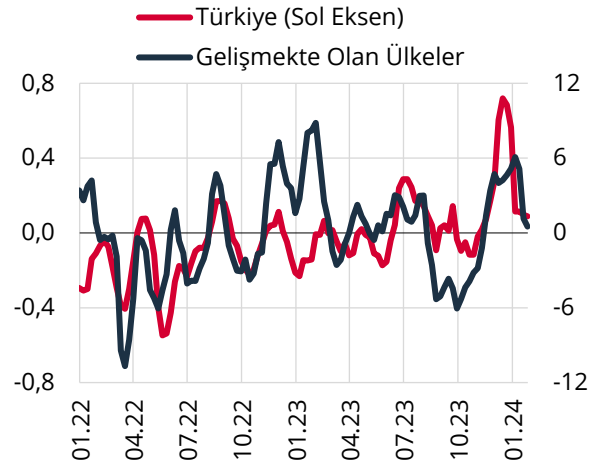
Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke CDS Primleri* (5 Yıl Vadeli, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

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

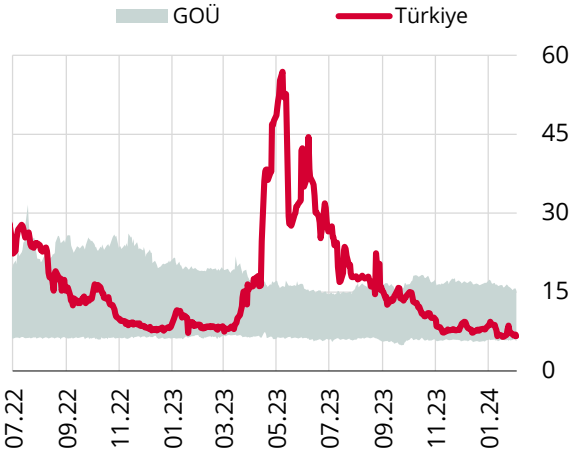
Grafik 2.2.2: Türkiye* ve Gelişmekte Olan Ülke Portföy Hareketleri (4 Haftalık Ortalama, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB, IIF.

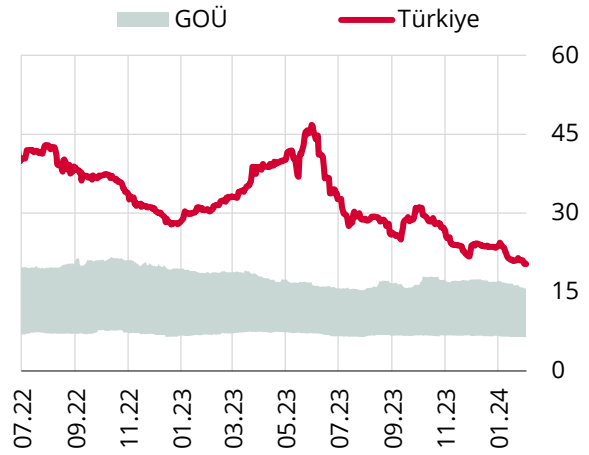
* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisi repo hariçtir.

Opsiyonların ima ettiği Türk lirası oynaklığındaki gerileme eğilimi mevcut Rapor döneminde devam etmiştir. Mevcut Rapor döneminde küresel risk iştahındaki toparlanmanın etkisiyle gelişmekte olan ülke paraları ABD doları karşısında değer kazanırken Türk lirası sınırlı değer kaybetmiştir. Türk lirasının kur oynaklığı ise uzun vadelerde daha belirgin olmak üzere düşüş eğilimini sürdürmüştür. Mevcut Rapor döneminde Türk lirasının bir ay vadeli ima edilen kur oynaklığı yüzde 7 düzeyinin, 12 ay vadeli oynaklığı ise yüzde 21 seviyesinin altına gerilemiştir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). Kısa ve uzun vadeli oynaklıklar arasındaki fark, uygulanan politikaların kur istikrarı üzerinde etkisini sürdürdüğünü ancak uzun vadeye ilişkin risklerin devam ettiğini yansıtmaktadır.

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

Kaynak: Bloomberg.

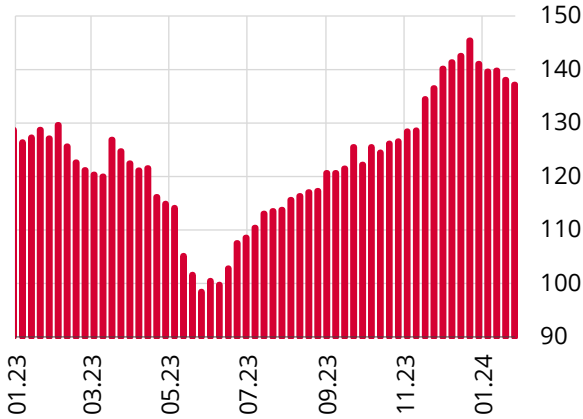
* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan.

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

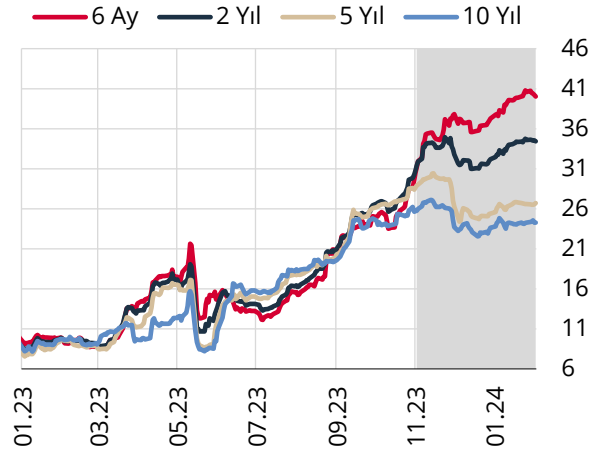
Kaynak: Bloomberg.

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

TCMB rezervleri, atılan parasal sıkılaştırma ve sadeleşme adımlarının etkileri ile girdiği artış eğilimini sürdürmüştür. TCMB brüt uluslararası rezervleri bir önceki Rapor dönemindeki 126,6 milyar ABD doları düzeyinden 26 Ocak itibarıyla 137,2 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir (Grafik 2.2.5).

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

Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)

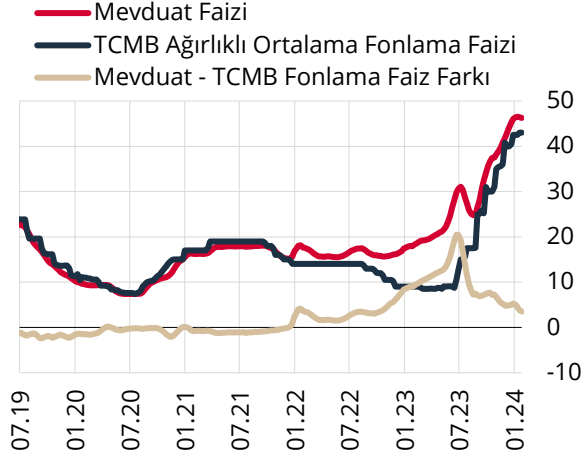
Kaynak: Bloomberg.

Mevcut Rapor döneminde DİBS getirileri kısa vadelerde politika faizindeki artışla uyumlu bir şekilde yükselirken orta ve uzun vadelerde ise gerilemiştir (Grafik 2.2.6). Orta ve uzun vadeli getirilerin kısa vadeli getirilerin altına gerilemesiyle eğimi negatifleşen DİBS getiri eğrisi, parasal sıkılaştırmanın piyasa enflasyon beklentilerini çıplamada etkili olmaya başladığını yansıtmaktadır (Mercek Altı 2.2).

Para politikası kararları sonucunda finansal koşullar sıkılaştırmıştır. Bir önceki Rapor döneminden bu yana, parasal ve miktarsal sıkılaştırma ile sadeleşme kararlarının etkisiyle mevduat faizleri yükselişini sürdürmüştür (Grafik 2.2.7). Mevcut Rapor döneminde Türk lirası mevduat faizlerindeki yükselişin de etkisiyle Türk lirası mevduat tercihi artarken kur korumalı mevduatın payı azalmıştır (Grafik 2.2.9 ve Grafik 2.2.10). Ocak ayında Türk lirası mevduat payındaki artış hızının yavaşladığı gözlenirse de son dönemde atılan adımların Türk lirası mevduat tercihini olumlu etkileyeceği değerlendirilmektedir. Haziran ayında başlayan sıkılaştırma süreci ile önceki Rapor döneminde önemli oranda yükseliş kaydeden Türk lirası ticari kredi faizleri, mevcut Rapor döneminde 2,7 yüzde puan artarak 26 Ocak itibarıyla yüzde 53,5'e ulaşmıştır.

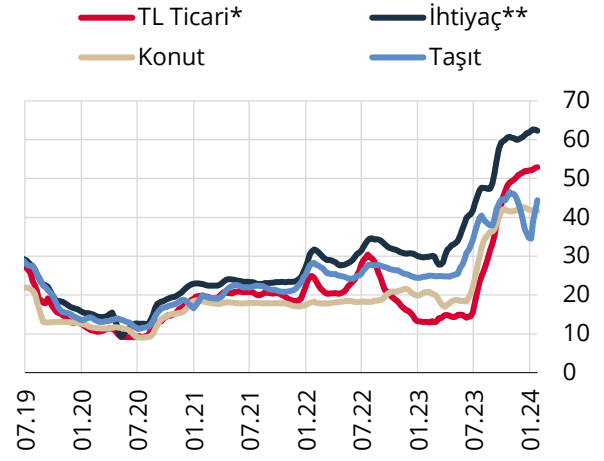
Aynı dönemde ihtiyaç ve konut kredisi faizleri sırasıyla yüzde 60,7 ve yüzde 41,2 düzeyinde yatay seyretmiş, yıl sonu kampanyalarının etkisi ile aralık ayında gerileyen taşıt kredisi faizleri ise 26 Ocak itibarıyla yüzde 44,1 seviyesinde gerçekleşerek bir önceki Rapor dönemi seviyesine yakınsamıştır.

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



Kaynak: TCMB.

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

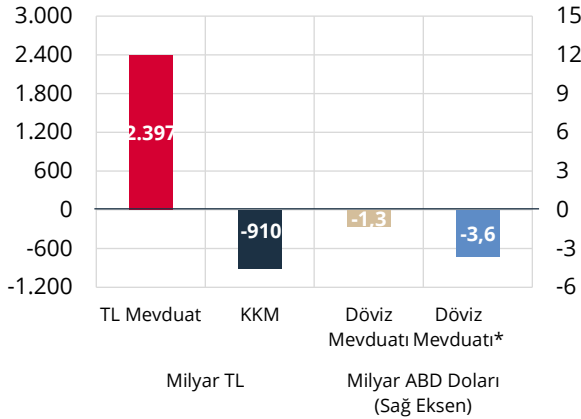


Kaynak: TCMB.

* Kredili mevduat hesapları ve kurumsal kredi kartları hariç.

** Kredili mevduat hesapları hariç.

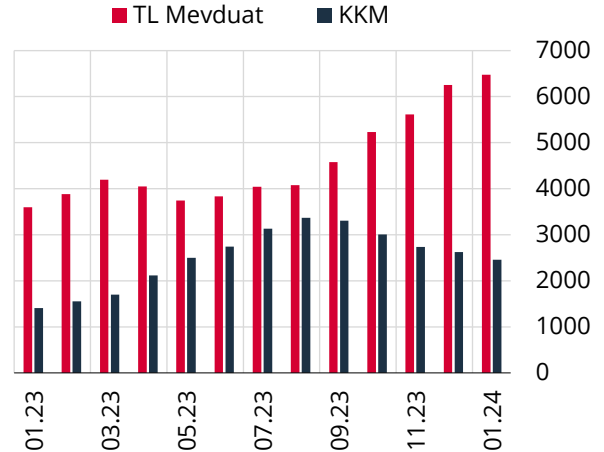
Grafik 2.2.9: Mevduat Değişimi (25 Ağustos-26 Ocak)



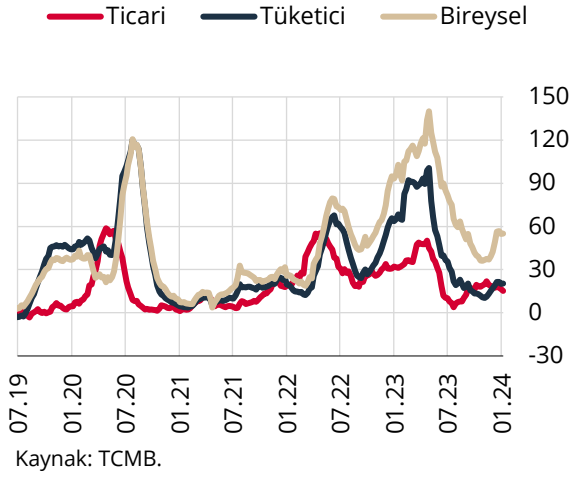
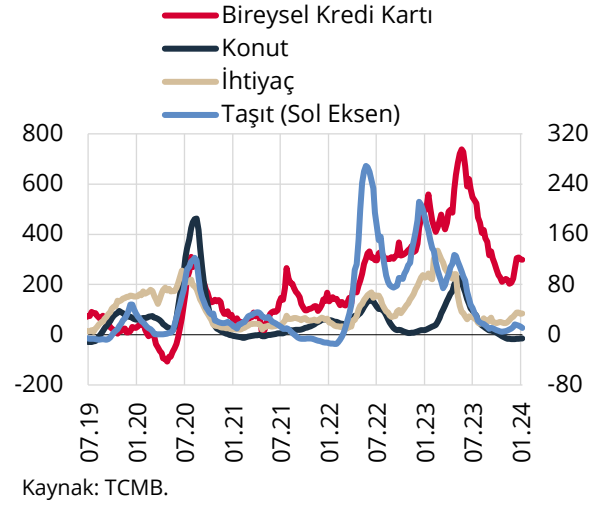
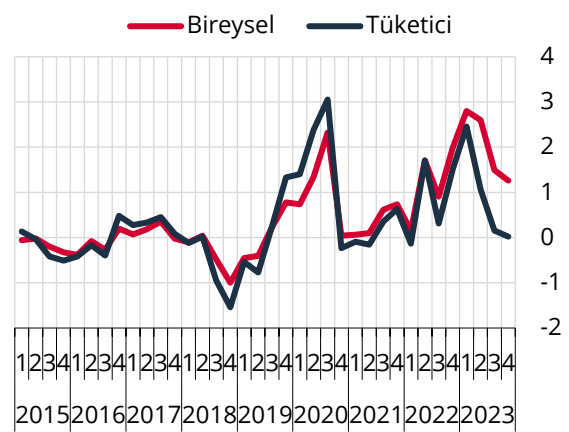
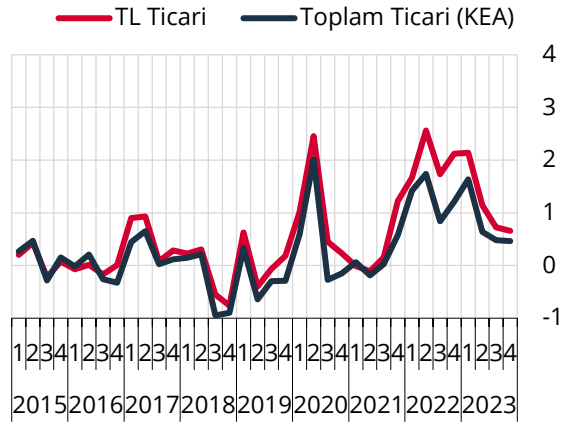
Kaynak: TCMB.

* Parite ve fiyat etkisinden arındırılmış değişimi göstermektedir.

Grafik 2.2.10: Türk Lirası Mevduat Kompozisyonu (Milyar Türk Lirası)



Kaynak: TCMB.

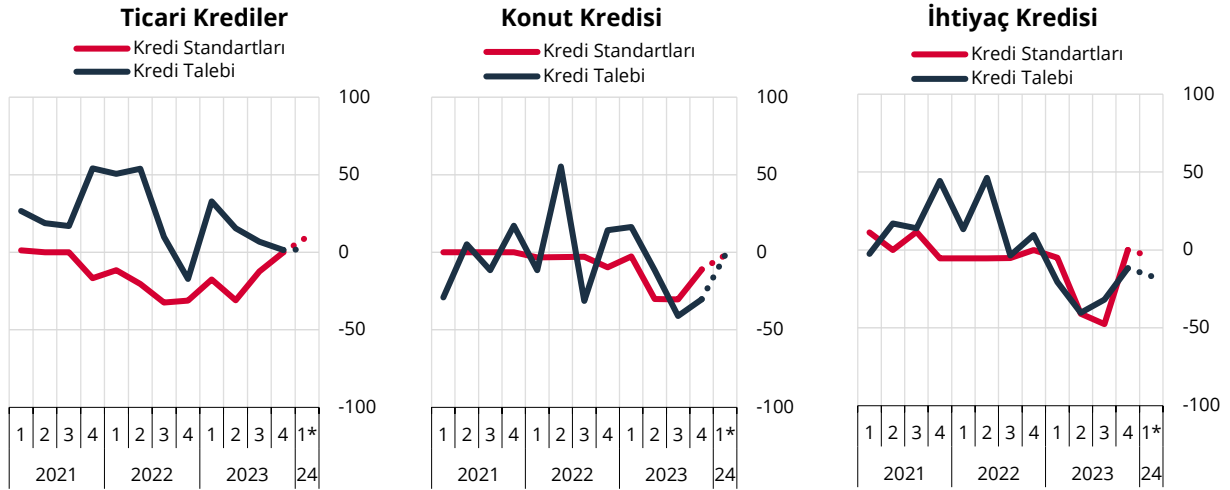
Grafik 2.2.11: Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)**Grafik 2.2.12: Bireysel Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, %)****Grafik 2.2.13: Kredi Değişimleri* (Çeyreklik, Reel, Standart Değer)**

Kaynak: TCMB.

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

Ticari kredi büyümesi istikrarlı seyrederken bireysel kredi büyümesinde dengelenme süreci yakından takip edilmektedir. Mevcut mikro- ve makro ihtiyati çerçevenin, piyasa mekanizmalarının işlevselliğini artıracak ve makro finansal istikrarı güçlendirecek şekilde sadeleştirilmesine yönelik olarak atılan politika adımlarının etkisiyle, kredi kompozisyonunda dengelenme süreci devam etmektedir. Bir önceki Rapor döneminden bu yana kur etkisinden arındırılmış toplam ticari kredi büyümesi yatay seyretmiştir. Talebi canlandırmaya yönelik kampanyalar ile ücret artışlarının bireysel kredileri aralık ayı sonu ve ocak ayında canlı tuttuğu gözlenmiştir. 26 Ocak itibarıyla 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı kur etkisinden arındırılmış toplam ticari kredide yüzde 15,2, tüketici kredilerinde ise yüzde 20,3 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.11). İhtiyaç ve taşıt kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranları 26 Ocak itibarıyla sırasıyla yüzde 33,9 ve yüzde 27,1 olarak gerçekleşirken konut kredilerindeki daralma devam etmiş ve büyüme oranı yüzde -5,9 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde, bireysel kredi kartı bakiyesi 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı yüzde 119,3 olmuştur (Grafik 2.2.12 ve MercEK Altı 2.3). Reelleştirilmiş kredi değişimlerine bakıldığında, 2023 yılının son çeyreğinde, tüketici kredilerinin uzun dönem ortalamaları düzeyinde seyrettiği, toplam ticari kredilerin uzun dönem ortalamalarına yakınsadığı görülmektedir (Grafik 2.2.13). Öte yandan Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne göre, 2024 yılı ilk çeyreğinde ticari kredi talebinin yatay seyredeceği, konut kredi talebindeki azalış yönlü seyrin zayıflayarak devam edeceği, ihtiyaç kredisi talebindeki azalmanın ise güçleneceği beklenmektedir (Grafik 2.2.14).

Grafik 2.2.14: Kredi Standartları ve Kredi Talebi



Kaynak: TCMB BKEA.

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

Mercek Altı 2.2

Getiri Eğrisi Gelişmeleri

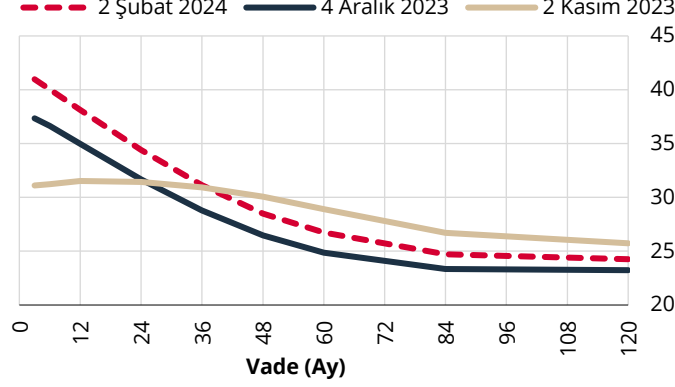
Faizlerin diğer tüm finansal değişkenler ile yakın ilişkisi gereği, getiri eğrileri finansal piyasaların mevcut durumuna ve ekonomiye dair gelecek dönem beklentilerine yönelik bilgiler içermektedir. Kısa vadeli DİBS getirilerinin mevcut para politikası faizleriyle yakından ilişkili olması beklenirken uzun vadeli DİBS getirileri de bugünkü ve gelecekteki para politikası beklentilerini yansıtır. Para politikası faizinin de başta enflasyon ve büyüme olmak üzere temel makro göstergeler ile uyumlu seyrettiği bir ortamda getiri eğrileri piyasaların gelecek döneme ilişkin beklentilerinin yorumlanmasında önemli bir araç haline almaktadır.

Mikro ve makro-ihtiyati çerçevede atılan sadeleşme adımları ile DİBS fiyatlarının piyasa mekanizması içerisinde belirlenme kabiliyeti artırılırken bu süreçte gerçekleştirilen parasal sıkılaştırma ile DİBS getirileri tüm vadelerde yükselmiştir. 2023 yılında III ve IV sayılı Enflasyon Raporları'nın yayımlandığı tarihler arasında 1 yıllık DİBS getirisi yaklaşık 16 puan artışla yüzde 31,2'ye yükselirken 5 ve 10 yıllık DİBS getirileri de sırasıyla 11,7 ve 7,5 puan yükselişle yüzde 28,9 ve yüzde 25,7 seviyelerine ulaşmıştır. Yılın son çeyreğinde ise uzun vadeli DİBS getirileri gerçekleştirilen faiz artırımlarına karşın gerilemeye başlamış ve getiri eğrisinin negatif eğimi belirgin hale gelmiştir. 2 Şubat tarihi itibarıyla 1 yıllık DİBS getirisi yüzde 38,1 seviyesine çıkarken 5 ve 10 yıllık DİBS getirileri sırasıyla, yüzde 26,7 ve yüzde 24,3 seviyelerine gerilemiştir (Grafik 1). Getiri eğrisinin şeklindeki söz konusu değişim piyasa katılımcılarının enflasyon ve para politikası faizlerinin gelecekte düşmesini beklediklerine işaret etmektedir. Getiri eğrisinin dezenflasyon sürecini yansıtmaya başlaması para politikası aktarımının atılan adımlarla güçlendirildiğini ortaya koymaktadır.

Dezenflasyon sürecinin ekonomiyi oluşturan tüm bireyler tarafından benimsenmesi sıkı para politikası ödünleşimini azaltacak temel unsurdur. DİBS piyasasının para politikası ve makro göstergeler ile uyumlu bir yapıda olması yurt dışı ve yurt içi Türk lirası yatırım tercihlerini desteklemekte böylelikle dezenflasyon sürecine katkı sunmaktadır. Piyasa mekanizmalarının işlevselliğinin artırılmasıyla katılımı artan finansal aktörlerin enflasyon ve para politikası beklentilerinin daha sağlıklı takibi mümkün olmakta ve para politikası iletişimi güçlendirilmektedir.

Para politikasının dezenflasyon süreci üzerindeki etkilerinin belirginleşmesiyle birlikte DİBS piyasasına ilginin artarak devam etmesi ve bu kanaldan elde edilen kazanımların süreklilik kazanması beklenmektedir.

Grafik 1: Hazine Tahvil Getiri Eğrisi (%)



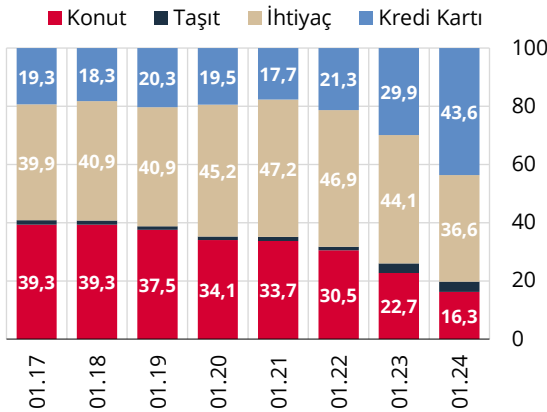
Kaynak: Bloomberg.

Mercek Altı 2.3

Bireysel Kredi Kartı Harcamalarının Ödeme ve Kredilendirme Saiklerinin Ayrıştırılması

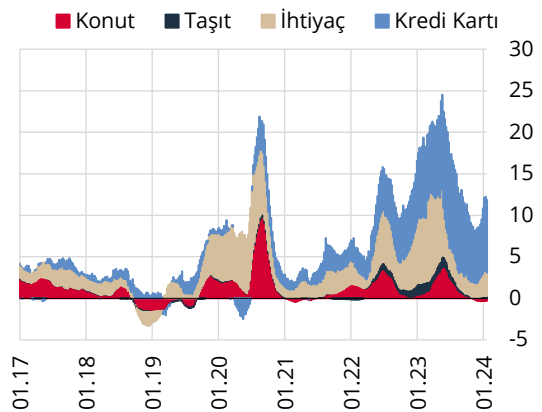
Kredi kartı harcamalarının ödeme ve kredilendirme saiklerinin ayrıştırılarak takip edilmesi hanehalkının tüketim talebindeki gelişmeleri incelemek açısından önem taşımaktadır. Kredi kartının dijitalleşen ekonomide bir ödeme aracı olarak önemi artmaktadır. Diğer taraftan, kredi kartları nakit avans kullanımına ve harcamaların taksitlendirilerek ödenmesine olanak sağlaması nedenleriyle kısa vadeli bir borçlanma aracı olarak da kullanılabilir. Tüketici kredileri ile kredi kart harcamalarından oluşan bireysel kredilerin büyüme kompozisyonunda 2020 yılı öncesinde ihtiyaç ve konut kredileri en yüksek paya sahipken 2021 yılı sonrasında itibaren konut kredilerinin bireysel kredilerdeki payı azalmış, bireysel kredi kartlarının önemi artmaya başlamıştır (Grafik 1). 2024 yılı ocak ayındaki yüzde 11,6 oranındaki 13 haftalık bireysel kredi büyümesinde, 8,7 yüzde puanlık katkı ile bireysel kredi kartı harcamaları belirleyici olmuştur (Grafik 2).

Grafik 1: Bireysel Kredi Kompozisyonu (% Pay)



Kaynak: TCMB.

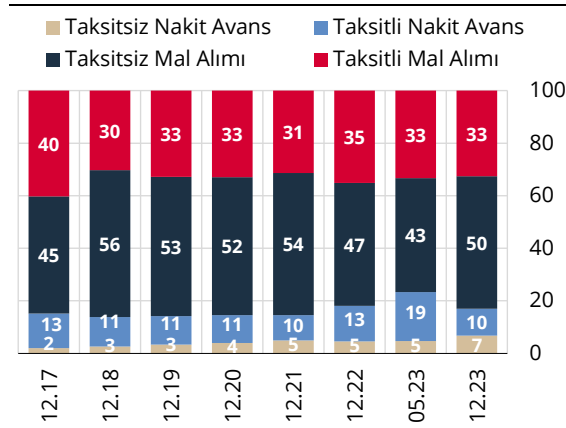
Grafik 2: Bireysel Kredi Büyümesine Katkılar (13 Haftalık Toplam Katkılar, %)



Kaynak: TCMB.

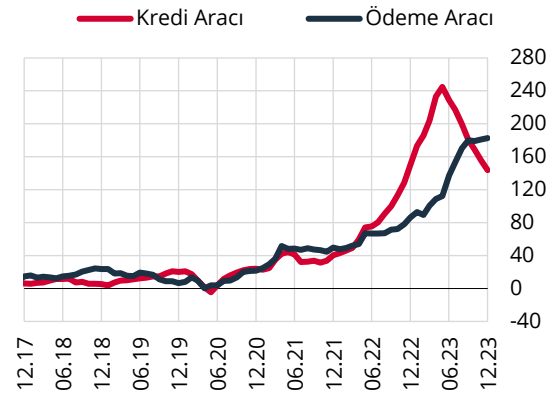
Bireysel kredi kartı bakiyesi taksitli/taksitsiz mal ve hizmet alımı ile taksitli/taksitsiz nakit avans olmak üzere dört kalemin toplamından oluşmaktadır. Taksitli ve taksitsiz nakit avanslarının toplam BKK'daki payı 2017-2021 yılları arasında ortalama yüzde 14,1 iken 2022 yılının ikinci yarısından sonra kredi kartı faizlerinin mevduat ve ihtiyaç kredi faizlerine göre düşük kalmasının etkisiyle yükselerek, parasal sıkılaştırma öncesi en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Grafik 3). Fiyat gelişmeleri ve finansal derinleşme ile nakit para yerine kredi kartı kullanımının artmasının etkili olduğu mal ve hizmet alımı amacıyla yapılan kredi kartı harcamalarının, toplam kredi kartı harcamalarındaki payı yükselerek son dönemde yüzde 83 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, 2022 yılı ikinci yarısından itibaren, artan enflasyonun etkisiyle taksitli mal ve hizmet alımlarının toplam mal ve hizmet alımları içindeki payı yükselmiş, parasal sıkılaştırma sonrasında ortalama seviyesine gerileyerek, son dönemde yüzde 39 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 3: Bireysel Kredi Kartlarının Kompozisyonu (% Pay)



Kaynak: TCMB.

Grafik 4: Bireysel Kredi Kartı Kredi ve Ödeme Aracı Saiklerinin Yıllık Büyümesi (%)



Kaynak: TCMB.

Haziran ayında uygulanmaya başlanan parasal sıkılaştırma sonrasında kredi kartının kredilendirme saiki ile yapılan harcamaların büyümesinin belirgin olarak azaldığı görülmektedir.

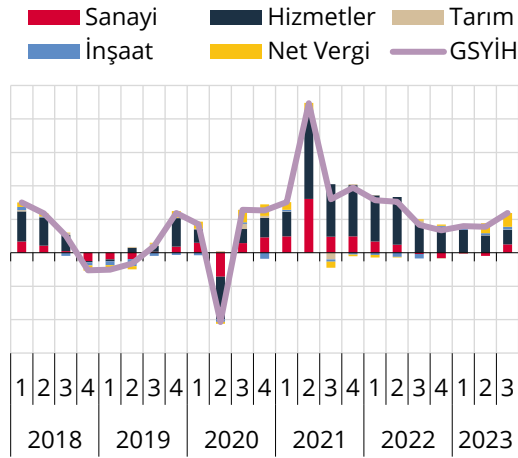
Kredi kartı harcamalarının taksitli ve taksitsiz nakit avans bakiyesi kredi kartının kredilendirme fonksiyonu ile yakından ilişkilidir. Bununla birlikte, taksitli mal ve hizmet alımları da vadelendirme fonksiyonu nedeniyle "kredilendirme" olanağı sunmaktadır. Diğer taraftan, taksitsiz mal ve hizmet alımı genellikle kredi kartının ödeme saiki ile ilişkilendirilse de müşteriye ödemesini yaklaşık bir ay öteleme imkânı getirmesinden dolayı kredilendirme saikini de içerebilmektedir. Veri kısıtlarından dolayı, toplam nakit avans bakiyesi ile taksitli mal ve hizmet alımının "kredi aracı saiki" ile taksitsiz mal ve hizmet alımından kaynaklanan kredi kartı harcamalarının ise "ödeme aracı" saikiyle yapıldığı varsayılarak, kredi kartı büyümesi kredi ve ödeme aracına göre ayrıştırılmıştır. Haziran döneminden bu yana, parasal sıkılaştırma ile yükselen kredi kartı faizlerinin etkisiyle kredilendirme saikiyle yapılan harcamaların büyümesinin belirgin olarak zayıfladığı görülmektedir. Diğer taraftan, kredi kartlarının ödeme saikine yönelik olarak yapılan harcamaların artış hızı yavaşlarsa da enflasyon oranının oldukça üzerinde seyretmektedir (Grafik 4).

2.3 İktisadi Faaliyet

Arz ve Talep Gelişmeleri

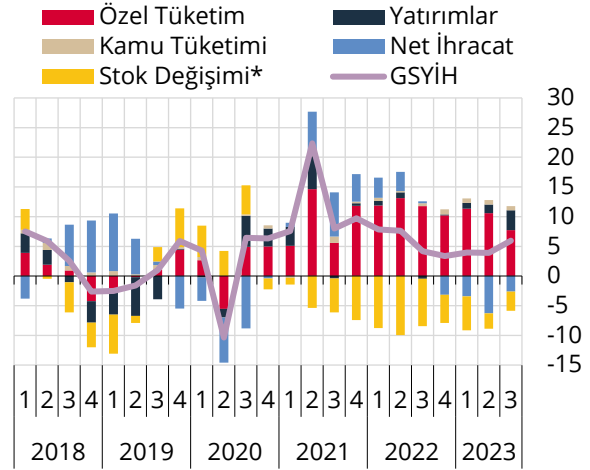
2023 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet çeyreklik bazda sınırlı büyüme sergilemiş ve parasal sıkılaştırmanın yansımalarıyla yurt içi talepteki dengelenmenin başladığına işaret etmiştir. Üçüncü çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), yıllık bazda yüzde 5,9 oranında artarken çeyreklik bazda büyüme yavaşlamış ve yüzde 0,3 oranında gerçekleşmiştir. Bu dönemde yıllık büyümenin üretim yönünden temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam etmiştir. Sanayi sektörünün yıllık büyümeye katkısı dört çeyrek sonrasında pozitif gerçekleşmiş, inşaat sektörünün katkısı ise artarak devam etmiştir (Grafik 2.3.1). Böylelikle, üretim yönünden büyüme kompozisyonunda daha dengeli bir görünüm izlenmiştir. Harcama yönünden yıllık bazda büyümeye en yüksek katkı 11,8 puan ile nihai yurt içi talepten gelmiştir. Söz konusu katkının 7,7 puan ile büyük çoğunluğu özel tüketimdeki artıştan kaynaklanmıştır (Grafik 2.3.2). Bununla birlikte, finansal koşullardaki sıkılaşımla birlikte özel tüketimin yıllık büyümeye katkısı gerilemiştir. Bu dönemde, yatırımların yıllık büyümeye katkısı 3,4 puan olurken yatırım kalemleri arasında en yüksek katkı, yıllık bazda artış eğilimini on altıncı çeyreğe taşıyan makina-teçhizat yatırımlarından gelmiştir. Çeyreklik bazda ise nihai yurt içi talep özel tüketimdeki daralmayla birlikte yavaşlayarak yataya yakın seyredirken net ihracat dört çeyreğin ardından ilk defa çeyreklik büyümeye pozitif katkı vermiştir. Özetle, üçüncü çeyrekte harcamalar yönünden büyüme kompozisyonunda da geçmiş çeyreklere kıyasla daha dengeli bir görünüm izlenmiştir.

Grafik 2.3.1: GSYİH Yıllık Büyümesine Üretim Yönünden Katkılar (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 2.3.2: GSYİH Yıllık Büyümesine Harcama Yönünden Katkılar (% Puan)

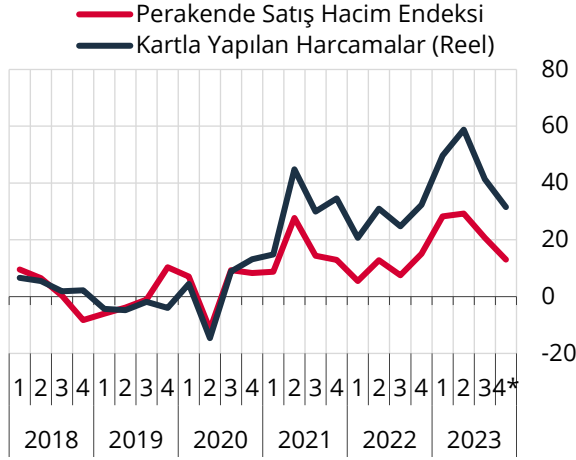


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistikî sapmayı içermektedir.

Yakın dönem göstergeleri ve yüksek frekanslı veriler 2023 yılının son çeyreğinde yurt içi iktisadi faaliyetteki dengelenmenin devam ettiğine, büyüme ivmesinde ise yıllık bazda yavaşlamaya işaret etmektedir. Perakende satış hacim endeksi kasım ayı itibarıyla dördüncü çeyrekte yıllık bazdaki artışını sürdürmesine karşın artış hızı yavaşlamış, çeyreklik bazda ise endeks sınırlı düşüş göstermiştir (Kutu 2.1). Kartla yapılan harcamalar, indirim kampanyalarının yoğunlaştığı dördüncü çeyrekte tüketim talebindeki artışın çeyreklik bazda devam ettiğine, yıllık bazda ise artış hızının yavaşladığına işaret etmektedir (Grafik 2.3.3). Bu dönemde, beyaz eşya satışları çeyreklik bazda yavaşlarken otomobil satışlarında kampanyaların etkisiyle bir miktar artış gözlenmiştir. Bununla birlikte otomobil ve beyaz eşya satışları tarihsel ortalamalarının üzerindeki seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.3.4). İktisadi Yönelim Anketi (İYA) kayıtlı sipariş göstergelerinin yanı sıra saha görüşmeleri ise son çeyrekte fiyat indirim kampanyaları ve öne çekilen talep güdüsünün telafi edici etkisine rağmen dayanıklı mal grubunda daha belirgin olmak üzere iç talepteki yavaşlamayı teyit etmektedir (Kutu 2.2). Öte yandan, ocak ayına ilişkin İYA verileri, parasal sıkılaştırma süreciyle başlayan dengelenmenin devam etmesiyle birlikte yılın başında gerçekleşen ücret güncellemelerinin de katkısıyla iç talepteki ivme kaybının yavaşladığına işaret etmektedir. Nitekim, bu dönemde imalat sanayi firmalarının kayıtlı iç piyasa siparişleri yeniden artış kaydetmiştir.

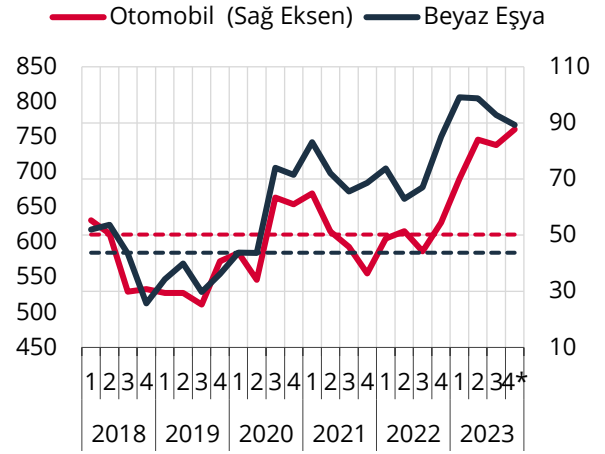
Grafik 2.3.3: Tüketim Göstergeleri (Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Yıllık % Değişim, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Perakende satış hacim endeksi ekim-kasım ayları ortalamasıdır.

Grafik 2.3.4: Beyaz Eşya ve Otomobil Satışları** (Bin Adet, Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış)

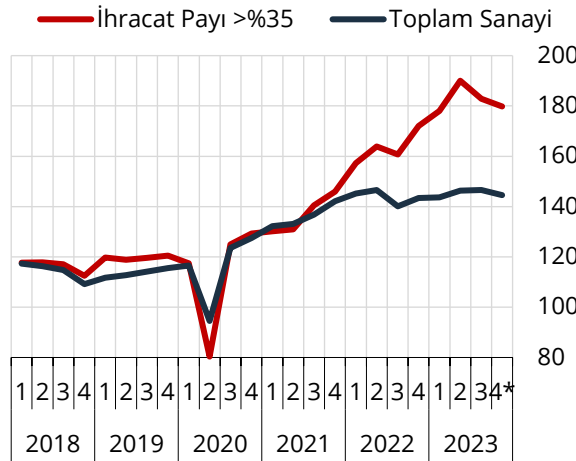


Kaynak: ODMD, TCMB, TURKBESD.

* Beyaz eşya için ekim-kasım ayları ortalamasıdır.
** Kesikli çizgiler tarihsel ortalamaları (2011-2019) göstermektedir.

Dış talepte süregelen zayıf seyir ile birlikte iç talepteki kademeli yavaşlama üretim göstergeleri üzerinde sınırlayıcı etkiye bulunmaktadır. Kasım ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak sanayi üretimi dördüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 1,3 oranında azalmıştır (Grafik 2.3.5). Bu dönemde, tüketim malları imalatındaki çeyreklik daralma yüzde 3,3 ile genele kıyasla daha kuvvetli olmuştur. Kapasite kullanım oranı kasım ayındaki artışın ardından aralık ayında düşüşe geçmiş, çeyreklik bazda ise artarak yüzde 77,2 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.6). Ocak ayında kapasite kullanım oranı yüzde 76,4 seviyesinde gerçekleşerek tarihsel ortalamalarına yaklaşmıştır.

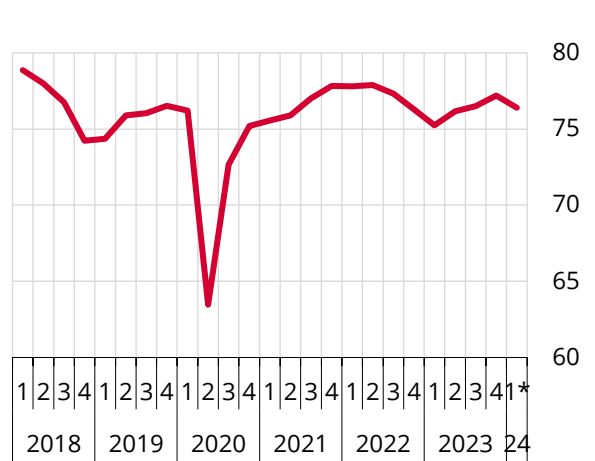
Grafik 2.3.5: Sanayi Üretim Endeksi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-kasım ayları ortalaması.

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

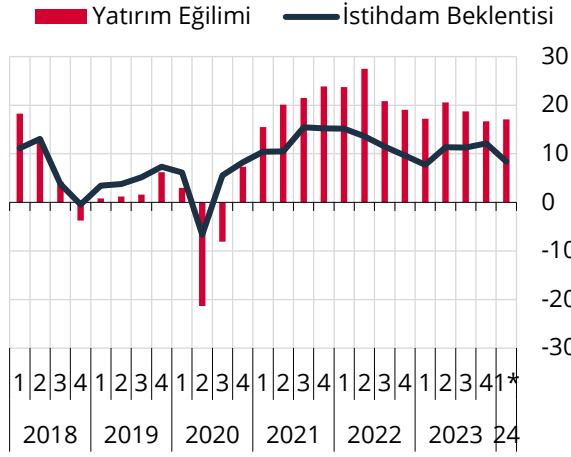


Kaynak: TCMB.

* Ocak ayı verisidir.

2023 yılının son çeyreğinde sınırlı olarak gerileyen imalat sanayi firmalarının yatırım eğilimleri ocak ayı itibarıyla 2024 yılının ilk çeyreğinde yataya yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 2.3.7). Sermaye malları üretimi ile dış ticaret göstergeleri yatırımlardaki yavaşlama görünümünü teyit etmektedir. Kasım ayı itibarıyla taşıt hariç sermaye malları üretimi çeyreklik bazda yüzde 1,1 oranında gerilerken taşımacılık araçları hariç sermaye malları ithalatı aynı dönemde çeyreklik bazda yüzde 3 oranında azalmıştır (Grafik 2.3.8).

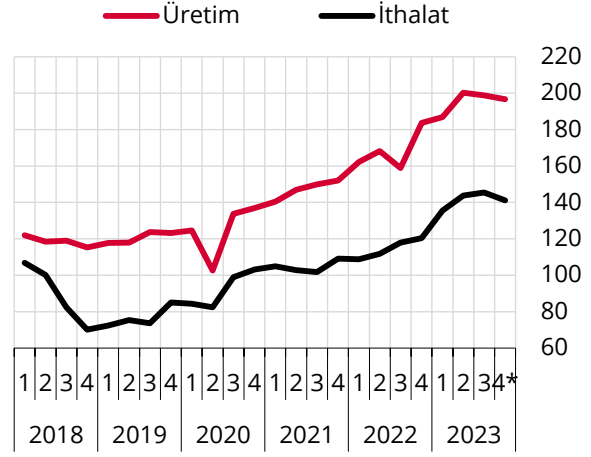
Grafik 2.3.7: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması ve İstihdam Beklentileri (Artacak-Azalacak, Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

* Ocak ayı verisidir.

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



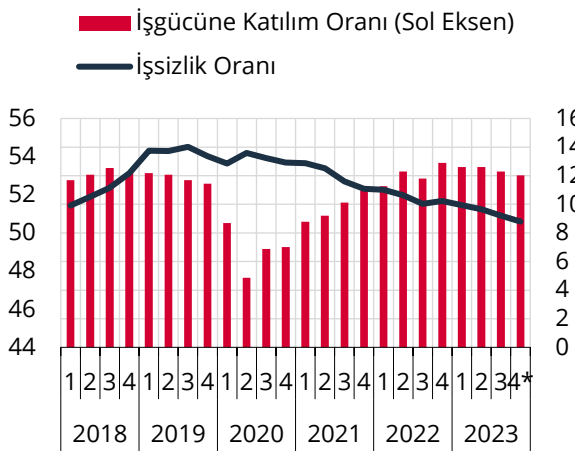
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ekim-kasım ayları ortalaması.

İşgücü Piyasası Gelişmeleri

İstihdam artışı dördüncü çeyrekte sınırlı oranda gerçekleşmiştir. Kasım ayı itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam çeyreklik bazda yüzde 0,3 oranında (80 bin kişi) artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılım oranı ise 0,2 puan azalarak yüzde 53,0 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.9). Böylelikle, işsizlik oranı yılın dördüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla 0,4 puan azalarak yüzde 8,8 olmuştur. Bu dönemde nüfus artışı işsizlik oranı üzerinde 0,16 puan artırıcı etkiye bulunurken istihdam artışının 0,23 puan, katılım oranındaki gerilemenin ise 0,35 puan düşürücü etkisiyle işsizlik oranı çeyreklik bazda gerilemiştir (Grafik 2.3.10 ve Grafik 2.3.11).

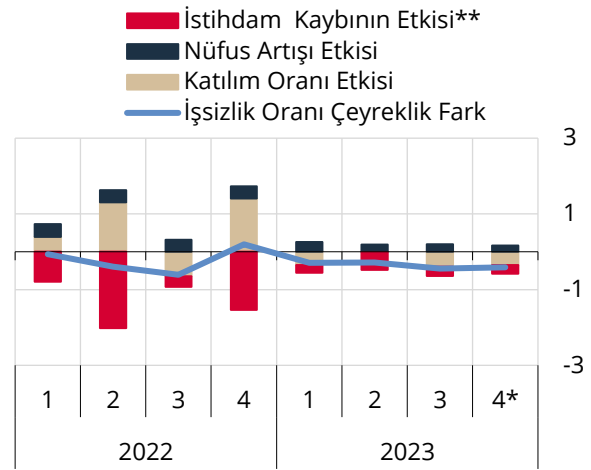
Grafik 2.3.9: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-kasım ayları ortalaması.

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



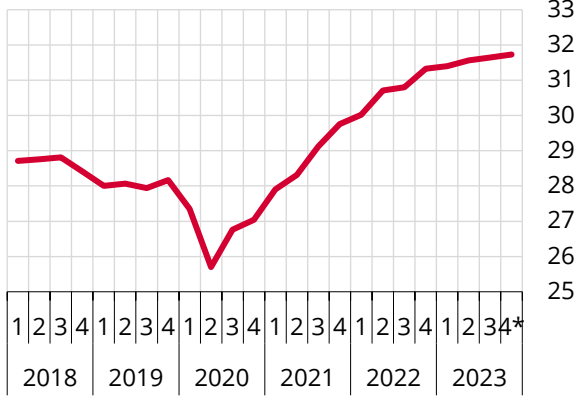
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ekim-kasım ayları ortalaması.

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

Yüksek frekanslı veriler işgücü piyasasında talebin bir miktar güç kaybettiğine işaret etmektedir. Ocak ayı itibarıyla yeni iş ilanları geçen seneki seviyelerinin sınırlı olarak altına inmiştir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri firmaların istihdam görünümünün sınırlı kötüleştiğine, gelecek üç ay içindeki istihdam beklentilerinin ise bir miktar gerilemeyle birlikte gücünü koruduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.3.12).

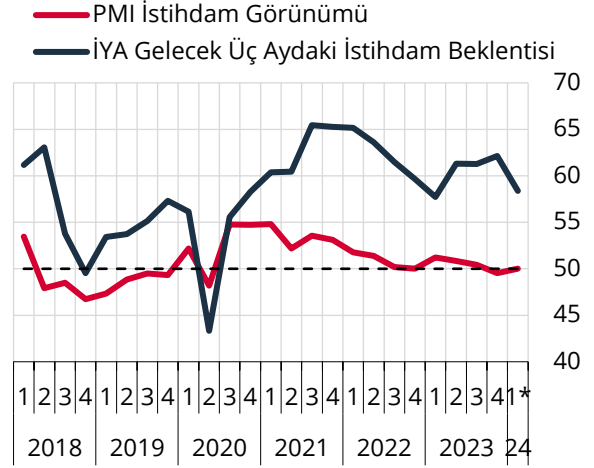
Grafik 2.3.11: Toplam İstihdam
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-kasım ayları ortalaması.

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



Kaynak: S&P Global, TCMB.

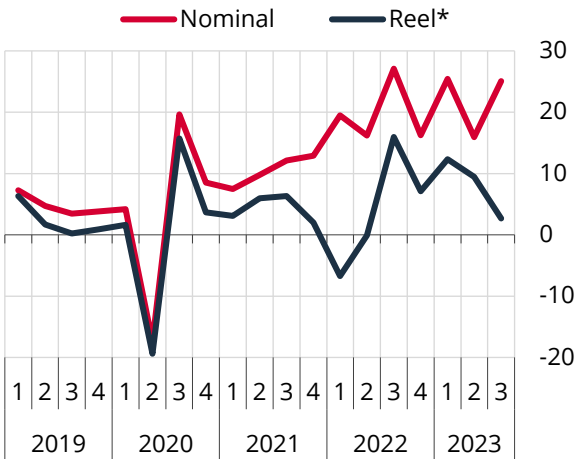
* Ocak ayı verisidir.

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

Tarım dışı brüt ücret ve maaş endeksinde reel artış eğilimi yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlamaya devam etmiştir (Grafik 2.3.13). Benzer şekilde, mevsimsellikten arındırılmış reel kazanç endeksinde sektörler genelinde görülen çeyreklik artış eğilimi üçüncü çeyrekte yavaşlamış, sanayi sektöründe ise negatife dönmüştür (Grafik 2.3.14).

2024 yılında asgari ücret seviyesi brüt asgari ücret 20.002 Türk lirası, net asgari ücret 17.002 Türk lirası olarak belirlenmiş, böylece, asgari ücret artış oranı 2023 yılının son çeyreğine göre yaklaşık yüzde 49,0 bir önceki yılın ocak ayına göre ise yaklaşık yüzde 100 olmuştur.

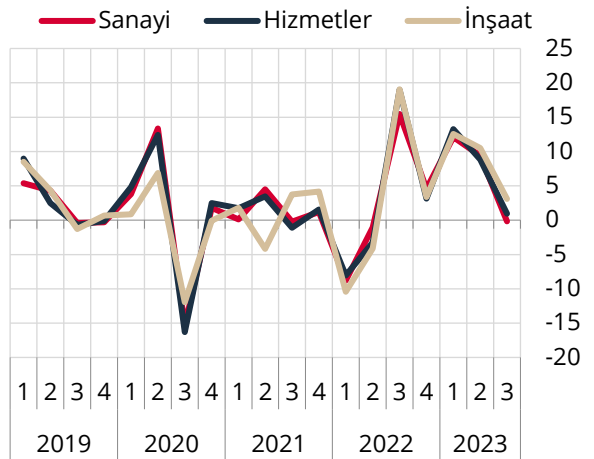
Grafik 2.3.13: Tarım Dışı Sektörlerde Brüt Ücret Maaş Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

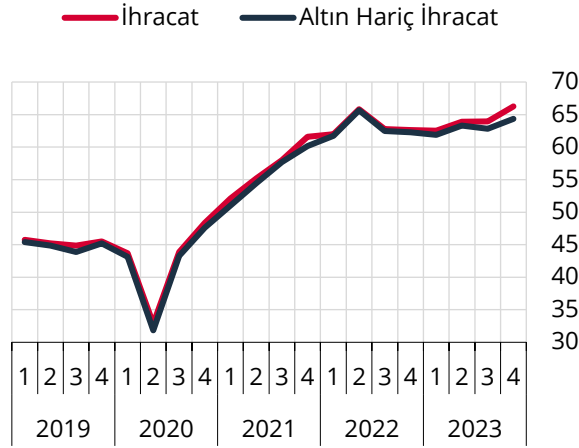
* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

İhracat 2023 yılının dördüncü çeyreğinde artmış, ithalat ise sınırlı miktarda azalmıştır. Üçüncü çeyrekte kayda değer değişiklik göstermeyen mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat değeri yılın son çeyreğinde ana ihracat pazarlarındaki zayıf talep koşullarına rağmen artış göstermiştir (Grafik 2.3.15). İlgili çeyrekte işlenmemiş altın, ihracat büyümesine önemli katkı verirken taşıt araçlar, kimyasal ürünler, mineral yakıtlar ve gıda kalemleri de pozitif katkı sağlamıştır. Orta Doğu ve Afrika bölgelerine yapılan ihracatın arttığı

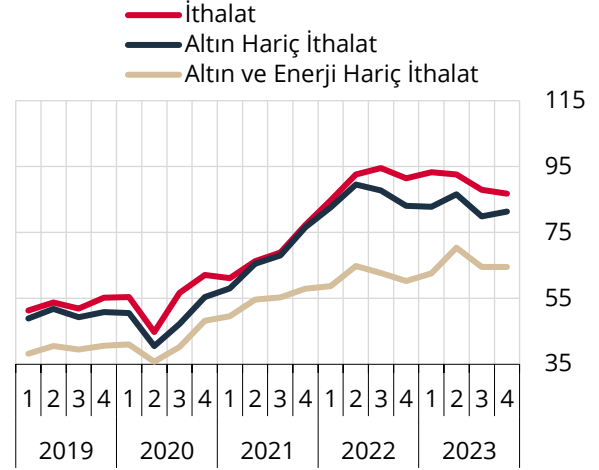
son çeyrekte diğer bölgelere, özellikle Avrupa'ya, yapılan ihracat azalmıştır (Mercek Altı 2.4). Parasal sıkılaştırmanın finansal koşullara yansımalarıyla yurt içi talepte başlayan dengelenmenin de etkisiyle altın ve enerji hariç ithalat değeri yılın üçüncü çeyreğinde azalış kaydetmiş ve son çeyrekte yataya yakın seyretmiştir (Grafik 2.3.16). İşlenmemiş altın hariç ithalat ise yılın son çeyreğinde enerji ithalatında gözlenen çeyreklik artışa paralel olarak yükselmiştir. Belirgin düşüş gösteren işlenmemiş altın ithalatı da eklendiğinde toplam ithalat değerinin son çeyrekte sınırlı miktarda azaldığı gözlenmiştir. Bu çerçevede, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığındaki azalış yılın son çeyreğinde de sürmüştür. Geçici dış ticaret verileri, dış ticaret dengesinin ocak ayında bir önceki aya göre nispeten yatay seyrettiğine işaret etmektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

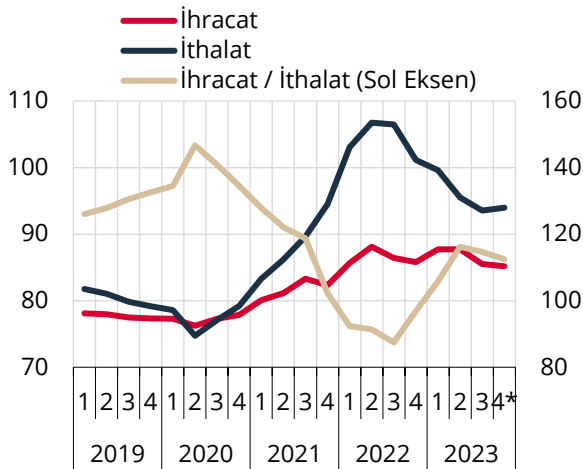
Grafik 2.3.16: İthalat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Dış ticaret haddinin düştüğü son çeyrekte, ihracat miktar endeksi artmış, ithalat miktar endeksi ise azalmıştır. Ekim-kasım ortalaması olarak hesaplanan son çeyrek dış ticaret birim değer endekslerine göre ihracat fiyatları sınırlı oranda düşerken ithalat fiyatları sınırlı oranda yükselmiştir (Grafik 2.3.17). Böylelikle dış ticaret haddi azalarak dış ticaret dengesini olumsuz yönde etkilemiştir. Diğer taraftan, yine ekim-kasım ortalaması olarak hesaplanan mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat miktarı artış, ithalat miktarı ise düşüş sergileyerek dış ticaret dengesini iyileştirici yönde etkide bulunmuştur (Grafik 2.3.18). Altın dış ticaretine ilişkin alınan önlemlerin ve parasal sıkılaştırmanın etkisiyle işlenmemiş altın kalemi, son çeyrekte ihracattaki artışın ve ithalattaki düşüşün sürükleyicisi olmuştur. Yüksek frekanslı veriler altın ithalatındaki gerilemenin aralık ayında da sürdüğüne işaret etmektedir.

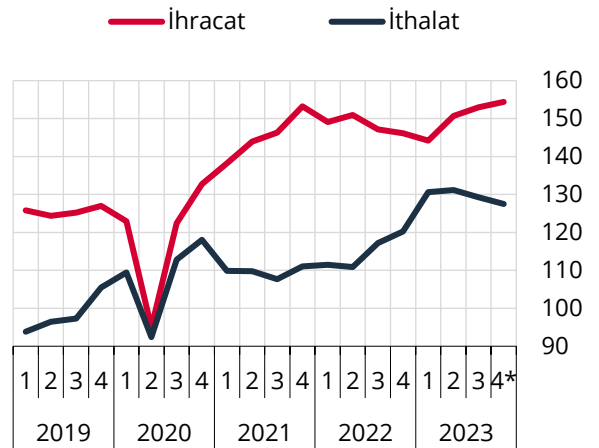
Grafik 2.3.17: Dış Ticaret Birim Değer Endeksleri (2015=100)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-kasım ayları ortalamasıdır.

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

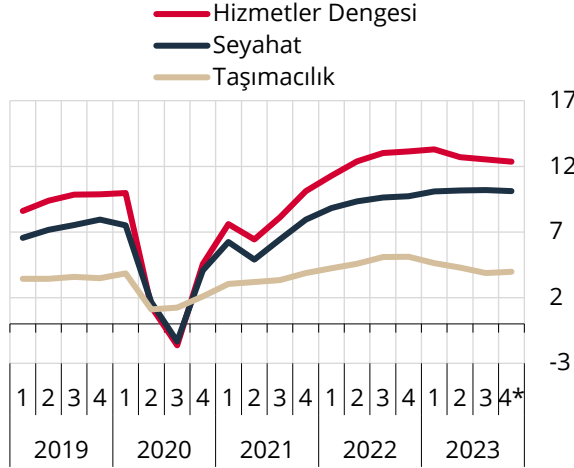


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ekim-kasım ayları ortalamasıdır.

Hizmetler dengesi, seyahat gelirlerinin de desteğiyle güçlü görünümünü sürdürmektedir. Kasım ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış seyahat gelir dengesindeki fazlanın yüksek seviyesini sürdürmesi ve taşımacılık gelir dengesinin yatay bir seyir izlemesiyle hizmetler dengesi fazlası 2023 yılının son çeyreğinde güçlü görünümünü korumuştur (Grafik 2.3.19). Son çeyrekte ortaya çıkan yeni bölgesel jeopolitik sorunlara rağmen mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış yabancı ziyaretçi sayısının ilgili çeyrekte artması, seyahat gelirlerindeki artışın sürükleyicisi olmuştur (Grafik 2.3.20). Öncü veriler, aralık ayında ziyaretçi sayısının görece yüksek seviyesini koruyacağına ve seyahat gelir dengesine olumlu katkı sunmaya devam edeceğine işaret etmektedir.

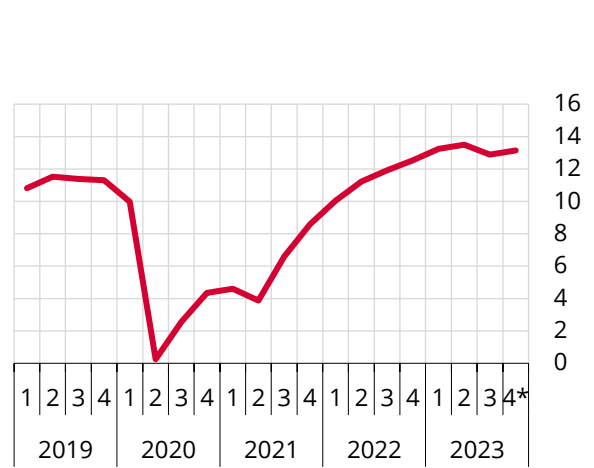
Grafik 2.3.19: Hizmetler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

* Ekim-kasım ortalamalarını yansıtmaktadır.

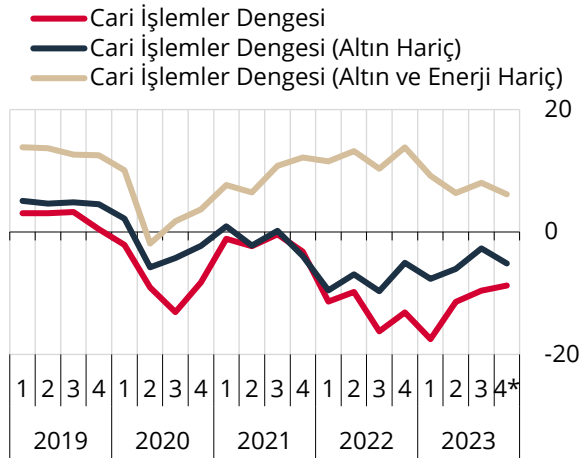
Grafik 2.3.20: Yabancı Ziyaretçi Sayısı (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TCMB.

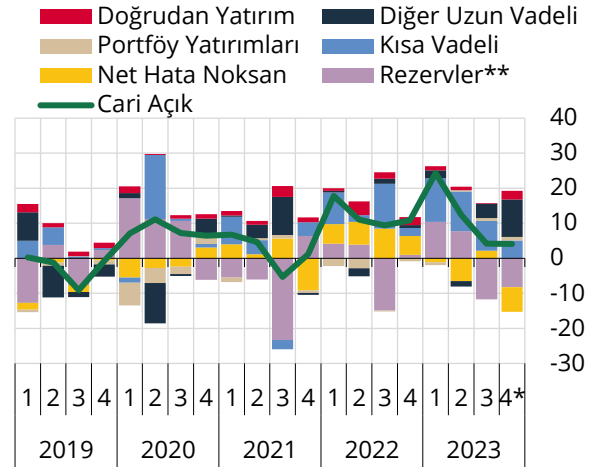
* Ekim-kasım ortalamalarını yansıtmaktadır.

Dış ticaret açığının gerilemesi ve hizmetler dengesinin güçlü seyri ile birlikte cari açık son çeyrekte azalmıştır. Birincil gelir dengesindeki bozulmaya karşın dış ticaret açığının azalması ve hizmetler dengesinin güçlü katkısıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari açık son çeyrekte bir önceki çeyreğe göre azalmıştır (Grafik 2.3.21). Ödemeler dengesi tanımlı olarak, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracatın yükselmesi ve ithalatın düşmesiyle dış ticaret dengesi ilgili çeyrekte iyileşme göstermiştir. Altın dış ticaret açığı azalırken enerji dış ticaret açığı ithalattaki yükselişin etkisiyle artmıştır. Altın ve enerji hariç cari işlemler fazlası, birincil gelir dengesindeki bozulmanın da yansımasıyla bir önceki çeyreğe göre azalmıştır. Ayrıca kredilerde son çeyrekte gözlenen normalleşme eğiliminin, talep kaynaklı yukarı yönlü baskıları azaltarak cari açığı düşüşe katkı sunduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 2.3.21: Cari İşlemler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

* Ekim-kasım ortalamaları kullanılarak hesaplanmıştır.

Grafik 2.3.22: Cari Açığın Finansmanı (Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

* Ekim-kasım ortalamaları kullanılarak hesaplanmıştır.

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

Cari işlemler açığının azalması ve net sermaye girişleri ile birlikte rezerv birikimi son çeyrekte de devam etmiştir. Sıkı para politikasının uygulandığı yılın ikinci yarısında cari işlemler açığının üzerinde gerçekleşen net sermaye girişi rezervlerin artmasında önemli rol oynamıştır (Grafik 2.3.22). Kasım ayı itibarıyla 2023 yılının son çeyreğinde ağırlıklı olarak uzun vadeli krediler ve eurobond ihraçları ile gerçekleşen sermaye girişleri gerek cari açığı gerekse net hata noksan kaynaklı çıkışları fazlasıyla karşılamış ve rezervlerde belirgin yükseliş gerçekleşmiştir. Aralık ayına ilişkin veriler, rezervlerin yılın son ayında da yükseliş kaydettiğine işaret etmektedir.

Kamu Maliyesi Gelişmeleri

Merkezi yönetim bütçesi 2023 yılında Orta Vadeli Program (OVP) öngörülerine göre daha olumlu bir görünüm sergilemiş olup, bu durum harcamalardan ziyade gelirlerden kaynaklanmıştır. Nitekim, harcamaların OVP gerçekleşme tahminine oranı yüzde 100,3 iken gelirlerin oranının yüzde 105,7 olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında 1.375,0 milyar Türk lirası bütçe açığı ve 700,4 milyar Türk lirası faiz dışı açık kaydedilmiştir. OVP'de gerçekleşme tahmini yüzde 6,4 olarak verilen bütçe açığı/GSYİH oranının yüzde 5,4 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir (Mercek Altı 2.5). Faiz dışı harcamaların ve faiz giderlerinin yıllık artış oranları sırasıyla yüzde 124,6 ve yüzde 117,0 olmuştur. Faiz dışı harcama artışında şubat ayında meydana gelen depremler nedeniyle yapılan harcamalar önemli bir rol oynamış olup, söz konusu deprem harcamalarının GSYİH'ye oranının yüzde 3,7 (950 milyar Türk lirası) olduğu açıklanmıştır. Ayrıca, memur ve emekli maaşlarında yapılan düzenlemeler ve 2023 yılında yürürlüğe giren Emeklilikte Yaşa Takılanlar (EYT) düzenlemesi de faiz dışı harcamaları artıran unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Öte yandan, vergi gelirlerinin ve vergi dışı gelirlerin yıllık artışı sırasıyla yüzde 91,2 ve yüzde 58,9 olmuştur. Gelirlerin bütçeye verdiği katkıda yeniden yapılandırma gelirleri ve temmuz ayında yapılan gelir artırıcı tedbirlerin önemli bir payı vardır. Vergi dışı gelirlerin artışının görece sınırlı kalmasında ise 2022 yılında 54,3 milyar Türk lirası olan TCMB kar ve yedek akçe transferinin bu sene 40 milyar Türk lirası olarak gerçekleşmesi etkili olmuştur.

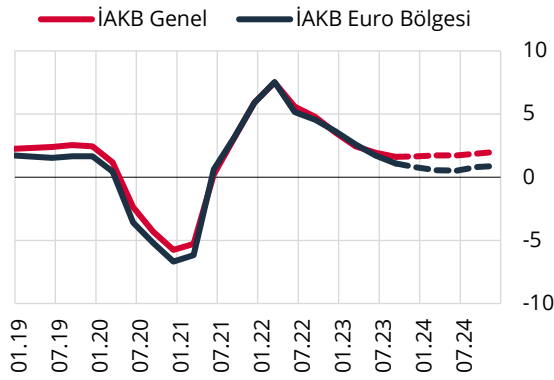
Mercek Altı 2.4

Küresel Büyüme Görünümü ve İhracat

2024 yılında küresel büyüme görünümünde zayıf seyrin devam etmesi beklenirken özellikle Euro Bölgesi'nin 2023 yılından sonra 2024 yılında da potansiyelin altında büyüyeceği öngörülmektedir.

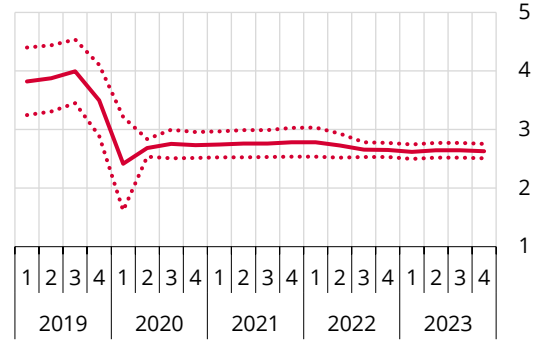
Küresel ölçekte para politikalarının talep üzerindeki etkilerinin belirginleşmesi ve özellikle iktisadi faaliyetin sürükleyicisi konumundaki hizmetler sektörünün ivme kaybetmesi ile büyüme görünümü 2023 yılı ikinci yarısından itibaren zayıflamıştır. Para politikalarında kademeli bir normalleşme beklenmesine karşın enflasyonun hedef oranlara yaklaşabilmesi için küresel finansal koşulların 2024 yılında da sıkı kalmaya devam edeceği ve zayıf büyüme görünümünün süreceği öngörülmektedir. Diğer taraftan jeopolitik riskler canlılığını korurken Çin ekonomisi başta emlak piyasasına ilişkin riskler olmak üzere, deflasyon tehlikesi ve düşük tüketici güveni gibi sorunlar ile karşı karşıyadır. Bu durum dış talep yolu ile Euro Bölgesi büyüme görünümünü de olumsuz etkilemektedir. Bu çerçevede, birçok ekonominin 2024 yılında potansiyelin altında büyüyeceği öngörülmektedir. Türkiye'nin dış talep görünümü açısından önemli bir gösterge olan İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme (İAKB) endeksinin de pandemi öncesi 10 yılın ortalaması olan yüzde 2,5'in altında kalarak, yıl boyunca yüzde 2 civarında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Euro Bölgesi için ise büyüme hızının genel endekse göre daha düşük gerçekleşmesi beklenmektedir (Grafik 1).

Grafik 1: İAKB Endeksleri (Yıllık Ortalama Değişim, %)



Kaynak: Consensus Economics, S&P Global.

Grafik 2: İhracatın Dış Talep Esnekliği (%)



Kaynak: TCMB Hesaplamaları.

Bununla birlikte, ihracatçı sektörlerin yönelimlerini değiştirmede gösterebildiği dinamizm, başta en büyük ticaret ortağımız olan Avrupa ülkeleri olmak üzere, ekonomilerdeki yavaşlamanın ihracatımız üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmaktadır. Türkiye'de ihracat performansını belirleyen etkenler üzerine TCMB bünyesinde yapılan çalışmaların ortaya koyduğu üzere, ihracatın temel belirleyicisi ihracat yapılan ülkelerin gelir düzeyini ifade eden dış talep olup, görece fiyatları ifade eden reel kurun daha sınırlı bir etkisi bulunmaktadır. Standart bir hata düzeltme modeli ile tahmin edilen ihracat talep fonksiyonundan kayan pencere yöntemiyle elde edilen dış talep esnekliği kestirimleri salgın süreci ve sonrasında ihracatın dış talebe olan duyarlılığında azalışa işaret etmektedir (Grafik 2). Bu azalışın bahsi geçen dönemde ortaya çıkan diğer etmenler ile birlikte ihracatta ürün ve pazar çeşitlendirmesiyle sağlanan dönüşümden kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Salgın sürecinde yaşanan küresel tedarik sorunları, Türkiye'nin avantajlı konumu ile küresel ticaretten aldığı payı artırmasında etkili olmuş, ihracatta ürün ve ülke yelpazesinin genişletilmesi dışsal şoklara karşı kırılabilirliğin de azalmasına katkıda bulunmuştur. 2022 yılı ikinci yarısından itibaren küresel büyüme görünümünün belirgin şekilde bozulmasına karşın, ihracatın yatay seyrini sürdürmesi bu bulguyu desteklemektedir. Bu çerçevede, son yıllarda ihracatta gözlenen tabana yayılma eğilimi ve TCMB'nin uyguladığı hedefli kredi programlarının da desteğiyle, ihracatın önümüzdeki dönemde dış talepte öngörülen zayıflığa karşı salgın öncesi döneme kıyasla daha dayanıklı hale geldiği değerlendirilmektedir.

Mercek Altı 2.5

2023 Yılı Bütçe Gerçekleşmeleri ve Orta Vadeli Program Çerçevesinde Kamu Mali Duruşu

2023 yılında merkezi yönetim bütçesi 1.375 milyar Türk lirası bütçe açığı ve 700,4 milyar Türk lirası faiz dışı açık kaydetmiştir (Tablo 1). Orta Vadeli Program'da (OVP) gerçekleşme tahmini yüzde -6,4 olarak verilen bütçe dengesi/GSYİH oranının yüzde -5,4 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir (Tablo 2).

Bütçe gerçekleşmesinin OVP tahminine kıyasla daha olumlu olmasının harcamalardan ziyade gelir kaynaklı olduğu görülmektedir. Nitekim OVP gerçekleşme tahminine oranla harcamalar yüzde 100,3 olarak gerçekleşirken gelirler yüzde 105,7 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 1). Gelirlerin bütçeye verdiği katkıda yeniden yapılandırma gelirleri ve temmuz ayında yapılan gelir artırıcı tedbirler önemli bir rol oynamıştır. Öte yandan vergi dışı gelirlerin artışının görece sınırlı kalmasında 2022 yılında 54,3 milyar Türk lirası olan TCMB kar ve yedek akçe transferinin bu sene 40 milyar Türk lirası olarak gerçekleşmesi etkili olmuştur.

Faiz dışı harcamaların şekillenmesinde başat rolü şubat ayında meydana gelen depremler oynamıştır. Deprem harcamaları nedeniyle ortaya çıkan kaynak ihtiyacı için temmuz ayında ek bütçe çıkartılmıştır. 2023 yılı bütçesinde deprem kaynaklı harcama tutarı 950 milyar Türk lirası (GSYİH'ye oranla yüzde 3,7) olmuştur. Deprem harcamaları hariç tutulduğunda bütçe dengesi/GSYİH oranı yüzde -1,7 ile daha olumlu bir görünüm sergilemektedir. Ayrıca memur ve emekli maaşlarında yapılan düzenlemelerin yanı sıra Emeklilikte Yaşa Takılanlar (EYT) düzenlemesinin 2023 yılında yürürlüğe girmesi de faiz dışı harcamalardaki artışta etkili olmuştur. Sonuç olarak 2022 yılında yüzde -1 olan bütçe dengesi/GSYİH oranı 2023 yılında yüzde -5,4 seviyesine yükselmiştir (Tablo 2).

Tablo 1: Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri

	2022 Gerçekleşme (Milyar TL)	2023 Gerçekleşme (Milyar TL)	2023 Bütçe Hedefi ^{1,2} (Milyar TL)	2023 OVP Gerç. Tahmini (Milyar TL)	Yıllık Artış (Yüzde)	Gerçekleşme /OVP G.T. (Yüzde)
Harcamalar	2.942,7	6585,5	5.589,1	6.562,6	123,8	100,3
Faiz Hariç Harcamalar	2.631,8	5910,8	4.942,9	5.916,5	124,6	99,9
Personel Giderleri	615,3	1324,5	952,3	1.326,5	115,3	99,8
SGK Primi Giderleri	96,9	185,7	150,4	183,2	91,7	101,4
Mal ve Hizmet Alım Giderleri	257,7	452,9	419,4	471,0	75,8	96,2
Cari Transferler	1.126,4	2373,6	1.940,9	2.501,6	110,7	94,9
Sermaye Giderleri	276,9	543,0	383,3	538,8	96,1	100,8
Sermaye Transferleri	48,8	858,1	521,0	685,1	1657,5	125,3
Borç Verme	209,9	173,0	410,4	210,4	-17,6	82,2
Faiz Giderleri	310,9	674,6	646,1	646,1	117,0	104,4
Gelirler	2.800,1	5210,5	4.929,7	4.929,7	86,1	105,7
Vergi gelirleri	2.353,4	4500,9	4.270,7	4.270,7	91,2	105,4
Vergi dışı gelirler	446,7	709,6	659,0	659,0	58,9	107,7
Bütçe Dengesi	-142,7	-1375,0	-659,4	-1.633,0	-	84,2
Faiz Dışı Denge	168,2	-700,4	-13,3	-986,8	-	71,0

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

OVP'de 2024 yılı için bütçe açığı/GSYİH oranı yüzde 6,4 olarak programlanmıştır. Milli gelire oranla bütçe gelirlerinin yüzde 20,5; bütçe harcamalarının ise yüzde 26,9 olacağı ifade edilmektedir (Tablo 2). 2024 yılındaki bütçe harcamalarını belirleyecek unsurların başında deprem harcamaları gelmektedir. Programda deprem kapsamındaki harcamalar için 1.028 milyar Türk lirası ödenek ayrıldığı belirtilmekte olup, bu tutar programda verilen GSYİH gerçekleşme tahmininin yüzde 2,5'ine tekabül etmektedir. Bu çerçevede deprem harcamaları hariç bütçe açığı/GSYİH oranının yüzde 4 seviyesinin altında kalması (yüzde 3,9) programlanmıştır.

OVP tahmin ufku olan 2024-2026 döneminde mali disiplinin kademeli olarak tesis edilmesi amaçlanmakta olup mali uyumun faiz dışı kamu harcamalarında tasarruf yapmak suretiyle sağlanacağı bir görünüm esas alınmıştır. Nitekim 2024 yılında yüzde 6,4 olarak gerçekleşeceği tahmin edilen bütçe açığı/GSYİH oranının 2026 yılı sonunda yüzde 2,9'a gerilemesi öngörülmektedir. Milli gelire oranla faiz dışı harcamaların 2024 yılında yüzde 23,9 olarak gerçekleşmesi, sonraki iki yılda ise sırasıyla 20,6 ve yüzde 19,9 olması hedeflenmektedir. Vergi gelirlerinin ise yüzde 18,0 seviyesinde istikrar kazanması beklenmektedir (Tablo 2). Bütçe dengesinde öngörülen iyileşmenin, vergi gelirlerindeki artıştan ziyade faiz dışı harcamalardaki azalışla sağlandığı bir çerçevede programlanması enflasyon ile mücadele kapsamında maliye politikasının destekleyici olacağına işaret etmektedir. Dezenflasyon sürecinin başarılı olabilmesi için para ve maliye politikalarının eşgüdüm içerisinde yönetilmesi önem arz etmektedir.

Tablo 2: Merkezi Yönetim Bütçesi 2023 Yılı Gerçekleşmesi ve OVP (2024-2026) Tahminleri (%GSYİH)

	2022 Gerçekleşme	2023 Gerçekleşme ³	2023 OVP Gerç. Tahmini	2024 Program	2025 Program	2026 Program
Bütçe Harcamaları	19,6	25,8	25,8	26,9	24,0	23,5
Faiz Dışı Harcamalar	17,5	23,2	23,2	23,9	20,6	19,9
Faiz Giderleri	2,1	2,6	2,5	3,0	3,4	3,6
Bütçe Gelirleri	18,7	20,4	19,3	20,5	20,6	20,6
Vergi Gelirleri	15,7	17,7	16,8	18,0	18,0	18,0
Vergi Dışı Gelirler	3,0	2,8	2,6	2,5	2,6	2,6
Bütçe Dengesi	-1,0	-5,4	-6,4	-6,4	-3,4	-2,9
Faiz Dışı Denge	1,1	-2,7	-3,9	-3,4	0,0	0,7

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

2.4 Enflasyon

Tüketici yıllık enflasyonu, 2023 yılı dördüncü çeyreğinde 3,24 puan artışla yüzde 64,77'e yükselmiş ve 2023 yılını bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının orta noktası ile uyumlu bir seviyede tamamlamıştır. Ocak ayında da tahmin aralığının orta noktasına yakın seyir korunmuştur. Üçüncü çeyrekte birden fazla şokun bir arada gerçekleşmesiyle yaşanan belirgin maliyet artışları nihai fiyatlara büyük ölçüde yansımıştır (Mercek Altı 2.6). Dolar bazındaki emtia fiyatları son çeyrekte enerji grubunda daha belirgin olmak üzere gerilemiş, tedarik koşulları ocak ayında yaşanan jeopolitik gelişmeler dışında ılımlı seyretmiş ve döviz kuru istikrarlı bir seyir izlemiştir. Bu gelişmelerle, üretici fiyatları kaynaklı baskılar zayıflamıştır. Uluslararası enerji fiyatlarındaki olumlu seyre karşın, mevsim koşullarına bağlı olarak doğal gazda bedelsiz kullanım limitinin aşılması neticesinde yurt içi enerji fiyatları çeyreklik bazda öngörülerle uyumlu bir biçimde güçlü bir artış göstermiştir. Parasal sıkılaştırmanın iç talep üzerindeki yansımalarının da etkisiyle

¹ Bütçe hedefleri başlangıç bütçesi ve ek bütçede verilen bütçe tahminlerinin toplamından oluşmaktadır.

² 2023 yılı faiz dışı harcama ödeneği 165,2 milyar Türk lirası tutarında yedek ödenek kalemini de içermektedir.

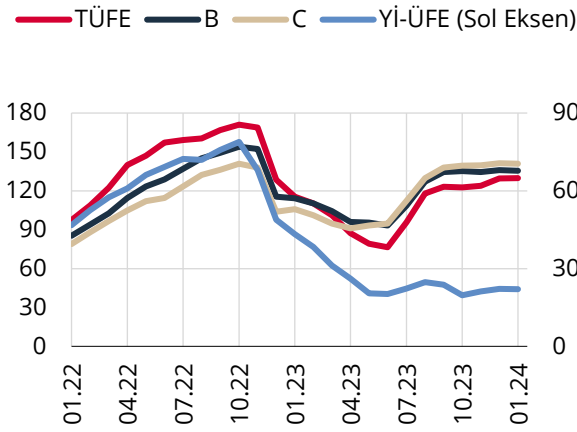
³ 2023 yılı dördüncü çeyrek GSYİH gerçekleşmeleri 29 Şubat 2024 tarihinde yayımlanacaktır. Burada verilen oranlar OVP'de yer alan nominal GSYİH gerçekleşme tahmini kullanılarak hesaplanmıştır.

enflasyonun ana eğilimi bir önceki Rapor'da öngörülenden daha fazla yavaşlamış, enflasyon beklentileri ve beklentilerin dağılımında iyileşme kaydedilmiştir (Kutu 2.1). Bu dönemde, alt kalem bazındaki gelişmeler, enerji ve hizmet sektörlerinin yıllık enflasyona olan katkılarında artışa, diğer ana grupların katkılarında ise yataya yakın bir seyre işaret etmiştir (Tablo 2.4.1 ve Grafik 2.4.1, Grafik 2.4.2).

Tüketici enflasyonu ocak ayında bir önceki Enflasyon Raporu tahminleriyle uyumlu olarak yükselmiştir.

Parasal ve finansal koşullar talebi yavaşlatıcı yönde etki etmekle birlikte 2024 yılının başı itibarıyla halen enflasyonist bir seviyededir. Bu gelişmede maliyet kanalının yanı sıra talep kanalıyla da özellikle yılın ilk çeyreğinde etkili olacak olan ücret artışları belirgin rol oynamaktadır. Son yıllarda asgari ücretin yılda iki defa güncellenmesinin önemli etkisiyle ücret artışlarının talep etkisi giderek daha baskın hale gelmiştir. Bu doğrultuda, asgari ücretin 2024 yılında bir kez güncellenecek olması, parasal sıkılaştırmanın etkinliğine yılın ikinci çeyreğinde katkı sağlayacaktır. Ücretlere ek olarak, zamana bağlı fiyatlamaya yapan kalemlerin etkisi ile aylık enflasyon ocak ayında geçici ve bir önceki Rapor'daki tahminlerle uyumlu olarak yükselmiştir. Söz konusu artışın şubat ayı ve sonrasında yavaşlayarak, yılın ilk yarısında ana eğilimin 2023 yılı son çeyreğindeki değerlere yakınsayacağı tahmin edilmektedir (Kutu 2.3).

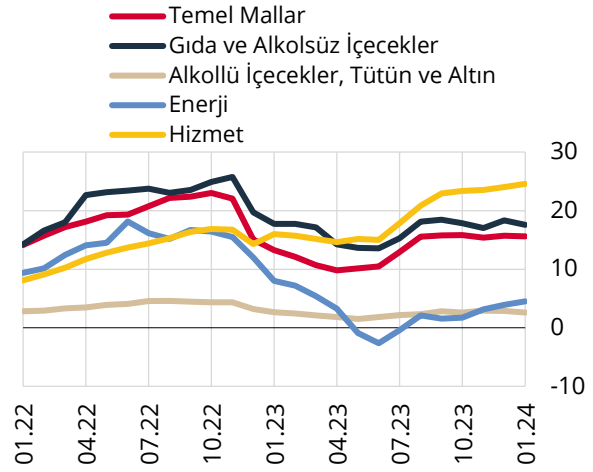
Grafik 2.4.1: TÜFE, Yİ-ÜFE, B Endeksi ve C Endeksi* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

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

Grafik 2.4.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)

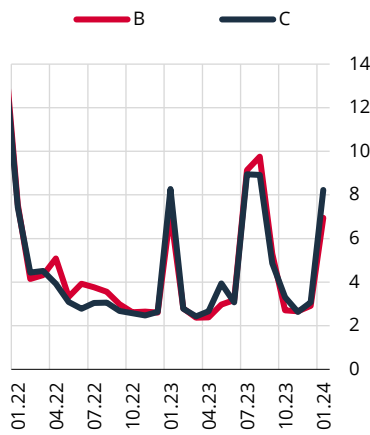


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Son çeyrekte enflasyonun ana eğilimine ilişkin göstergeler yavaşlamıştır. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle, üçüncü çeyrekte önemli ölçüde yükseliş kaydeden B ve C endekslerinin aylık artışları son çeyrekte 2023 yılı ilk yarısında gerçekleşen eğilimin altına gerilemiştir (Grafik 2.4.3). Dördüncü çeyrekte B ve C endeksinin mevsimsellikten arındırılmış ortalama aylık artış oranları sırasıyla yüzde 2,8 ve yüzde 3,0 olarak gerçekleşmiştir (eylül ayında yüzde 5,3 ve yüzde 4,9). Medyan enflasyon, SATRIM, Dinamik Faktör gibi alternatif göstergeler de benzer bir eğilim sergileyerek bu görünümü teyit etmiştir (Grafik 2.4.4). Çekirdek göstergelerin artış oranları bir önceki Rapor'da öngörülenden daha olumlu seyretmiştir. B endeksini oluşturan alt gruplar incelendiğinde, aylık fiyat artışları son çeyrekte tüm alt gruplarda gerilerken temel mallardaki yavaşlama öne çıkmıştır (Grafik 2.4.5). Bu dönemde işlenmiş gıdada çeyreklik fiyat artışı bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlasa da görece güçlü seyretmiştir. Atalet eğilimi güçlü olan hizmet grubu, benzer şekilde, çeyreklik bazdaki yüzde 12,10'luk fiyat artışı ile önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamakla birlikte gücünü koruyan bir diğer alt kalem olmuştur. Hizmet alt grupları arasında en belirgin yavaşlama, akaryakıt fiyatlarındaki gelişmelerle uyumlu olarak ulaştırma fiyatlarında izlenmiş, lokanta-otel alt grubu görünümünde yemek hizmetleri fiyat artışındaki yavaşlamanın yanı sıra konaklama hizmetlerinde çeyreklik bazda fiyatların düşüş göstermesi etkili olmuştur. Çeyreklik enflasyon, diğer hizmetler grubunda eğitim hizmetleri kaynaklı etkilerin de tamamlanmasıyla önceki çeyreğe kıyasla belirgin şekilde güç kaybetmiştir. Diğer taraftan, kiralarda artış oranı yavaşlasa da yıllık bazdaki yükseliş eğilimi sürmüştür (Kutu 2.4). Ayrıca, sözleşmeye bağlı fiyat katılıklarının olduğu haberleşme hizmetlerinde fiyat artışları internet ve telefonla görüşme ücretlerine istinaden güçlü seyrini sürdürmüştür (Tablo 2.4.1). Bu gelişmelerle hizmetlerin yıllık tüketici enflasyonuna katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla 1,04 puan artarak 23,99 puana yükselmiştir

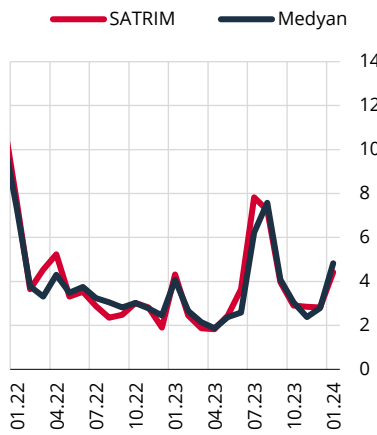
(Grafik 2.4.2). Böylelikle yıl genelinde tüketici enflasyonuna en belirgin katkı hizmetler grubundan gelmiştir (Grafik 2.4.1). Ocak ayında ise aylık hizmet enflasyonu, asgari ücret başta olmak üzere ücret ayarlamalarının emek yoğun hizmet kalemlerine olan yansımaları ve zamana bağlı fiyat belirleme eğilimi yüksek kalemler ile düzenlemeye tabi hizmet kalemlerinin etkisi ile belirgin şekilde yükselmiştir (Kutu 2.3 ve Mercek Altı 2.7). Son çeyrekte çekirdek enflasyon göstergelerindeki yavaşlamayı sürükleyen ana unsur temel mal fiyat gelişmeleri olmuştur (Tablo 2.4.1). Otomobil fiyatlarındaki görünüm kaynaklı olarak, dayanıklı tüketim mallarında Eylül 2021'den itibaren en düşük çeyreklik artış (yüzde 3,89) kaydedilmiştir. Bu dönemde, mobilya ile beyaz eşya kalemlerinde de fiyat artışları oldukça yavaşlamıştır (Tablo 2.4.1). Son çeyrek dayanıklı tüketim malları sektöründe firmaların stok eritmeye de yönelik olarak kampanyalar düzenledikleri bir dönem olmuştur. Ocak ayında ise maliyet artışlarını takiben dayanıklı mal ve diğer temel mal alt grupları kaynaklı olarak fiyat artışlarının güçlendiği izlenmiştir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

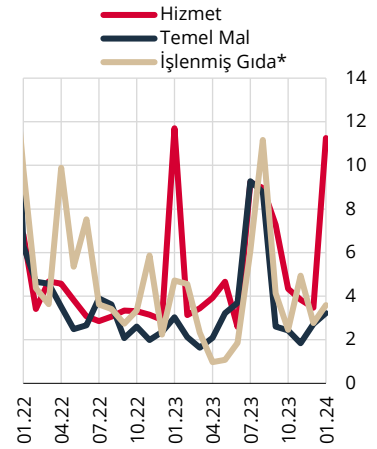
Grafik 2.4.4: Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM* ve Medyan**
(Aylık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

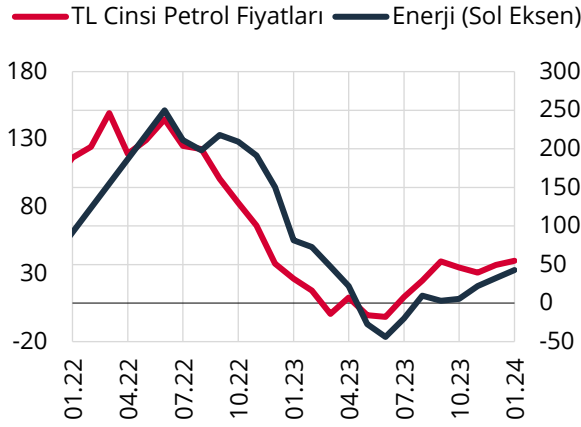


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* İşlenmiş gıda grubunda mevsimsel etki bulunmamaktadır.

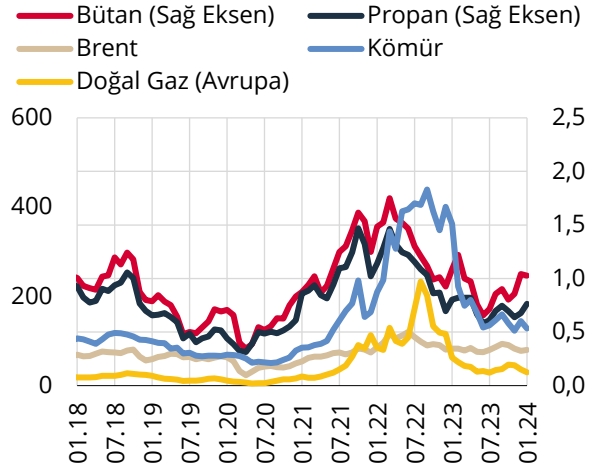
Enerji fiyatları dördüncü çeyrekte, uluslararası petrol fiyatlarındaki gelişmelerin olumlu etkisine rağmen, doğal gazda tüketim artışına paralel olarak bedelsiz kullanım limitinin aşılması neticesinde yükseliş göstermiştir (Grafik 2.4.6 ve Tablo 2.4.1). Yurt içi enerji fiyatları yılın son çeyreğinde doğal gaz fiyat gelişmelerine istinaden yüzde 17,08 oranında yükselmiştir (Tablo 2.4.1). Eylül ayında ortalama 94 ABD doları düzeyinde olan uluslararası Brent tipi ham petrol fiyatı, aralık ayını ortalama yaklaşık 78 ABD doları seviyesinde tamamlamıştır. Bu olumlu seyre rağmen jeopolitik gelişmelere duyarlılığı sebebiyle oynaklık gösterebilen petrol fiyatları enflasyon üzerinde potansiyel bir risk unsuru olmayı sürdürmektedir (Mercek Altı 2.8). Döviz kurları ise geçmiş dönemlere kıyasla görece ılımlı bir seyir izlemiştir. Söz konusu gelişmeleri takiben akaryakıt fiyatlarında yüzde 5,32 oranında düşüş olmuştur. Öte yandan, ilk 25 metre küpü bedelsiz olarak kullanılan doğal gaz kaleminde ekim ayından itibaren tüketiminin artmasıyla sepete yansıyan fiyatlar yükselmiş, doğal gazın son çeyrekte yıllık tüketici enflasyonuna etkisi toplamda 2,36 puan olmuştur. Enerji emtia fiyatlarında temmuz ayında başlayan artış eğilimi ekim ayında sona ermiş, fiyatlar son çeyrekte düşüş sergilemiştir. Bütan fiyatları ise son çeyrekte bir miktar artarak bu görünümünden ayrılmıştır (Grafik 2.4.7). Küresel enerji fiyatlarıyla uyumlu şekilde tüp gaz fiyat artışları bu dönemde yavaşlamış, ancak şebeke suyu fiyatlarında artışlar gözlenmeye devam etmiştir. Doğal gaz kalemi kaynaklı olarak enerji grubunun yıllık tüketici enflasyonuna katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla 2,33 puan artışla 3,90 puan olmuştur (Grafik 2.4.6 ve Grafik 2.4.2). Enerji yıllık enflasyonu aralık ayı itibarıyla yüzde 27,19 seviyesine yükselse de diğer ana grupların önemli ölçüde gerisinde kalmıştır. Ocak ayında ise enerji grubu aylık enflasyonunda, doğal gaz düzenlemesi kaynaklı etkiler öne çıkmaya devam ederken otomatik maktu vergi artışının etkileri akaryakıt ve tüp gaz kalemleri üzerinde hissedilmiş, grup yıllık enflasyonundaki yükseliş sürmüştür.

Grafik 2.4.6: Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK.

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



Kaynak: Bloomberg.

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

Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları

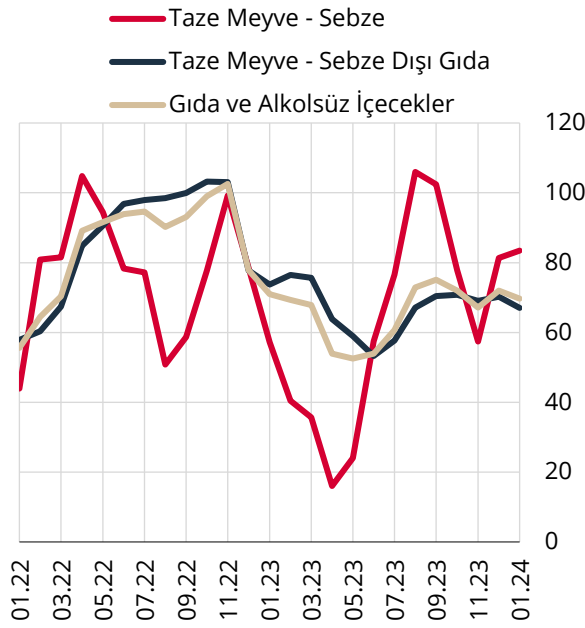
	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2023				2023			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
TÜFE	11,82	5,97	26,27	10,05	50,51	38,21	61,53	64,77
B	12,79	8,78	26,12	8,52	52,11	46,63	67,22	68,02
C	13,99	9,99	24,42	9,28	47,36	47,33	68,93	70,64
1. Mallar	8,39	5,33	24,80	9,04	47,10	30,92	52,39	55,46
Enerji*	2,63	-20,84	33,71	17,08	35,66	-16,52	10,25	27,19
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	13,64	12,40	22,25	10,10	67,89	53,92	75,14	72,01
İşlenmemiş Gıda	17,49	21,54	23,36	8,51	65,94	68,44	96,17	91,23
Taze Meyve ve Sebze	6,27	28,60	35,12	-1,83	35,72	57,49	102,46	81,29
İşlenmiş Gıda*	12,04	3,96	22,81	10,50	71,68	43,36	59,95	58,05
Temel Mallar	6,93	9,27	21,93	7,15	36,58	36,69	53,23	52,81
Giyim ve Ayakkabı	3,82	6,70	15,22	7,95	16,26	20,04	31,36	39,74
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	9,33	13,72	24,41	3,89	40,21	43,30	65,61	60,70
Mobilya	13,56	4,10	21,93	7,76	63,26	37,52	62,08	55,21
Otomobil	8,48	17,15	29,11	3,87	31,93	46,61	72,91	72,24
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler*	5,75	7,56	22,01	6,56	41,05	42,53	57,63	47,89
Diğer Dayanıklı Mallar*	8,63	6,51	23,07	9,30	40,96	36,33	53,37	55,64
Diğer Temel Mallar*	7,85	4,13	22,69	9,17	44,48	37,75	50,10	50,42
Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın*	10,37	12,25	26,24	9,45	41,00	40,14	67,19	71,18
2. Hizmetler	19,17	11,58	27,68	12,10	59,93	59,45	86,46	90,66
Kira	18,99	17,51	24,06	20,15	62,76	75,91	95,03	108,58
Lokanta ve Oteller	21,85	13,73	24,07	12,17	70,73	67,22	92,48	93,24
Ulaştırma	10,67	3,77	60,11	4,75	57,12	36,25	95,97	92,44
Haberleşme	12,06	14,93	13,34	12,02	35,87	43,84	55,04	63,92
Diğer Hizmetler	19,41	8,93	25,64	13,38	57,08	57,42	81,64	85,20

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Mevsimsellik saptanmayan kalemler.

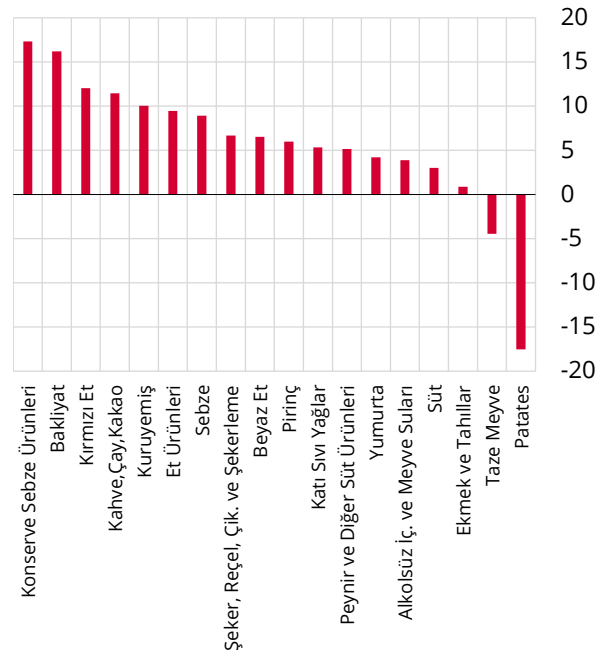
Gıda fiyatlarında yıllık bazda manşet enflasyonun üzerindeki seyir sürmüştür. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu üçüncü çeyrekte yüksek oranda artış kaydettikten sonra ekim ve kasım aylarında gerilemiş, aralık ayında yeniden yükselmiştir. Bu grupta yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla gerilese de küresel gıda fiyatlarının düştüğü bir dönemde gıda enflasyonu yılı yüzde 72,01 ile manşet enflasyonun üzerinde tamamlamıştır (Grafik 2.4.8). Mevsimsellikten arındırılmış veriler önceki iki çeyrekte yüksek oranda artış gösteren taze meyve ve sebze grubu fiyatlarında son çeyrekte yüzde -1,83 oranında gerilemeye işaret etmiştir. Ekim ve kasım aylarında sebze fiyatları kaynaklı olarak düzeltme yapan taze meyve-sebze grubu enflasyonu, aralık ayında ise sebze fiyatları öncülüğünde belirgin bir şekilde yükselmiştir. Taze meyve ve sebze dışında kalan gıdada ise yıllık enflasyon yatay bir seyir izlemiştir (Tablo 2.4.1, Grafik 2.4.8). Bu dönemde, konserve sebze ürünleri ve bakliyat fiyatları tarihsel ortalamasının belirgin olarak üzerinde artmıştır (Grafik 2.4.9). Son dönemde karkas et fiyatlarında kuzu ön planda olmak üzere gözlenen yükselişin etkisi kırmızı et fiyatlarında hissedilmiş, yaşanan artışlar işlenmiş et ürünleri fiyatlarına da eş anlamlı olarak yansımıştır. Et ve Süt Kurumu 26 Aralık tarihinde kırmızı et piyasalarını dengeleme ve düzenleme görevi kapsamında, kırmızı et endüstrisi alanında (şarküteri üretimi yapan) faaliyet gösteren firmalara, kesimlik siğir satışı yapacağını duyurmuştur. Dış talebin de etkisiyle yılın ikinci yarısında ivmelenen zeytinyağı fiyatları, ihracata yönelik alınan tedbirlere rağmen son çeyrekte de yüksek artış eğilimini sürdürmüştür. Bu dönemde kahve-çay-kakao ve kuruyemiş tarihsel eğilimlerinin üzerindeki artışlarla öne çıkan diğer alt kalemler olurken ekme-kahve tahıl grubunda fiyat artışları yılın son çeyreğinde hız kesmiştir. Gıda grubundaki güçlü fiyat artış eğilimi ocak ayında işlenmemiş gıda alt grubu öncülüğünde devam etmiştir.

Grafik 2.4.8: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 2.4.9: Gıda Alt Kalemleri Fiyatları* (2023Ç4 % Değişiminin Tarihsel Ortalamasından Sapması, Sıralanmış)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

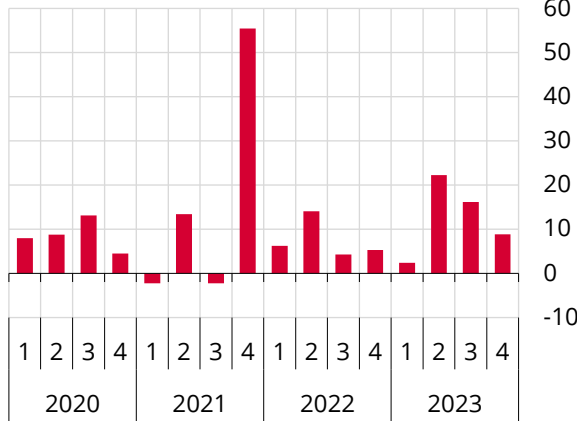
* Gıda alt kalemleri bazında, 2023 Ç4 çeyreklik yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021 dönemi dördüncü çeyrek ortalaması) farkı.

Tütün ürünlerinde fiyat artışı yılın son çeyreğinde sürmüştür. Dördüncü çeyrekte alkollü içecek fiyatları görece yatay seyrederken tütün ürünlerinde üretici firma kaynaklı fiyat artışının (yüzde 10,02) etkisiyle alkollü içecekler ve tütün grubunda fiyatlar yüzde 9,28 oranında yükselmiş, yıllık enflasyon 4,10 puan artışla yüzde 71,26 olmuştur. Ocak ayında, 2023 yılı ikinci yarısında gerçekleşen Yİ-ÜFE artışının maktu vergilere yansıtılması grup genelinde fiyat artışını beraberinde getirmiştir. Alkollü içecek fiyatları belirgin bir şekilde yükselirken tütün ürünlerinde gidilen vergi reformu sonucunda fiyat artışı daha sınırlı olmuştur (Mercek Altı 2.8).

Enflasyonun Belirleyicileri

Türk lirasında hâkim olan görece istikrarlı seyir tüketici enflasyonunu olumlu etkilemiştir. Döviz kurunda yıl ortasında gerçekleşen artışlar, takip eden dönemde yerini daha ılımlı bir seyre bırakmıştır. Bu görünüm yılın son çeyreğinde daha belirgin olmuş ve döviz kuru sepetindeki artış yüzde 8,82 ile önceki çeyreklere kıyasla daha sınırlı bir şekilde gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.10). Döviz kuru gelişmeleri, dayanıklı mal başta olmak üzere kura duyarlılığı yüksek olan kalemlerdeki fiyat artışlarını sınırlamış, enflasyonun ana eğilimindeki gerilemeye katkıda bulunmuştur.

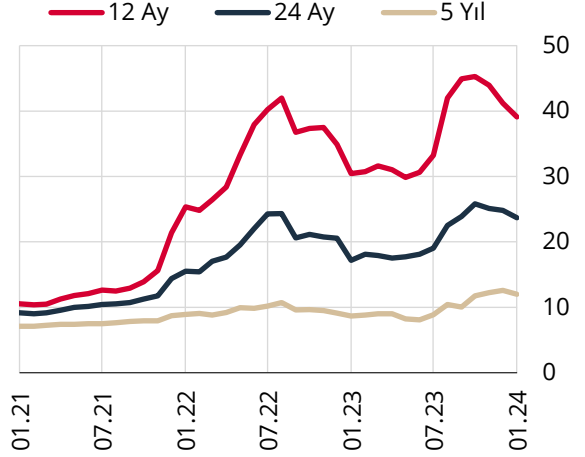
Grafik 2.4.10: Sepet Kur* (Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB.

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

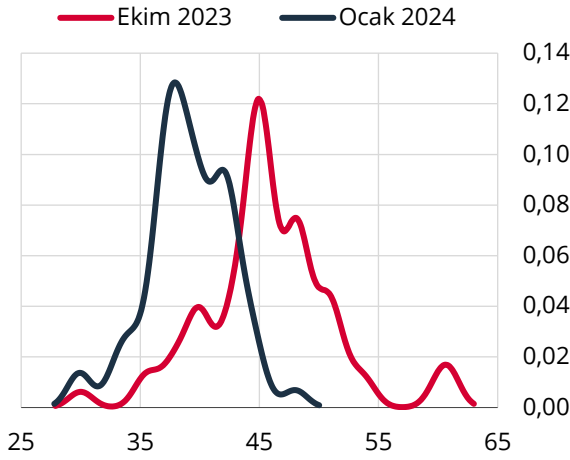
Grafik 2.4.11: Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (%)



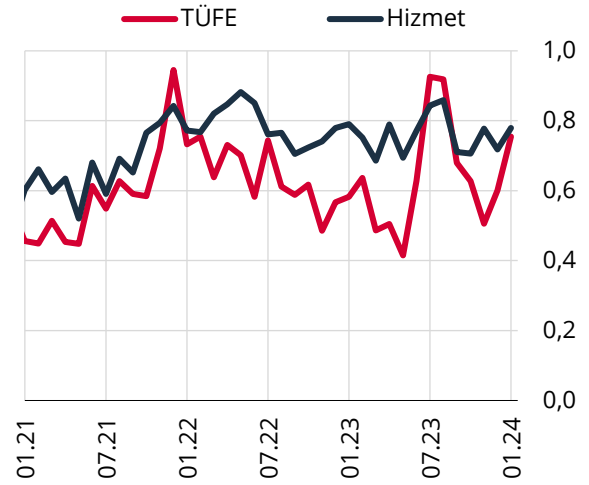
Kaynak: TCMB.

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

Enflasyon beklentileri yılın son çeyreğinde gerilemiş, beklenti dağılımında merkezi eğilim etrafındaki uzlaşma güçlenmiştir. Piyasa Katılımcıları Anketi verileri enflasyon beklentilerinin, kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere, yılın son çeyreğinde aşağı yönlü güncellendiğine işaret etmiştir. Parasal sıkılaştırma adımlarının devamı, Türk lirasındaki görece istikrarlı seyir ve enflasyonun ana eğiliminde gerçekleşen zayıflama, enflasyon beklentilerinde düşüşü beraberinde getirmiştir. Ocak ayı anket sonuçlarına göre, 12 ay sonrasında ilişkin enflasyon beklentisi bir önceki Rapor dönemine kıyasla 6,19 puan azalışla yüzde 39,09, 24 ay sonrasında ilişkin enflasyon beklentisi 2,13 puan gerilemeyle yüzde 23,69 olmuştur. Diğer yandan, 5 yıl sonrasında ilişkin enflasyon beklentisi 0,25 puan ile sınırlı bir şekilde yukarı yönlü güncellenmiş ve yüzde 12,01 olarak ölçülmüştür (Grafik 2.4.11). 12 ay sonrası TÜFE enflasyon beklentisi sorusuna verilen yanıtlardan elde edilen dağılım, beklenti güncellemeleriyle uyumlu olarak sola kaymış, merkezi eğilim etrafındaki uzlaşma bir önceki Rapor'a kıyasla artmıştır (Grafik 2.4.12). Nitekim, enflasyon beklentilerinin standart sapması ve değişim katsayısının seyri, enflasyon beklentilerine dair belirsizliğin azaldığına işaret etmiştir. Bu dönemde fiyatlama davranışlarında da sınırlı bir iyileşmenin başladığı izlenmiştir. 2023 yılı ortalarında gerçekleşen şokların gücünü kaybetmesiyle firmaların fiyat değiştirme sıklığı azalmıştır. Söz konusu durum temel mal sektöründe daha belirgin bir şekilde izlenirken hizmet sektörü, fiyatlama davranışına uygun bir şekilde, şokların etkisini zamana yayma özelliğini korumuştur. Bu gelişmelerle uyumlu olarak, TÜFE yayılım endeksi yılın son üç aylık dönemde düşüş kaydederken endeksin alt bileşenlerinden hizmetler sektörü yayılım endeksinde görece yatay bir seyir hâkim olmuştur (Grafik 2.4.13). Asgari ücret artışı ile vergi ve yönetilen fiyat ayarlamalarını takiben yayılım endekslerinin 2024 yılının ilk aylarında yüksek olacağı, takip eden dönemde temel mal sektöründe gerilerken hizmet sektöründe sınırlı bir şekilde düşmeye devam edeceği öngörülmektedir.

Grafik 2.4.12: Piyasa Katılımcıları Anketi Dağılımı (12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)

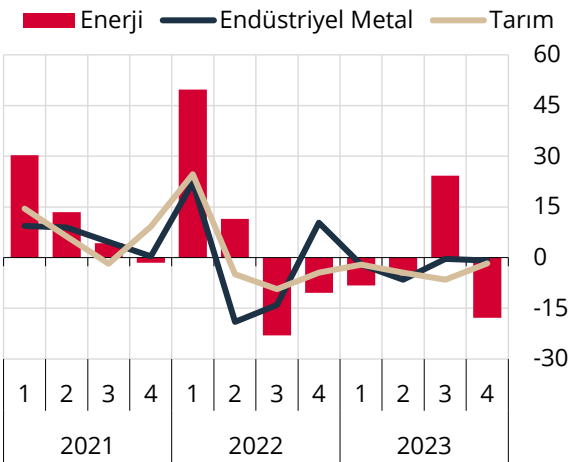
Kaynak: TCMB.

Grafik 2.4.13: TÜFE ve Hizmetler Sektörü Yayılım Endeksleri* (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık)

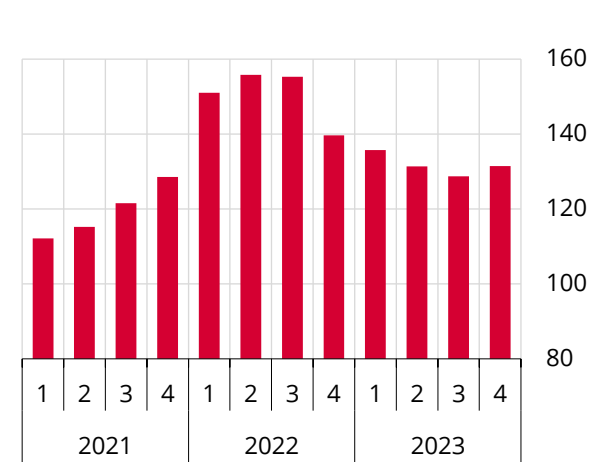
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Küresel emtia fiyatları enerji kalemleri öncülüğünde önemli ölçüde gerilemiştir. 2023 yılı üçüncü çeyreğinde belirgin bir şekilde yükselmiş olan küresel enerji fiyatları takip eden dönemde düşüş kaydetmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde gerçekleşen artışlar grup geneline yayılırken son çeyrekte ham petrol fiyatları gerilemiş, diğer kalemler arasında farklılaşma gözlenmiştir. Enerji grubunda gerçekleşen sert fiyat hareketlerine rağmen endüstriyel metal ve tarım gruplarında hâkim olan sınırlı fiyat düşüş eğilimi korunmuş, söz konusu endeksler son üç aylık dönemde de ılımlı seyretmiştir (Grafik 2.4.14). Küresel emtia fiyatlarındaki olumlu görünümün yanı sıra küresel arz koşulları yılın son çeyreğinde tarihsel eğilimlerinde seyretmiştir. Ancak, ocak ayında jeopolitik sorunların belirginleşmesi ile tedarik süreleri yeniden uzamaya başlamış, navlun ücretleri artmıştır. Bu gelişmelerle uyumlu bir şekilde, ithalat birim değer endeksi, ara mallarındaki yataya yakın seyre rağmen yatırım malları kaynaklı olarak bir miktar yükselmiş, yılın son çeyreğinde küresel maliyet baskılarında önemli bir değişiklik olmadığına işaret etmiştir (Grafik 2.4.15).

Grafik 2.4.14: Emtia Fiyat Endeksleri (Çeyreklik % Değişim)

Kaynak: Goldman Sachs.

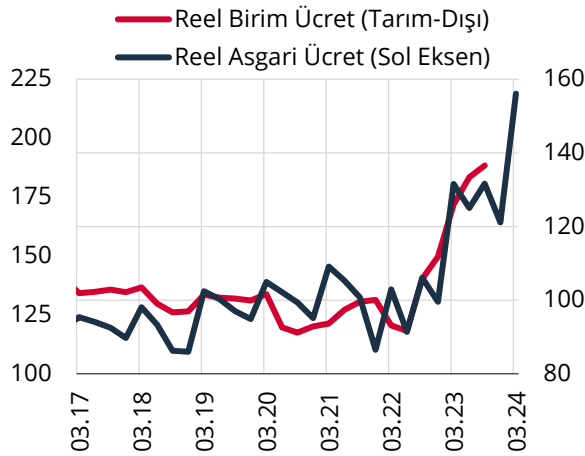
Grafik 2.4.15: İthalat Birim Değer Endeksi* (2019Ç4=100, ABD Doları)

Kaynak: TÜİK.

* Çeyrek verileri ilgili dönemin son ay verisinden oluşmaktadır. 2023 yılı dördüncü çeyrek verisi kasım ayı itibarıyla.

Üretici enflasyonu ana eğilimindeki zayıflama ocak ayında kesintiye uğramıştır. 2023 yılı temmuz ayında yapılan ikinci asgari ücret düzenlemesini takiben nominal ücretler bir önceki çeyreğe kıyasla yükselirken söz konusu artış reel birim ücretleri de yukarıya çekmiştir (Grafik 2.4.16). Yılın son çeyreğinde, nominal ücret artışının zayıfladığı, reel birim ücretlerin yavaşlayarak da olsa yükseldiği tahmin edilmektedir. Öte yandan, 2024 yılı ocak ayında yapılan asgari ücret artışıyla birlikte reel birim ücretlerin yılın ilk çeyreğinde belirgin bir şekilde yükseleceği öngörülmektedir. 2023 yılı ortalarında gerçekleşen makroekonomik şoklar son çeyrekte güç kaybederken ücret baskıları hafifleyerek de olsa devam etmiştir. Ekim ayında, firmalara sağlanan elektrik ve doğal gaz tarifelerinin yükseltilmesi maliyet baskılarını artıran bir gelişme olurken küresel koşulların olumlu seyri yurt dışı kaynaklı maliyet baskılarını sınırlamıştır. Bu gelişmeler neticesinde, üretici enflasyonu ana eğilimi yılın son çeyreğinde yavaşlamıştır (Grafik 2.4.17). Ocak ayıyla birlikte asgari ücret düzenlemesi, akaryakıt fiyatlarındaki artışlar ile jeopolitik sorunlarla yeniden yükselişe geçen navlun ücretleri ve uzayan teslimat süreleri maliyet baskılarını güçlendirmiş, üretici enflasyonu ana eğiliminde artış gerçekleşmiştir.

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

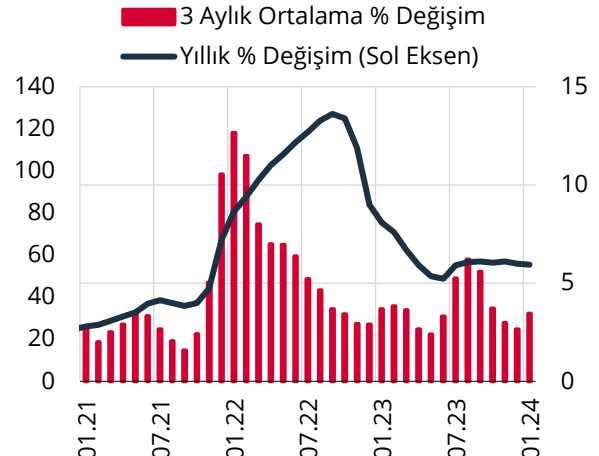


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

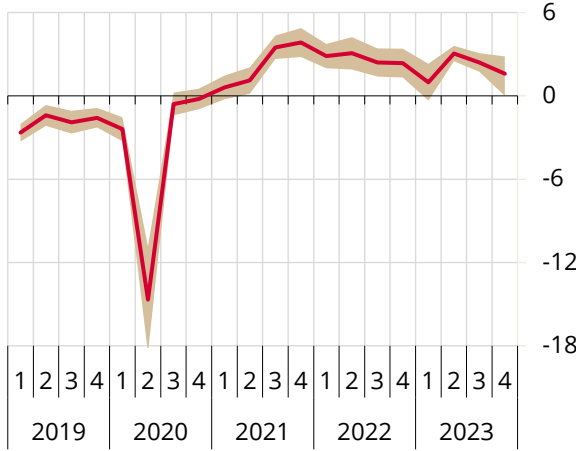
** Net asgari ücret verisi mevsimsellikten arındırılmış TÜFE serisi ile deflate edilmiştir. 2024 yılı ilk çeyrek enflasyon verisi için tahmin kullanılmıştır.

Grafik 2.4.17: Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Talep koşullarının yılın son çeyreğinde zayıflamaya devam ettiği, ancak enflasyonist düzeydeki seyrini koruduğu değerlendirilmektedir. TCMB bünyesinde takip edilen çıktı açığı serilerinden elde edilen baz göstergeler yılın üçüncü çeyreğinde bir miktar gerilemiştir. Asgari ücret düzenlemesine paralel artış kaydeden reel ücret, istihdam görünümü ve güçlü turizm harcamaları toplam talebi destekleyen önde gelen unsurlar olmuştur. Diğer yandan, para politikasındaki sıkılaşma süreci iç talebi kısıtlayarak toplam talep koşullarının dezenflasyonla uyumlu patikaya yakınsamasını sağlamıştır (Kutu 2.1). Öncü göstergeler benzer görünümün yılın son çeyreğinde de hâkim olduğuna, çıktı açığının bir miktar daha kapanacağına işaret etmektedir (Grafik 2.4.18). Yılın ikinci yarısında büyümenin potansiyelin altında kalmasıyla çıktı açığının daraldığı değerlendirilirken alternatif çıktı açığı göstergeleri arasındaki farklılaşmanın artması tahmin belirsizliğini yükseltmiştir (Kutu 3.1). Son çeyrekte firmaların stok eritmeye yönelik geçici nitelikteki kampanyaları, arz ve talep dengesine dair okuyuşu güçleştiren bir unsur olmuştur. Bu dönemde devam eden sıkılaştırıcı para politikası tedbirlerinin etkisi krediler üzerinde de hissedilmiştir. Krediler son üç aylık dönemde tarihsel eğiliminin bir miktar üzerinde, yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 2.4.19). Firma kredileri tarihsel eğiliminin bir miktar üzerinde ılımlı bir seyir kaydederken kredi kartı hariç tüketici kredileri tarihsel eğilimindeki görünümünü sürdürmektedir (Grafik 2.2.11). Çıktı açığı verileri bir önceki Rapor'dan itibaren geçen süre zarfında toplam talep koşullarının öngörülerle uyumlu seyrederek daha az enflasyonist hale geldiğine işaret etmektedir. Para politikasının gecikmeli etkilerinin devreye girmesiyle yılın ikinci yarısında gözlenen eğilimin korunacağı değerlendirilmektedir.

Grafik 2.4.18: Çıktı Açığı* (%)

Kaynak: TCMB.

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

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

Kaynak: TCMB.

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

Yılın üçüncü çeyreğinde manşet enflasyonu belirgin bir şekilde yukarıya çeken vergi ve yönetilen fiyat kaynaklı etki gerilemekle birlikte son çeyrekte de yüksek seyretmiştir. Yılın son çeyreğinde yönetilen fiyat kalemleri arasında öne çıkan kalem doğal gaz olmuştur. Tüketici tarifelerinde değişikliğe gidilmemesine rağmen doğal gaz tüketiminin artmasıyla bedelsiz kullanım sınırları aşılmış ve endekse yansıyan fiyatlar belirgin bir şekilde yükselmiştir. Doğal gaz kaleminin yıllık tüketici enflasyonunu yılın son çeyreğinde 2,36 puan, ocak ayında ise 0,35 puan yükselttiği hesaplanmaktadır. Buna ek olarak, ekim ayında sanayi ve ticarethane elektrik tarifeleri ile sanayi ve elektrik üreticileri doğal gaz tarifelerinde yapılan artışlar dolaylı bir şekilde tüketici enflasyonunu etkilemiştir. Yılın son üç aylık döneminde bir miktar zayıflayan şebeke suyu fiyatlarındaki artış, ocak ayında yeniden güç kazanmıştır. Aralık ayı ortalarında euro referans kurunun yukarı yönlü güncellenmesine bağlı olarak ilaç fiyatları yükselirken etkinin yarısı ocak ayına sarkmıştır. Ocak ayıyla birlikte yönetilen ve yönlendirilen kalemlerde güçlü fiyat artışları gerçekleşmiştir. 2023 yılı ikinci yarısında oluşan üretici enflasyonunun maktu ÖTV'ye yansıtılmasıyla akaryakıt ve tüp gaz fiyatları yükselmiştir. Asgari ücret ayarlaması ile birlikte akaryakıt fiyatlarında gerçekleşen artışların etkisi şehir içi ulaşım kalemlerine yansımaya başlamıştır. Yeniden değerlendirme oranında artan vergi ve harçların tüketici enflasyonuna doğrudan etkisi sınırlı olsa da enflasyon beklentileri kanalıyla dolaylı etkileri olabilmektedir. Ocak ayında Türk Tabipler Birliği ve Türk Diş Hekimleri Birliği tarifelerinde yapılan yüksek oranlı artışlar sağlık hizmetleri enflasyonunu olumsuz etkilemeye başlamıştır. Çiğ süt referans fiyatının yükseltilmesiyle yılın ilk çeyreğinde süt ve süt ürünlerinde fiyat artışlarının güç kazanması beklenmektedir. Diğer taraftan, kasım ayında firma kaynaklı fiyat artışlarının yaşandığı tütün ürünleri kaleminde fiyatlar ocak ayında vergi kaynaklı olarak yükselirken vergi yapısında yapılan değişiklik fiyat artışının daha sınırlı olmasını sağlamıştır. Yapılan düzenleme ile nispi ÖTV oranı düşürülürken maktu ÖTV yükseltilmiştir (Mercek Altı 2.7). Bu düzenlemede seçilen maktu ÖTV tutarı, eski düzenlemeye kıyasla firmaların daha sınırlı bir şekilde fiyat artırımlarına imkân tanımıştır. Bu düzenleme neticesinde, üretici fiyatları ve maktu vergi kaynaklı artışlar bir önceki döneme kıyasla daha az enflasyonist etki oluşturacaktır.

Mercek Altı 2.6

2023 Yılında Enflasyonun Temel Makro Belirleyicileri

Tüketici yıllık enflasyonu 2023 yıl sonunda bir önceki Rapor tahminleri ile uyumlu olarak yüzde 64,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2023 yılında enflasyonun yüksek seyride kur ve ücret gelişmeleri ile talep koşullarının yanı sıra, dönemsel fiyatlama davranışları, akaryakıt fiyatları ve vergi ayarlamaları etkili olmuştur (Tablo 1). 2024 yılında enflasyonda öngörülen düşüşte iç talepteki dengelenme ile beraber Türk lirasındaki istikrarlı seyrin belirleyici olacağı tahmin edilmektedir.

Tablo 1: TÜFE Yıllık Enflasyonu Ayrıştırması (Puan)

	Haziran 2023	Eylül 2023	Aralık 2023
Döviz Kuru	15,7	19,4	20,3
Akaryakıt (Kur Hariç)	-1,0	3,7	4,9
Dönemsel Fiyatlama Davranışı	0,3	10,3	8,7
Vergi (Akaryakıt Hariç)	1,1	3,9	4,6
İthalat Fiyatları (Akaryakıt Hariç)	-0,1	-2,3	-0,8
Ücret	8,1	8,8	9,4
Talep	10,4	10,2	9,2
İşlenmemiş Gıda, Alkol-Tütün (Vergi, Akaryakıt Hariç)	7,5	8,4	7,9
Diğer*	-3,7	-0,9	0,5
TÜFE (%)	38,2	61,5	64,8

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yılın üçüncü çeyreğinde belirgin şekilde yükselen enflasyon son çeyrekte ılımlı bir seyir izlemiştir. Yılın ikinci yarısında enflasyonda görülen 26,6 puanlık yükselişe en belirgin katkı Türk lirasındaki değer kaybının sürüklediği dönemsel fiyatlama davranışlarındaki değişimden ve akaryakıt fiyatlarındaki artıştan gelirken bunu sırasıyla kur gelişmeleri ve vergi düzenlemeleri izlemiştir.

Enflasyonu bileşenlerine ayrıştırmada TCMB bünyesinde kullanılan yüksek şok dönemlerindeki fiyatlama davranışlarını dikkate alan modellerden faydalanılmıştır.⁴ Elde edilen sonuçlar, kur kaynaklı etkinin üçüncü çeyrekte 19,4 puana ulaştığını, son çeyrekte ise ılımlı bir seyir izleyerek yıl sonunu 20,3 puan seviyesinde tamamladığını göstermektedir. Üçüncü çeyrekte Brent ham petrol fiyatlarındaki yükselişler ve maktu vergi artışları kaynaklı olarak akaryakıt kaleminde yüksek fiyat artışları görülmüştür. Haziran ayında akaryakıt fiyatlarının (kur etkisi hariç) yıllık tüketici enflasyonuna etkisi -1,0 puan ile düşürücü yönde bu rakam Eylül ayında 3,7 puana yükselmiş, yılın son çeyreğinde dolaylı etkilerin de devreye girmesiyle toplam etki 4,9 puana ulaşmıştır. Üçüncü çeyrekte birden fazla şokun (kur, ücret, vergi, petrol fiyatı vb.) kısa bir süre zarfında ortaya çıkması ile beraber zamana yayılması beklenen etkiler hızlı bir biçimde fiyatlara yansımış, temelde Türk lirasındaki değer kaybının sürüklediği dönemsel olarak fiyatlamadaki bozulma kaynaklı etki Eylül ayı itibarıyla 10,3 puan olmuştur. Son çeyrekte enflasyonda gözlenebilecek olan etkinin bir kısmının öne çekildiği değerlendirilirken bu kaynaktan gelen toplam etki yıl sonunda 8,7 puan olarak hesaplanmıştır. Deprem nedeniyle ortaya çıkan ek finansman ihtiyacını dengelemek amacıyla Temmuz ayı sonrasında açıklanan çeşitli vergi düzenlemelerinden⁵ gelen etkilerle beraber vergi kaleminin yıllık enflasyona etkisi üçüncü çeyrekte 3,9

⁴ Enflasyon Raporu 2023-IV, Kutu 2.2, Tüketici Enflasyonunun Makro Bileşenleri.

⁵ Enflasyon Raporu 2023-III, Mercek Altı 2.2, Vergi ve Yönetilen Fiyat Ayarlamalarının Enflasyona Etkileri.

puan olmuş, yıl sonunda ise 4,6 puana ulaşmıştır. Akaryakıt fiyatlarındaki vergi artışı etkileri (doğrudan ve dolaylı etkiler) ile birlikte değerlendirildiğinde, yıl sonunda toplamda vergi etkisi 9,1 puan düzeyinde gerçekleşmiştir. Tahminlere göre, yıl sonunda ücret kaleminden gelen etkiler haziran ayına kıyasla 1,3 puan artarak toplamda 9,4 puana ulaşmaktadır. Model sonuçları, kredi ve çıktı açığı göstergelerinden oluşan talep kaynaklı etkinin ise haziran ayına kıyasla 1,2 puan azalarak 2023 yılında 9,2 puan seviyesinde gerçekleştiğine işaret etmektedir. İthalat fiyatları yıl genelinde -0,8 puanlık etki ile emtia fiyatlarındaki düşüşe paralel olarak enflasyon görünümünü destekleyici bir görünüm arz etmiştir. Akaryakıt ve vergi kaynaklı artışlar dışlanarak bakıldığında, işlenmemiş gıda ve alkol-tütün fiyatlarından tüketici enflasyonuna gelen toplam etki üçüncü çeyrekte yükselirken yılın son çeyreğinde 0,5 puan düşerek 7,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yılın ikinci yarısında enflasyondaki yükselişin 3,8 puanı diğer kaleminden gelirken bunda büyük ölçüde 25 m³e kadar bedelsiz doğal gaz kullanımı uygulamasından çıkışın oluşturduğu mekanik etki belirleyici olmuştur.

İç talepteki dengelenme ve Türk lirasındaki istikrarlı seyir 2024 yılında enflasyonda öngörülen düşüşün temel belirleyicisi olacaktır. 2024 yılında işlenmemiş gıda ve alkol-tütün, vergi gibi para politikasının kontrolü dışındaki TÜFE bileşenlerinden enflasyona gelecek olan katkının azalması beklenmekle beraber, yurt içi enerji fiyatlarındaki olası artışlar ve bedelsiz doğal gaz kullanımı uygulamasının oluşturduğu dönemsel etkiler nedeniyle oluşan katkıların artacağı öngörülmektedir. Bu doğrultuda, 2024 yılında enflasyon patikasında gerçekleşmesi öngörülen düşüşte, parasal duruşun etkisiyle oluşacak iç talepteki dengelenmenin ve Türk lirası cinsi finansal varlıklara artan taleple birlikte Türk lirasında görülecek istikrarlı seyrin ana belirleyiciler olacağı tahmin edilmektedir.

Mercek Altı 2.7

Hizmet Enflasyonuna Alternatif Bir Bakış: Düzenlemeye Tabi Hizmetler ve Piyasa Hizmetleri

Hizmet enflasyonu 2023 yılında önemli ölçüde güçlenerek manşet enflasyonun üzerinde gerçekleşmiş ve yıllık enflasyona en yüksek katkı yapan ana grup olmuştur. Bu çerçevede hizmet sektörü fiyat dinamiklerinin farklı açılardan takibi için yeni iki gösterge oluşturulmuştur. Tüketici fiyat endeksi içinde 2023 yılında yüzde 26,46 ağırlığa⁶ sahip olan ve çekirdek enflasyonun iki temel bileşeninden biri olan hizmet sektöründe, fiyatların yurt içi gelişmelere olan duyarlılığı yüksektir. Toplam talep koşullarının önemli olduğu hizmet sektöründe zamana bağlı fiyatlama davranışı ve geriye doğru endeksleme eğilimi yaygın olarak izlenmekte, ayrıca hizmet sektörünün emek yoğun yapısı (özellikle yüksek ve sık ücret artışlarının yaşandığı dönemlerde) ataleti besleyen bir unsur olmaktadır. Hizmet sektörünün, sağlık, eğitim, ulaştırma, posta ve çeşitli kamu hizmetleri (noter, mahkeme işlemleri vb.) gibi düzenlemeye tabi ve geriye doğru endeksleme davranışı yüksek alt kalemleri içeriyor olması, bu gruptaki fiyat gelişmelerini ayrı olarak takip etmenin önemini arttırmaktadır. Bu sebeple, bu çalışmada hizmet fiyat gelişmeleri **“düzenlemeye tabi olan hizmetler”** ve **“fiyatı piyasada belirlenen hizmetler”** olarak iki ayrı grupta sınıflandırılıp mercek altına alınmaktadır.

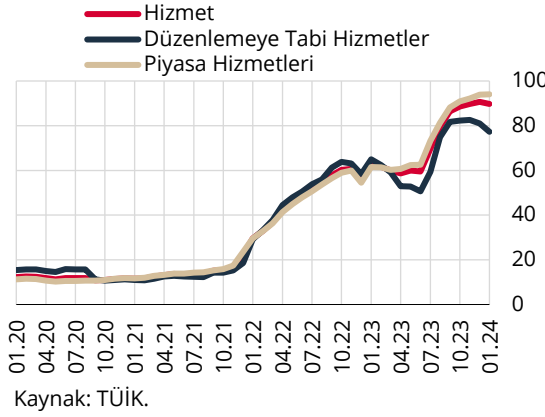
“Düzenlemeye tabi hizmetler”, fiyatı özel sektör veya kamu-kamuya bağlı kurumlar (belediyeler, meslek örgütleri vb.) tarafından belirlenen veya onayı neticesinde oluşan ya da kurala bağlanan hizmet kalemlerini ifade etmektedir. “Piyasa hizmetleri” olarak anılacak olan diğer hizmet kalemlerinin fiyatları ise piyasada serbestçe belirlenmektedir. Bu bağlamda öncelikle tüketici fiyat endeksi hizmet kalemleri düzenlemeye tabi olup olmamasına göre sınıflandırılmış, tabi olanlar ve geriye kalanlardan iki ayrı fiyat endeksi türetilmiştir.⁷

⁶ 2024 yılında ağırlığı yüzde 27,85'e yükselmiştir.

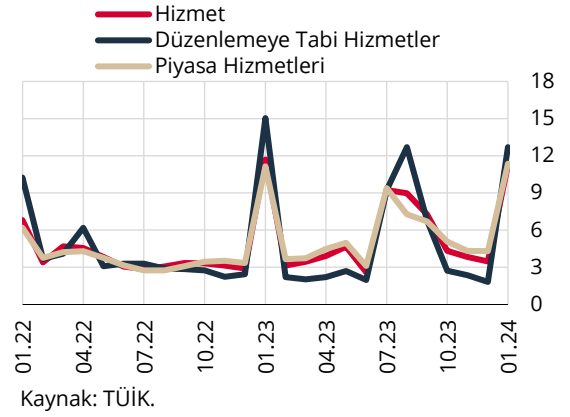
⁷ Düzenlemeye tabi hizmetler; ulaştırma (demiryolu, otoyol ve köprü ücretleri ile belediyelerin uhdesinde olan şehir içi yolcu taşımacılığı hizmetleri vb.), çeşitli sağlık hizmetleri (Türk Tabipler Birliği, Türk Diş Hekimleri Birliği ve Sağlık Uygulamaları Tebliği çerçevesinde belirlenen temel hastane hizmetleri, uzman doktor ücreti, dişçilik ücreti vb.), eğitim hizmetleri (MEB yönetmeliği çerçevesinde düzenlenen özel eğitim kurumları: okul öncesi, ilköğretim, orta öğretim, üniversite öncesi vb.), posta hizmetleri, sigorta hizmetleri (DASK, trafik sigortası vb.), çeşitli kamu hizmetleri (mahkeme işlemleri, noter vb.) ve şans oyunlarını içermektedir.

Düzenlemeye tabi olan hizmetler toplam hizmetlerin yaklaşık yüzde 25'ini (2023 yılındaki ağırlığı yüzde 6,63), piyasa hizmetleri ise yüzde 75'ini (ağırlığı yüzde 19,83) oluşturmaktadır.⁸ Hizmetler enflasyonu bu ayırmada incelendiğinde, son dönemde düzenlemeye tabi olan hizmetler ile piyasa hizmetleri enflasyonunda kısmi bir ayrışma olduğu gözlenmektedir (Grafik 1). İki endeksin 2004-2022 dönemindeki ortalama yıllık artışları birbirine oldukça yakın seyrederken 2023 yılında birbirinden bir miktar ayrılmıştır. Düzenlemeye tabi olan hizmetlerde yıllık enflasyon yılı yüzde 81 seviyesinde tamamlarken piyasa hizmetleri için yüzde 94 ile daha yüksek gerçekleşmiştir. Ocak ayında ise düzenlemeye tabi olan hizmetlerde yıllık enflasyon yüzde 77,2 olurken piyasa hizmetlerinde yüzde 94 ile yataya yakın seyretmiştir.

Grafik 1: Hizmet, Düzenlemeye Tabi Hizmetler ve Piyasa Hizmetleri Endeksleri (Yıllık % Değişim)



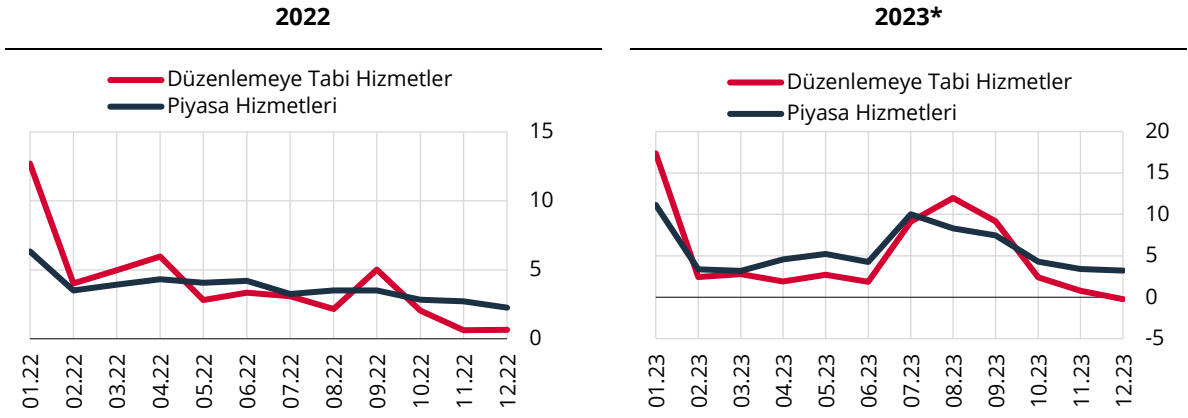
Grafik 2: Hizmet, Düzenlemeye Tabi Hizmetler ve Piyasa Hizmetleri Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim)



Düzenlemeye tabi hizmetler daha oynak bir görünüm sergilemekte, şok sonrasında daha hızlı sönümlenmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış aylık fiyat gelişmelerini incelediğimizde, düzenlemeye tabi olan hizmet kalemlerinde fiyatların yüksek artış kaydettikten sonra daha hızlı sönümlendiği görülmektedir. Son çeyrekte düzenlemeye tabi fiyat artışları görece düşük seviyelere gerilerken hizmetler grubundaki yüksek aylık artışı daha çok piyasa hizmetleri sürüklemiştir. Düzenlemeye tabii hizmetler tipik olarak ocak aylarında daha yüksek artış göstermektedir (Grafik 2).

Gelişmelere daha yakından bakıldığında düzenlemeye tabi hizmetlerde zamana bağlı fiyatlama eğiliminin daha ön planda olduğu ve hizmetlerdeki mevsimsel yapının da ağırlıklı olarak bu gruptan kaynaklandığı izlenmektedir. Yıl içindeki hareketleri izleyebilmek amacıyla aylık fiyat değişimleri yıllara göre incelendiğinde; (i) ocak ayında hizmet fiyatlarında gözlenen yüksek artışları daha çok düzenlemeye tabi olan hizmet kalemlerinin sürüklediği, (ii) düzenlemeye tabi hizmet fiyatlarında genelde mevsimsel olarak fiyat artışlarının ocak ve eylül aylarında belirgin olduğu (sağlık, ulaştırma, haberleşme, posta, yeniden değerlendirme oranına göre şekillenen hizmet kalemleri vb. kaynaklı) ve yüksek artışları takip eden dönemlerde fiyat artışlarının hızla yavaşlayabildiği, (iii) piyasa hizmetleri enflasyonunda ise oynaklığın daha sınırlı olduğu ve yıl genelinde ulaşılan aylık seviyelerin genel olarak korunmasıyla, bu grubun hizmet enflasyonunda gözlenen atalette önemli bir etken olduğu gözlenmektedir.

⁸ Düzenlemeye tabi hizmetlerin 2024 yılındaki ağırlığı yüzde 6,86, piyasa hizmetlerinin ise yüzde 20,99 olmuştur.

Grafik 3: Düzenlemeye Tabi Hizmetler ve Piyasa Hizmetleri Fiyatları (Aylık % Değişim)

* 2023 yılı temmuz ayında her iki kalemden gözlenen artışta KDV oranındaki yükselişin etkisi belirgindir. Ayrıca, 2023 yılı üçüncü çeyreğinde, kur ve petrol fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle düzenlemeye tabi hizmet kalemlerinde ulaştırma hizmetleri öncülüğünde aylık değişimleri görece yüksek seyretmiştir.

Özetle, ocak ayında hizmet enflasyonu yüzde 12,1 oranında artarken düzenlemeye tabi hizmetlerdeki aylık artış yüzde 14,9 ile daha belirgin olmuştur. Hizmet sektörünün yaklaşık dörtte birini oluşturan düzenlemeye tabi kalemlerde zamana bağlı fiyatlandırma eğilimi görece yüksek seyretmekte ve mevsimsel olarak fiyat artışları ocak ayında yoğunlaşmaktadır. İzleyen dönemlerde ise söz konusu hizmetlerdeki fiyat artışları piyasa hizmetlerine kıyasla daha hızlı bir biçimde sönmektedir. Düzenlemeye tabii hizmetlerde regülasyon çerçevesinin belirsizliği azaltacak şekilde iyileştirilmesi, öngörülebilirliğin artmasına ve enflasyon beklentilerinin yönetimine katkı sağlayacaktır.

Mercek Altı 2.8

Tütün Ürünlerinde Vergi Reformunun İma Ettikleri

Yapılan düzenlemeyle 2024 yılı başından itibaren tütün ürünlerinden alınan nispi ÖTV oranı düşürülürken maktu ÖTV tutarı yükseltilmiştir. Tütün ürünlerinde vergi matrahının perakende fiyat olması nedeniyle nispi ÖTV oranının indirilmesi mali çarpanı da aşağıya çekmiştir. Bu durumda, maliyet veya maktu vergi artışı kaynaklı bir perakende fiyat değişikliği ihtiyacı önceki düzenlemeye kıyasla daha düşük oranlı bir artışla karşılanabilecek, manşet enflasyon üzerindeki etki azalacaktır.

Tütün ürünleri küresel ölçekte yüksek bir oranda vergilendirilirken uygulamada ülkeler arasında ayrışma izlenmektedir. Vergi geliri bazı ülkelerde büyük ölçüde maktu vergiye, bazılarında daha dengeli bir yapıya, Türkiye'nin içinde olduğu kalan ülkelerde ise büyük ölçüde nispi vergiye dayanmaktadır.⁹ Aynı vergi gelirine farklı yöntemlerle ulaşılabilirken tütün ürünlerinde vergi matrahının perakende fiyat olması "mali çarpan" kavramını doğurmakta, sektörün fiyat belirleme yapısını değiştirmektedir.¹⁰ Mali çarpan, üretici fiyatı ya da maktu vergilerdeki bir birimlik artışın nihai satış fiyatına ne oranda yansıtacağını ifade etmektedir. Nispi ÖTV oranının yüksek belirlendiği durumlarda mali çarpan da yüksek olmakta, maliyet veya maktu vergi artışında üretici aynı geliri elde edebilmek için perakende fiyatını daha yüksek oranlı artırmak durumunda kalmaktadır.

2023 yılının son günlerinde yapılan düzenleme ile tütün ürünleri vergi yapısında değişikliğe gidilmiştir.¹¹ Bu düzenlemeyle, nispi ÖTV oranı yüzde 63'ten yüzde 57'ye indirilmiş, dolayısıyla mali çarpan 7,50'den 5,17'ye gerilemiştir (Grafik 1). Bu durumda, 1 Türk liralık maliyet veya maktu ÖTV artışı gerçekleştiğinde, firmalar perakende fiyatlarını eski düzenlemeyle 7,5 Türk lirası yükseltirken yeni

⁹ 2023 yılı itibarıyla Türkiye'de nispi vergi oranı yüzde 63 iken AB ülkelerinde ortalama oran yüzde 27 civarındadır.

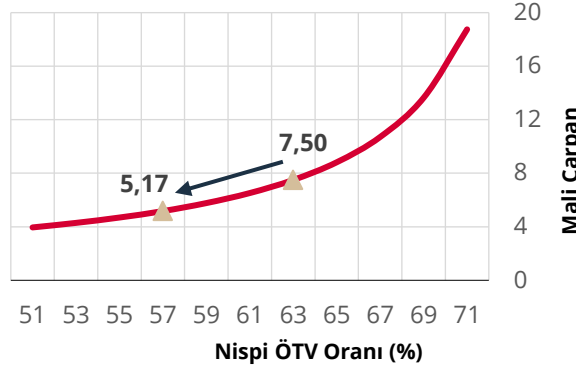
¹⁰ Tütün ürünlerinde fiyat yapısına dair detay için Enflasyon Raporu 2018-III'te yer alan Kutu 3.1 incelenebilir.

¹¹ 28/12/2023 tarih ve 32413 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 8001 sayılı Cumhurbaşkanlığı kararı.

düzenlemeyle 5,17 Türk lirası tutarında bir artış yeterli olmaktadır. Artış ihtiyacının daha düşük olması da enflasyon üzerinde sektör kaynaklı etkiyi hafifletmektedir. Yapılan düzenlemede nispi ÖTV oranındaki indirim kaynaklı gelir kaybını telafi etmek için paket başına maktu ÖTV tutarı 1,1043 Türk lirasından 4,8058 Türk lirasına yükseltilmiştir.¹² Maktu vergi tutarının seçiminde vergi yapısında değişikliğe gidilmediği ve 2023 yılı ikinci yarısında oluşan üretici enflasyonunun otomatik bir şekilde maktu ve asgari maktu vergilere yansıtıldığı durumda elde edilecek kamu geliri baz alınmıştır.

Yeni vergi yapısıyla ilerleyen dönemde enflasyonist baskı daha sınırlı olacaktır. Yeni vergi düzenlemesini takiben ocak ayında sigaralarda perakende satış fiyatları, eski düzenlemenin ima ettiği artıştan daha sınırlı bir şekilde, 2 Türk lirası civarında yükselmiştir. Yeni vergi yapısıyla ilerleyen dönemlerde de daha düşük oranlı perakende fiyat artışı yeterli olacak, enflasyonist baskı daha sınırlı kalacaktır. AB ülkelerine yakınsamayı hedefleyen bu düzenleme, dezenflasyona geçiş döneminde maliye ile para politikası arasındaki eşgüdüm açısından da örnek oluşturmuştur.

Grafik 1: Mali Çarpan (KDV Oranı % 20)



Kaynak: GİB, TCMB.

¹² Yapılan düzenlemeyle sigara başına asgari maktu vergi tutarı 1,1114 Türk lirasından 1,4249 Türk lirasına yükseltilmiştir.

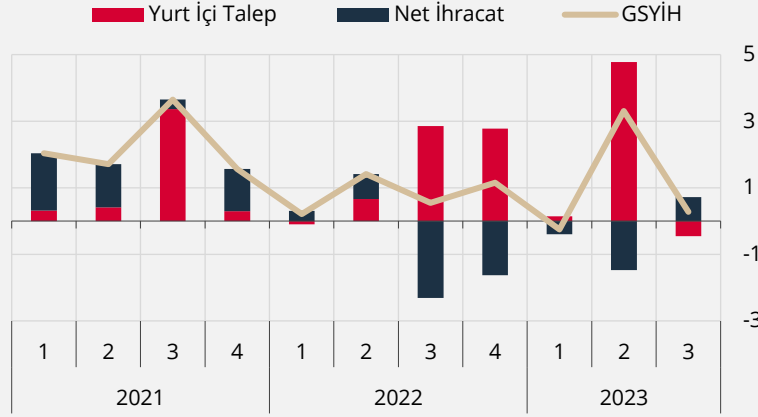
Kutu 2.1

İç Talepte Dengelenme Süreci

2023 yılının ilk yarısında yüksek kredi büyümesinin de etkisiyle güçlü iç talep enflasyondaki yükselişin ve beklentilerdeki bozulmanın temel belirleyicilerinden biri olmuştur. Haziran ayı itibarıyla finansal koşullarda başlayan sıkılaşma süreci kredi büyümesi ve kompozisyonunda normalleşmeyi desteklemiştir. Böylece, yurt içi talepte kademeli bir dengelenmeye ve enflasyon beklentilerinde iyileşmeye katkı sağlamıştır. Talep koşullarının seyri önümüzdeki dönemde de enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanmasında kritik rol oynayacaktır. Bu çerçevede, bu kutuda parasal sıkılaşma sürecinin talep koşullarına yansımaları çeşitli yüksek frekanslı göstergelerle sektörel detayda incelenmektedir.

İktisadi faaliyet yılın ilk yarısında iç talep kaynaklı güçlü seyretmiş, özel tüketimdeki güçlü seyirle yurt içi talep büyümenin sürükleyicisi olurken net ihracat çeyreklik büyümeyi azaltıcı yönde etkilemiştir (Grafik 1). Yılın üçüncü çeyreğinde ise GSYİH büyümesi çeyreklik bazda yavaşlayarak parasal sıkılaştırma sonrası yurt içi talepteki dengelenmenin başladığına işaret etmiştir. Finansal koşullardaki sıkılaşmayla birlikte nihai yurt içi talebin çeyreklik büyümeye katkısı, özel tüketimdeki daralma öncülüğünde kayda değer şekilde azalırken net ihracat dört çeyreğin ardından ilk kez çeyreklik büyümeye pozitif katkı vermiştir. Yılın ilk yarısında ithalat, özellikle tüketim ve yatırım malları ile altın ithalatı kaynaklı yüksek seyrederken yılın ikinci yarısında parasal sıkılaştırmanın finansal koşullara yansımalarıyla yurt içi talepteki dengelenmenin ithalat üzerindeki yavaşlatıcı etkileri görülmeye başlanmıştır. Bu dönemde, altın ithalatındaki yavaşlamanın yanı sıra tüketim malı ithalatının da ivme kaybettiği görülmüştür (Grafik 2).

Grafik 1: Gayrisafi Yurt İçi Hasıla ve Bileşenleri (Çeyreklik Büyümeye Katkılar, % Puan)



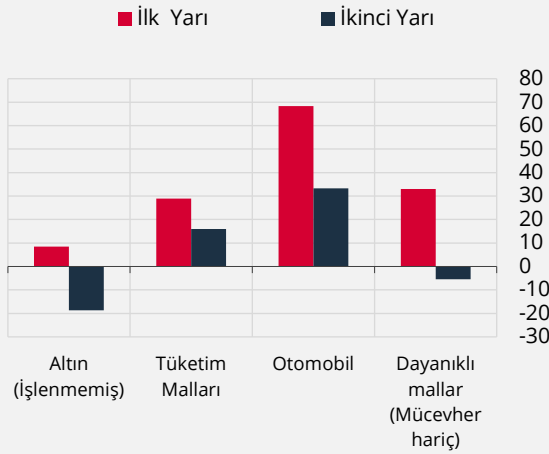
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Tüketime dair öncü göstergelerden Perakende Satış Hacim Endeksi (PSHE) ve kartla yapılan harcama verileri de parasal sıkılaştırma sürecinin başlangıcından bu yana iç talepte ivme kaybına işaret etmektedir (Grafik 3). Yılın ilk iki çeyreğinde sırasıyla yüzde 6,7 ve yüzde 5,1 oranında artış gösteren PSHE'nin üçüncü çeyrekteki artış oranı yüzde 0,6'ya gerilerken kasım ayı itibarıyla son çeyrekte endeks çeyreklik bazda yüzde 0,1 daralmaya işaret etmektedir. Özel tüketim eğilimiyle büyük ölçüde paralellik gösteren perakende hacim endeksinin yakın dönem eğilimleri, yılın ikinci yarısında görülen ivme kaybının bilgisayar, elektronik, konut ile ilgili harcama kalemleri, ev aletleri ve mobilyayı içeren gıda dışı gruplarda daha belirgin olduğunu göstermektedir. Söz konusu grupların tipik olarak finansman koşullarına daha duyarlı dayanıklı malları içermesi nedeniyle PSHE verileri parasal sıkılaştırmanın etkisine dair işaretler sunmaktadır.

Benzer şekilde, özel tüketim eğilimine dair daha zamanlı bilgi sunan kartla yapılan harcama verileri de iç talepte dengelenmenin başladığına işaret etmektedir. Kartla yapılan harcamalar, alt sektörler bazında ilgili TÜFE endeksleriyle reelleştirilerek incelendiğinde 2022 son çeyrek seviyesine kıyasla yılın ilk

yarısında sektörler genelinde güçlü artışlar gerçekleştiği görülmektedir. Nitekim, toplam kartla yapılan harcamalar, reelleştirilmiş olarak yılın ilk iki çeyreğinde çeyreklik bazda sırasıyla yüzde 9,7 ve yüzde 14 oranında artış kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte ise kartla yapılan harcamaların artış hızı yılın ilk yarısındaki güçlü ivmeye kıyasla sektörler genelinde yavaşlayarak yüzde 1,1'e gerilemiştir. Öte yandan, yılın son çeyreğinde gerçekleşen yıl sonu kampanyaları ve öne çekilen talep güdüsü gibi faktörler talepteki ivme kaybını bir miktar sınırlamıştır. Bu dönemde, kartla yapılan harcamalar çeyreklik bazda yüzde 5,1 artış kaydetmekle birlikte yılın ilk yarısına kıyasla halen daha düşük bir artış imaya devam etmiştir.

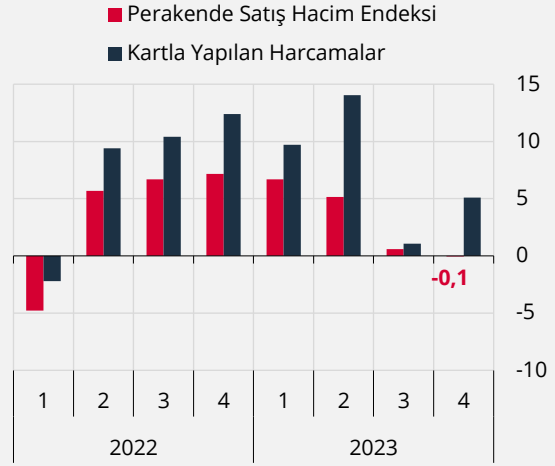
Grafik 2: İthalat* (2023, Mevsimsellikten Arındırılmış, Nominal, Altı Aylık % Değişim)



Kaynak: TCMB, Ticaret Bakanlığı, TÜİK.

* Ardışık altı aylık dönemlerde ithalatın yüzde değişimi.

Grafik 3: Perakende Satış Hacim Endeksi ve Kart Harcamaları* (Mevsimsellikten Arındırılmış, Reel, Çeyreklik % Değişim)



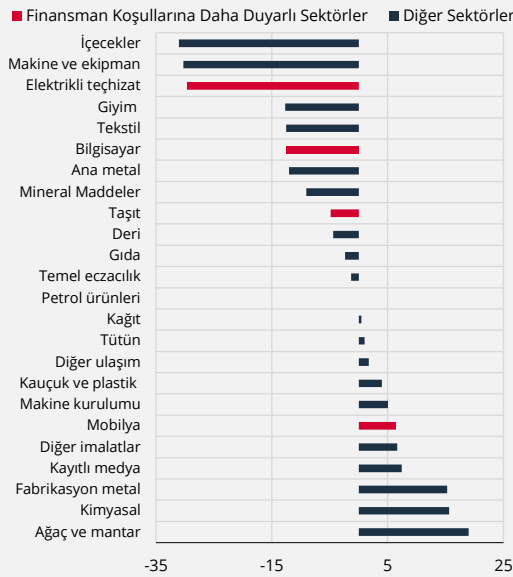
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Perakende Satış Hacim Endeksi kasım ayı itibarıyla.

Perakende satış hacmi ve kartla yapılan harcama verilerine ilave olarak imalat sanayi firmalarıyla yapılan görüşmelerden elde edilen bilgileri içeren İktisadi Yönelim Anketi (İYA) de mevcut talep koşullarının sektörel detayda takip edilebilmesine olanak sağlamaktadır. Ankette firmalara yöneltilen kayıtlı iç piyasa siparişlerinin miktarındaki değişime ilişkin soru, iç talebin seyrine ilişkin öncü bilgi sunmaktadır. İç piyasa siparişlerine ilişkin söz konusu gösterge haziran ayında başlatılan parasal sıkılaştırmanın sektörel talep üzerindeki etkisi bağlamında incelenmiştir. Bu çerçevede, kayıtlı iç piyasa siparişlerinin ocak-haziran dönemindeki değişimi incelendiğinde 24 sektörün 12'sinde azalış, 11'inde ise artış görülmüştür (Grafik 4). Taşıt, elektrikli teçhizat, bilgisayar ve mobilya gibi dayanıklı tüketime yönelik sektörlerin finansman koşullarına daha duyarlı olduğu değerlendirildiğinde, anket verileri mobilya hariç söz konusu sektörlerde iç talebin zayıfladığına işaret etmektedir.

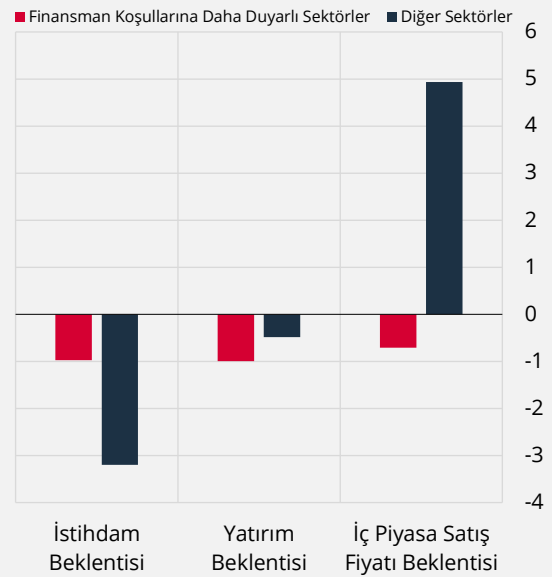
İktisadi yönelim anketinde yer alan sorular ayrıca sektörel düzeyde istihdam, yatırım ve fiyat beklentisi gelişmelerini incelemeye de imkan vermektedir. Bu gelişmeler finansmana daha duyarlı sektörler ile diğer sektörler ayrımında incelendiğinde finansman koşullarına daha duyarlı olan sektörlerden bilgisayar, taşıt ve elektrikli teçhizat istihdam beklentilerinin gerilediği, mobilya sektöründe ise sınırlı bir artış olduğu görülmüştür. Bu sektörler imalat sanayi içerisindeki ağırlıklarıyla toplulaştırıldığında istihdam beklentileri haziran ayına kıyasla bir düşüş imaya etmekle birlikte diğer sektörlerle kıyasla daha olumlu bir görünüm sunmaktadır (Grafik 5). Yatırım beklentilerinde ise finansman koşullarına duyarlı mobilya, taşıt ve elektrikli teçhizat sektörlerinde yatırım beklentileri gerilerken bilgisayar sektöründe artış görülmüş bu artışa rağmen finansman koşullarına daha duyarlı olan sektörlerde yatırım beklentileri diğer sektörlerle kıyasla daha fazla gerilemiştir. Fiyat beklentileri tarafında ise elektrik-teçhizat sektöründe iç piyasa satış fiyatı beklentisi bu dönemde artarken diğer finansmana duyarlı sektörlerin hepsinde düşüş göstermiştir. İmalat sanayi içindeki ağırlıklarıyla toplulaştırıldığında finansmana daha duyarlı sektörlerde iç piyasa satış fiyatı beklentileri gerilerken diğer sektörlerde artış görülmektedir.

Grafik 4: Şu Anda Kayıtlı İç Piyasa Siparişlerinin Miktarı (Artış-Azalış, Mevsimsellikten Arındırılmış, Ocak 2024-Haziran 2023 Farkı)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5: İYA Fiyat, İstihdam Beklentileri* (Artış-Azalış, Mevsimsellikten Arındırılmış, Ocak 2024-Haziran 2023 Farkı)

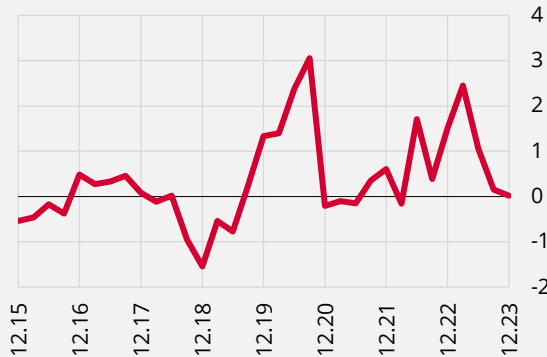


Kaynak: TCMB.

* Toplulaştırma yapılırken yüksek oynaklık göstermesi nedeniyle petrol ürünleri sektörü dışlanmıştır.

İç talep görünümünün tüketici fiyatlarına ne şekilde yansıdığına daha yakından bakıldığında finansman koşullarına duyarlılığı yüksek olan dayanıklı mal grubu fiyat gelişmelerinin öne çıktığı görülmektedir. Sektörel talep verilerinin de ima ettiği şekilde dayanıklı mal (altın hariç) grubunda enflasyon yılın ilk yarısında güçlü talebin de etkisiyle yüksek seyretmiş, üçüncü çeyrekte birden fazla şokun bir arada görülmesiyle kayda değer bir oranda güçlenmiştir. Dördüncü çeyrekte ise bu grupta şokların geçişkenliklerinin büyük oranda tamamlanması ve stok eritmeye yönelik kampanyaların düzenlenmesinin yanı sıra tüketici kredi büyümesindeki ivme kaybının da etkisiyle fiyat artışlarının önemli ölçüde yavaşladığı görülmektedir (Grafik 6 ve Grafik 7). Alt kalem bazında incelendiğinde, yılın son çeyreğinde fiyat artışlarındaki zayıflama alt kalemlere yayılmakla birlikte otomobildeki yavaşlamanın daha belirgin boyutta olduğu izlenmektedir.

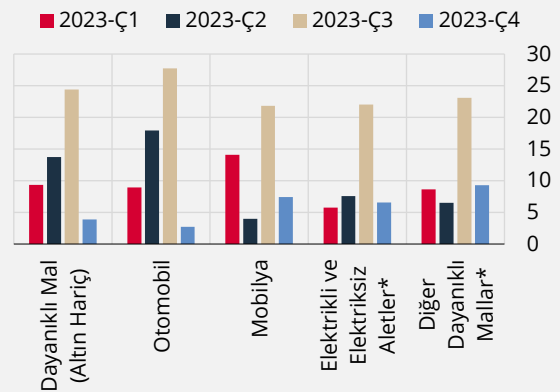
Grafik 6: Tüketici Kredi Büyümesi* (Çeyreklik, Reel, Standart Değer)



Kaynak: TCMB.

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

Grafik 7: Dayanıklı Mal (Altın Hariç) Grubu ve Alt Kalemleri Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Mevsimsellik saptanmamıştır.

Sonuç olarak, haziran ayında başlayan parasal sıkılaştırma sürecinin finansal koşullara yansımalarıyla yurt içi talepte dengelenme başlamış, bununla uyumlu bir şekilde ithalat eğilimi zayıflamış, fiyatlama davranışları ve beklentilerde iyileşme gözlenmiştir. Öte yandan, ocak ayında yapılan ücret güncellemelerinin de etkisiyle yurt içi talebin direncini koruduğu ve söz konusu dengelenme eğilimine rağmen yurt içi talebin mevcut seviyesinin enflasyon üzerinde bir risk unsuru olabileceği not edilmelidir.

Kutu 2.2

Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular

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

Yılın son çeyreğinde iktisadi faaliyet koşullarının üçüncü çeyrekte öngörülenden daha olumlu seyrettiği gözlenmiştir.

Yurt içi talep koşulları ağırlıklı olarak nihai tüketici kanalından satışları desteklerken aşağı yönlü risklere yapılan vurgu devam etse de yurt dışı talep koşullarında son çeyrekte belirgin bir değişim gözlenmemiştir. Bu gelişmeler neticesinde toplam talep koşullarında önceki çeyrekte gözlenen ivme kaybının bu dönemde hız kestiği, üretimde başlayan sınırlı yavaşlamanın ise devam ettiği değerlendirilmiştir. Yatırım duruşundaki zayıf seyir sürerken firmaların daha çok maliyet düşürücü ve verimlilik artırıcı yatırımlara odaklandığı dikkat çekmiştir. Diğer taraftan işgücü ve girdi maliyetleri ile kur kaynaklı maliyetlere yapılan atıflarla birlikte fiyat artışlarının da yavaşladığı gözlenmiştir.

Yurt içi satışlarda üçüncü çeyrekte başlayan ivme kaybı yılın son çeyreğinde hız kesmiştir.

Tüketiciye yönelik kampanyalar ve yeni yılda gerçekleşmesi beklenen fiyat geçişlerinden korunmak amacıyla tüketicilerin talebini öne çekmeye devam etmesi, yurt içi satışları destekleyen faktörler olarak öne çıkmıştır. Öte yandan, fiyatlar genel seviyesinin yüksek seyri ve finansman koşullarındaki sıkılaşıma özellikle dayanıklı mallarda olmak üzere, satışları baskılayan temel unsurlar olarak not edilmiştir. Tüketicilerin kampanya duyarlılığının yüksek olduğu ve uygun fiyatlı ürünlere yönelimin yaygın olduğu aktarılmaya devam etmiştir. Sektörler bazında bakıldığında gıda vb. temel ihtiyaç ürünleri, tüketici elektroniği ve otomotiv satışları görece olumlu seyreden ürün grupları olarak öne çıkarken kampanya etkisiyle hazır giyimde önceki dönemlere kıyasla daha canlı bir seyir izlenmiştir.

Gıda ve hızlı tüketim ürünlerinde, tüketicilerin yeni yılda ücret artışı beklentisinin satışları desteklediği gözlenmiştir. **Hazır giyim** sektöründe indirim kampanyaları sonucunda dördüncü çeyreğin canlı seyrettiği ifade edilirken sezona uygun fiyatlandırma politikasıyla giren firmaların satışlarının daha olumlu ayrıştığı dikkat çekmiştir. **Beyaz eşya** satışlarının indirim kampanyalarının etkisiyle kasım ayı itibarıyla hareketlendiği, çeyreklik bazda ise bir miktar yavaşladığı gözlenmiştir. Tüketici elektroniği ve küçük ev aletlerinde daha canlı bir seyir olduğu aktarılmıştır. **Mobilya** satışları önceki çeyreğe paralel bir seyir izlerken yeni konut satışlarındaki zayıflık, fiyat seviyeleri ve taksit sayılarının az olması gibi faktörlerin talebi baskıladığı vurgulanmıştır. Öte yandan sektördeki lider firmaların fiyat geçişlerini sınırlayarak ve kampanya düzenleyerek mevsimsel satış hedeflerini yakaladıkları, markalaşmış ve özkaynağı güçlü firmaların olumlu ayrıştığı belirtilmiştir. **Otomotivde**, artan otomobil arzı ve rekabetle birlikte fiyat indirimlerini de içeren kampanyaların karşılık bulmasının yanı sıra öne çekilen talep etkisinin satışları desteklediği görülmüştür. **Konut** sektöründe, yüksek fiyatlar ve kredi koşullarına bağlı olarak ikamet amaçlı talebin düşük seyrettiği, sektörü canlandıracak kampanyaların beklenmesinin de satışlarda ek baskı oluşturduğu ifade edilmiştir. Yatırım amaçlı konut talebi yavaşlamaya devam ederken yabancıya satışlarda da beklenen canlanmanın olmadığı gözlenmiştir.

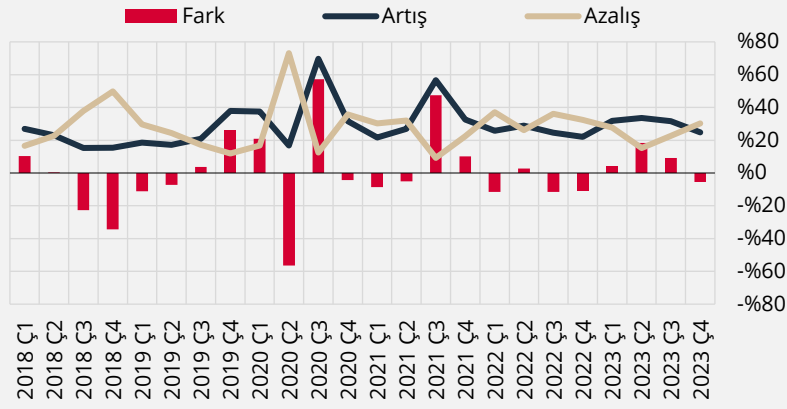
Yurt dışı talep koşullarının üçüncü çeyrekteki seyrini koruduğu gözlenmiştir.

Avrupa ülkelerindeki zayıf talep koşulları, özellikle aralık ayına kadar navlun maliyetlerindeki düşüş, Çin'in dış pazarlara dönüşüyle zorlaşan rekabet koşulları ve jeopolitik riskler ihracat üzerinde baskı yaratan temel faktörler olarak ifade edilmiştir. Firmaların ihracata yönelimi ve pazar/ürün çeşitlendirme esnekliği baskıyı hafifleten unsurlar olarak vurgulanmaya devam ederken bazı ülkelerde enerji sübvansiyonlarının kaldırılmaya başlanması rekabet gücünü artıracak bir gelişme olarak not edilmiştir.

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

Sektörel bazda bakıldığında, **hazır giyim** ve **tekstil** sektöründe zayıf talep koşullarının sürdüğü, özellikle AB talebindeki durgunluğun söz konusu zayıflıkta etkili olmaya devam ettiği gözlenmiştir. **Mobilya** sektörü ihracatında önceki çeyreğe benzer bir seyir olduğu, Avrupa pazarına bağımlılığı daha düşük olan firmaların satışlarının daha olumlu seyrettiği görülmüştür. Ayrıca firmaların iç pazardaki kayıpları telafi etmek için ürün ve pazar çeşitlenmesiyle ihracatını artırmaya çalıştığı ifade edilmiştir. **Beyaz eşya** ana ve yan sanayi ihracatının ürün bazında farklılaşan eğilimler sergilediği görülmüştür. Özellikle ocak, fırın ve davlumbaz ürün gruplarında Çin etkisinin yurt dışı pazarlarda belirgin hale geldiği ifade edilmiştir. **Otomotiv** sektöründe ihracatın olumlu görünümünü koruduğu gözlenmiştir. Çeyrek genelinde Avrupa'da talebin gücünü koruduğu, ticari araç pazarında daha belirgin olmak üzere, ana sanayi ihracatı ve yan sanayiinde OEM tarafının güçlü seyrettiği aktarılmıştır. Firmalar yeni müşterilerden alınan siparişler ve devreye alınacak yatırımlarla ihracatın 2024 yılında da kademeli olarak artacağı yönünde öngörülerini paylaşmıştır. **Ana metal** sektöründe, inşaat demiri talebi daralırken AB'deki olumsuz talep koşullarına rağmen muhtelif sektörlerde kullanılan boru-profil ürünleri talebinin gücünü koruduğu aktarılmıştır.

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



Kaynak: TCMB RESİM.

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

Üretim faaliyetinde üçüncü çeyrekte başlayan yavaşlama son çeyrekte devam etmiştir.

İç piyasa ağırlıklı faaliyet gösteren firmalarda; kasım ve aralık aylarında kampanyaların talebi desteklemesine karşın, finansman koşullarındaki sıkılık ve 2024 yılı ikinci çeyreğinden itibaren tüketimde zayıflamanın artabileceğine dair beklentiler üretimi etkilemektedir. İç piyasaya göre olumlu seyretmekle birlikte ihracatçı firmalarda da üretim faaliyeti son çeyrek itibarıyla yavaşlamaya başlamıştır.

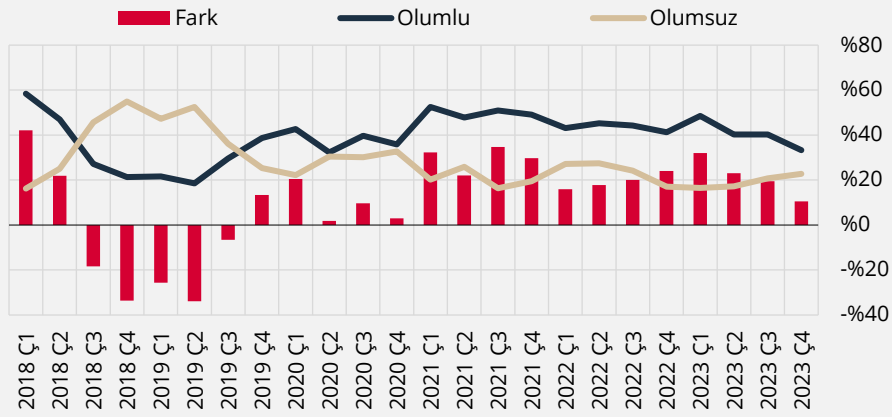
Sektörel gelişmelere bakıldığında, **otomotivde**, iç ve dış talepteki canlılık kapsamında üretim güçlü seyretmiştir. 2024 yılında iç pazarda öngörülen yavaşlamaya karşın, dış talebe ilişkin beklentiler olumludur. Ana sanayi planlamalarının bu doğrultuda büyük ölçüde belirli olmasıyla mevcut güçlü seyrin devam edeceği öngörülmektedir. **Beyaz eşyada** dış talepte 2024 yılına ilişkin sahip olunan olumlu değerlendirmelerin yanı sıra, iç piyasada ana sanayi tarafından düzenlenen kampanyaların etkisiyle üretim güçlü seyrini korumuştur. **Mobilyada**, dış talep önceki çeyreğe benzer seyrederken iç tarafta kampanya etkisi beyaz eşyaya göre daha sınırlı olmasına rağmen üretimde çeyreklik bazda yatay bir seyir izlenmiştir. **Makine-teçhizat**, iç piyasada yatırım duruşundaki zayıflık talebi olumsuz etkilerken ihracatta firmaların alternatif pazar bulma kabiliyetleri sonucunda üretim faaliyeti önceki çeyreğe benzer seyretmiştir. **Kimyada**, dış talebin yanı sıra iç piyasada otomotiv ve temizlik ürünleri taraflarında üretim gücünü korumuştur. Öte yandan tekstil ve inşaat bağlantılı alanlardaki zayıflık üretimi baskılamıştır. **Ana metalde**, iç piyasada inşaat sektöründeki durgunluk, dış talepte ise beklenen toparlanmanın henüz başlamaması ve Çin rekabeti üretimi olumsuz etkilemeye devam etmiştir.

İnşaatta, deprem bölgesi ve depreme dirençli olarak değerlendirilen iller dışında talep zayıf seyretmektedir. Firmalar ilave maliyetlerden kaçınmak amacıyla başladıkları projeleri bitirmeye çalışırken yeni projelere başlama iştahı düşüktür. **Tekstil ve hazır giyim** üretimi, iç piyasada finansal koşullardaki sıkılaştırmanın firmalar arası ticarete olumsuz yansımalarının, dış talepte ise rekabet gücündeki zayıflamaya ilişkin artan vurguların sonucunda önceki çeyreğe göre yavaşlamıştır. Hazır giyim tarafında kampanyalarla desteklenen talep, üretimi bir miktar desteklemiştir.

Yılın son çeyreğinde firmaların yatırım duruşundaki ihtiyatlılık devam etmiştir.

Yatırımın finansman maliyetlerindeki artış, iç ve dış talebe ilişkin belirsizlikler yatırım duruşundaki zayıflığın temel nedenleri olarak öne çıkarılmıştır. Yatırım duruşundaki zayıf seyre rağmen ertelenen yatırım oranında bu çeyrekte belirgin bir artış olmadığı ve başlanmış yatırımların büyük oranda devam ettiği gözlenmiştir. İhracat ağırlıklı faaliyet gösteren firmalarda yatırım duruşu görece olumlu olmaya devam etmiştir. Diğer taraftan, bu dönemde ana pazarlardaki talebin seyrine ilişkin belirsizlikler nedeniyle ağırlıklı ihracat yapan firmaların yatırım duruşunda da ihtiyatlılığın çeyrek içinde arttığı gözlenmiştir.

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



Kaynak: TCMB RESİM.

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

Firmaların yatırım planlamalarında maliyet düşürücü ve verimlilik artırıcı yatırımlara odaklandığı gözlenmektedir. Bu çerçevede, makine-teçhizat, genişleme ve enerji yatırımları ön planda olmaya devam etmiştir. Bu dönemde özellikle özkaynak yapısı güçlü firmaların yatırım motivasyonu olumlu ayrışırken; işgücü ve enerji maliyetlerinin azaltılması, ölçek ekonomileri ile birim maliyetlerin düşürülerek verimliliğin artırılması ve devam eden yatırımların tamamlanması söz konusu motivasyonu desteklemektedir. **Sektörel bazda; gıda imalatı** ve **otomotiv** sektörlerinde yatırım duruşunun pozitif ayrıştığı gözlenmektedir. **Gıda imalatı** sektöründe üretim kapasitesini artırıcı ve yeni ürün sunumuna yönelik yeni yatırımlar söz konusudur. **Otomotiv** sektöründe güçlü talep koşulları ve elektrikli araç pazarındaki büyümeye bağlı olarak yatırım iştahının güçlü olduğu görülmektedir. Zayıf talep görünümüne bağlı olarak yatırım duruşunun olumsuz olduğu sektörler arasında **tekstil, hazır giyim** ve **inşaat** sektörü öne çıkmaktadır. **İnşaat** sektöründe yüksek arsa fiyatları ve konut talebindeki zayıf seyir yatırım iştahını baskılayan unsurlar olarak aktarılmaktadır.

Dördüncü çeyrek itibarıyla firmaların yatırım duruşundaki zayıflığın istihdam planlarına yansımaya devam ettiği görülmüştür.

Firmaların üretim sürecinde otomasyon ve verimlilik artırma çabaları istihdam artışını sınırlayan bir faktör olmaya devam etmiştir. Bu dönemde, iç ve dış talebe ilişkin belirsizliklerin ve ücret artış beklentilerinin yanı sıra çalışanlara tanınan sosyal hizmet maliyetlerinin toplam maliyet içindeki payının artması da istihdam planlarındaki sınırlayıcı etkiyi artırmaktadır. Diğer taraftan, çalışan bulma sorunlarına bağlı olarak mevcut tecrübeli çalışanı muhafaza etme çabası ve tamamlanan yatırımların faaliyete geçmeye başlaması istihdam planlarını desteklemektedir.

Yılın son çeyreğinde finansman ihtiyacı artışına yapılan vurgu sınırlı bir azalış göstermiştir.

Ağırlıklı olarak işletme sermayesi kaynaklı oluşan finansman ihtiyacına yapılan vurgu, ekim ve kasım aylarındaki yüksek seyrinden sonra aralık ayında azalmıştır. Bu azalışta, gerileyen ve/veya yatay seyreden hammadde fiyatlarının etkili olduğu belirtilmiştir. Diğer taraftan işletme sermayesi ihtiyacı artan firmalarda; çeyreğin ilk ayında daha yoğun olmak üzere akaryakıt ve elektrik giderlerine bağlı maliyetler öne çıkarılırken aralık ayında nakit akışı aksamalarına yapılan vurgu dikkat çekmiştir. Yatırım kaynaklı finansman ihtiyacı önemini korumakla birlikte bu çeyrekte daha az dile getirildiği gözlenmiştir.

Kredi koşullarındaki sıkılaştırma son çeyrekte devam etmekle birlikte, vade ve limit tarafında gevşeme hissedildiği ifade edilmiştir. Türk lirası kredi maliyetlerinin yüksek bulunmasına bağlı olarak firmaların kredi taleplerindeki azalışın aralık ayı itibarıyla belirginleşmeye başladığı, ihracatçı firmaların daha uygun maliyetli reeskont kredilerine yöneliminin arttığı gözlenmiştir. Bankaların kredi verme iştahının arttığı belirtilirken buna bağlı olarak dördüncü çeyrekte krediye erişimin bir önceki çeyreğe kıyasla rahatladığı ifade edilmiştir. Söz konusu rahatlatma özellikle ihracatçı ve imalatçı firmalarca iletilirken bu durumda reeskont kredi limitlerinin artırılmasının etkili olduğu görülmektedir.

Firmalar arası ticarete vade farklarının yükselmesi peşin alımın yaygınlaşmasına neden olurken aralık ayında alacaklarda gecikmelere yapılan vurguda bir miktar artış görülmüştür. Alacak-borç vade uyumsuzluğundaki artışın firmaların nakit akışlarında aksamalara yol açtığı iletilse de son çeyrek itibarıyla tahsilatlarla ilgili önemli bir sorun yaşanmadığı aktarılmıştır. Bununla birlikte piyasada çek kullanımının artması, finansman maliyetlerindeki yükseliş ve talepte zayıflama beklentilerinin tahsilatlarla ilgili endişelere yol açtığı görülmektedir.

Son çeyrekte firmalar üzerindeki maliyet baskısının hafiflediği, fiyat artış hızının yavaşladığı gözlenmiştir.

Önceki çeyrekte maliyet artışı kaynağı olarak öne çıkan işgücü giderleri vurgusu bu çeyrekte belirgin biçimde düşmüştür. Girdi maliyetleri çeyrek içerisinde en çok dile getirilen maliyet unsuru olmakla birlikte, küresel emtia fiyatlarındaki sakin seyir bu kaleme yapılan atıfların gerilemesini sağlamıştır. Ayrıca kur kaynaklı maliyet artışlarına vurgu yapan firmaların oranında üçüncü çeyreğe göre belirgin bir azalış görülmüştür. Doğal gaz ve elektrik fiyatlarına yapılan artışlarla ekim ayında enerji maliyetlerine yapılan atıflar öne çıkmışsa da çeyreğin geri kalan aylarında sönümlenmiştir.

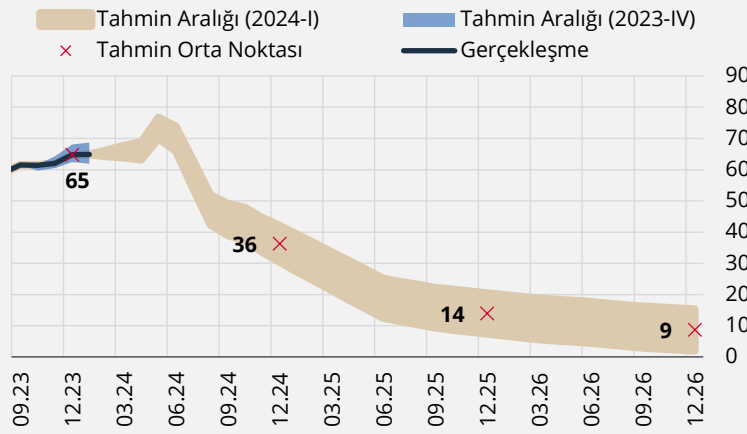
Çeyrek içinde fiyat artışlarının hız kestiği ve fiyat güncelleme sıklığının azaldığı gözlenmiştir. Söz konusu yavaşlamada i) parasal sıkılaştırmanın, ii) son dönem maliyet baskısında gözlenen hafiflemenin, iii) önceki dönemden gelen maliyet artışlarının büyük ölçüde yansıtılmış olmasının, iv) kamunun enflasyona karşı mücadele çağrısının ve v) kampanya dönemi kaynaklı rekabet baskılarının etkili olduğu değerlendirilmektedir.

Kutu 2.3

Dezenflasyon Patikasına Yakından Bir Bakış

2023 yılının son çeyreğinde enflasyon, 2023-IV sayılı Enflasyon Raporu tahminleri ile uyumlu seyrederek, orta noktanın yaklaşık 0,2 puan altında, yüzde 64,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu görünüm ocak ayında enflasyonun öngörülerle uyumlu bir şekilde gerçekleşmesiyle korunmuştur. Bu kutuda mevcut 2024-I sayılı Enflasyon Raporu tahmin patikası (Grafik 1) daha yakından incelenirken, dezenflasyon patikasının "mekaniğine" dair temel konulara ışık tutulmaktadır. Bu bağlamda (i) yıllık enflasyonun seyri ile enflasyonun aylık hareketleri arasındaki ilişki irdelenmiş, (ii) baz etkisi ve 2024 enflasyonuna etkileri açıklanmış, (iii) mevcut durum değerlendirilirken 2024 yılında enflasyon patikasını etkileyecek önemli unsurlar belirtilmiş, 2025 ve sonrasındaki patikanın ne ima ettiğine değinilmiştir.

Grafik 1: 2023-IV ve 2024-I Enflasyon Raporları Enflasyon Tahminleri* (%)



Kaynak: TCMB.

* Ocak 2024 öncesi için 2023-IV, Şubat 2024 sonrası için 2024-I Enflasyon Raporu tahminleri raporlanmaktadır.

Enflasyon Tahminleri

Grafik 1 enflasyonun 2024 yılının ilk yarısında yatay seyredeceğine, mayıs ayında belirgin bir artış göstererek zirve yapacağına, ardından da keskin bir düşüş göstererek yüzde 36'ya kadar gerileyeceğine işaret etmektedir. Yıllık enflasyona dair bu görünüm aylık bazda değerlendirdiğinde (1) ocak ayının şubat ayından farklı olmadığı, (2) nisan ayından mayıs ayına geçerken yüksek bir fiyat artışı yaşanacağı, (3) sonrasında ise fiyat artış oranlarının aniden çok düşük düzeylere gerileyeceği düşünülebilir.

Bu değerlendirmelere tahminlerin ima ettiği aylık enflasyon patikası ışığında şu şekilde açıklık getirilmektedir. (1) Asgari ücret başta olmak üzere ücret ayarlamalarının ve "zamana bağlı fiyat belirleme eğilimi" yüksek kalemlerin etkisi ile yıllık enflasyon her ne kadar yatay seyretse de ocak ayında önemli bir aylık artış gerçekleşmiştir. Sağlık ve ulaştırma gibi hizmet kalemlerinde dönemsel artışlar kaydedilirken bazı yönetilen/yönlendirilen (alkol, tütün, akaryakıt vb.) kalemlerde otomatik yükselişler olmuştur. Bir önceki yıl ocak ayı da benzer etkilere sahip olduğu için yıllık enflasyon görece yatay seyretmiştir. (2) Nisan ayından mayıs ayına geçerken öngörülen ani artışın temel nedeni 2023 yılı mayıs ayında doğal gazın bedelsiz kullanıma sunulması sebebiyle aylık enflasyonun sıfıra yakın gerçekleşmesi ve 2024'te tarifinin normalleşmesi olmaktadır. (3) Mayıs ayı sonrasında aylık fiyat artış oranları kademeli bir gerileme gösterecek olsa da yıllık enflasyon grafiğindeki keskin düşüşte önceki yıl gelişmeleri de rol oynamaktadır. Şöyle ki; 2023 temmuz ve ağustos aylarında döviz kuru, vergiler ile yönlendirilen fiyatlar, enerji fiyatları, talepteki artış ve bunların bir arada olmasının beklentiler ve fiyatlandırma davranışları üzerindeki doğrusal olmayan etkileri nedeniyle oldukça yüksek aylık fiyat artışları kaydedilmiştir. Bu tarz dönemlerde bir önceki yılın aylık enflasyonunun mevcut yılda yıllık enflasyonu belirgin şekilde etkilemesini sağlayan bu etmen baz etkisi olarak adlandırılmaktadır.

Baz Etkisi Nedir?

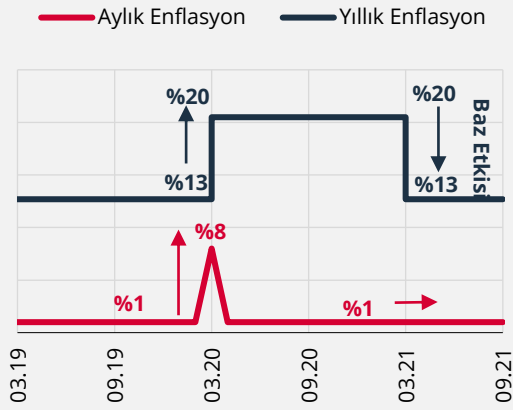
Grafik 2’de baz etkilerine ilişkin örnek bir görsel sunulmaktadır. Aylık fiyat artışları yüzde 1 olan bir ürünün fiyatı Mart 2020’de yüzde 8 yükselmiş, sonraki dönemde ise fiyat artışları normale dönmüştür. Aynı dönemde yıllık enflasyon yüzde 20 seviyesine yükseldikten sonra sabit devam etmiştir. 2021 yılı Mart ayına gelindiğinde 12 ay önceki fiyat hareketinin yıllık enflasyon hesabından çıkmasıyla beraber yıllık enflasyon yüzde 13’e inmiştir. 2021 yılı Mart ayında aylık enflasyonda bir değişiklik olmamasına rağmen, yıllık enflasyonda görülen bu hızlı düşüşün kaynağı baz etkisi olarak adlandırılmaktadır.

Baz etkisi daha detaylı bir yaklaşımla ele alındığında, yıllık enflasyon (π_t), belirli bir aydaki fiyat endeksi (P_t) ile on iki ay önceki endeks değeri (P_{t-12}) arasındaki yüzde değişim olarak hesaplanmaktadır. Birbirini takip eden iki aydaki yıllık enflasyon oranları arasındaki fark, yaklaşık olarak cari aydaki aylık enflasyon oranı ile on iki ay önceki aylık enflasyon oranı arasındaki farka eşittir.

$$\pi_t - \pi_{t-1} \approx \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - \frac{P_{t-12}}{P_{t-13}} \right) * 100$$

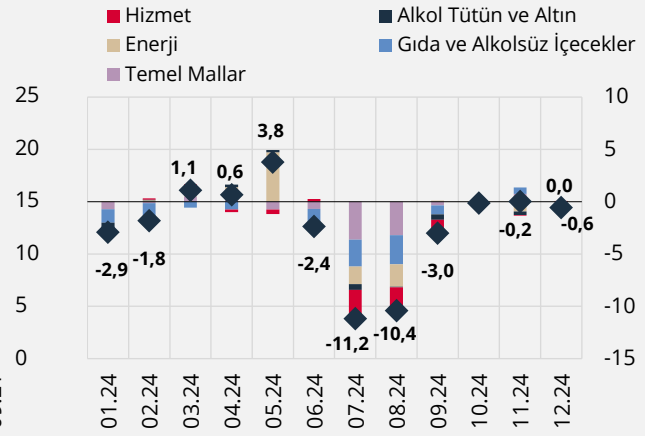
Dolayısıyla, yıllık enflasyon oranlarının bir aydan diğerine değişimi hem cari aydaki hem de baz aydaki, yani 12 ay önceki fiyat hareketlerinin etkisini (baz etkisini) yansıtmaktadır. Baz etkilerinin kayda değer düzeylere ulaşabilmesi için 12 ay önceki aylık değişimin o ayda normalde gözlenmesi beklenen tipik bir aylık değişimden önemli ölçüde sapması gerekmektedir.¹

Grafik 2: Yıllık Enflasyonda Baz Etkileri



Kaynak: TCMB.

Grafik 3: Yıllık TÜFE Enflasyonu Üzerindeki Baz Etkileri (% Puan)



Kaynak: TCMB.

Grafik 3’te 2024 yılı tüketici enflasyonu üzerindeki baz etkileri ana gruplar itibarıyla incelenmektedir.² Grafikte görüldüğü üzere mayıs ayında doğal gaz uygulaması kaynaklı olarak enerji grubunun yıllık enflasyonu yükselteceği öngörülmektedir. 2023 yılı haziran-agustos döneminde kısa sürede birden çok şokun yaşanması alt gruplar genelinde yüksek artışlara sebep olmuştur. Dolayısıyla 2024 yılı haziran-eylül döneminde parasal sıkılaştırmanın birikimli etkilerinin devreye girmesiyle aylık enflasyon oranlarının oldukça yavaşlamasına ek olarak, neredeyse tüm alt gruplardaki baz etkilerinin de yıllık enflasyonu düşürücü yönde etki yapması beklenmektedir. Eylül 2024 sonrası dönemde ise önemli bir baz etkisi gözlenmezken bu dönemde parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerinin güçlenmesiyle yıllık enflasyondaki yavaşlamanın sürmesi öngörülmektedir.

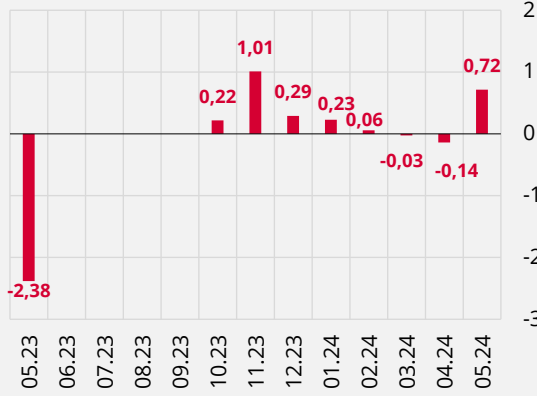
¹ Bu konuda detaylı bilgi Enflasyon Raporu 2019-II, Kutu 3.2 ve Enflasyon Raporu 2016-I, Kutu 3.1’de sunulmaktadır. Ek olarak ECB (2005, 2007)’de baz etkilerine dair değerlendirmeler bulunmaktadır.

² Baz etkilerinin yıllık enflasyondaki değişimlere katkısının büyüklüğü tipik aylık değişimin hesaplanma yöntemine göre farklılık gösterebilmektedir. Baz etkilerini hesaplarken kullanılan tipik aylık değişimler için her bir alt grupta 2020-2022 dönemindeki uç değerlerden arındırılmış ortalama aylık enflasyon kullanılmıştır. Uç değerlerden arındırılma son dönem enflasyonlarının ortalama ve standart sapmaları dikkate alınmıştır. Hizmet kalemi özelindeki “tipik” aylık değişimler için yakın dönem eğilimi (ilgili aydan 2 ay önceki ve 2 ay sonraki toplam 4 adet mevsimsellikten ve uç değerlerden arındırılmış enflasyonun ortalama değeri) kullanılmıştır.

Tüketicilere Sağlanan Doğal Gaz Desteğinin Enflasyona Etkileri

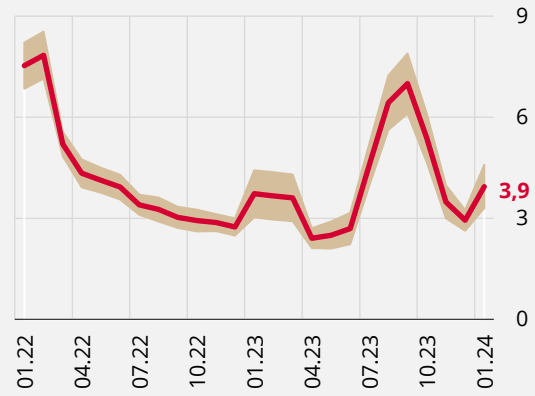
Oluşturduğu baz etkileri ve tüketim miktarı kaynaklı etkiler göz önüne alındığında, enflasyonun seyrinin sağlıklı değerlendirilebilmesi için doğal gaz düzenlemesinden gelen katkıların ayrıştırılması oldukça önem arz etmektedir. Bu düzenleme ile 2023 yılı Mayıs ayında doğal gaz konut abonelerine bedelsiz olarak sunulmuş ve sonrasındaki bir yıllık süre için 25 m³'e kadar tüketim miktarının devlet tarafından karşılanmasına karar verilmiştir. Mayıs ayındaki bedelsiz kullanım aylık tüketici enflasyonu üzerinde 2,38 puanlık belirgin bir düşürücü etki oluşturmuştur (Grafik 4). Havaların soğumasıyla beraber tüketim yükselişine paralel olarak son çeyrekte tüketici enflasyonuna artışlar yansımıştır. Kasım ayında bu etki yaklaşık 1 puan ile belirgin olurken Aralık 2023 ve Ocak 2024'te etkiler zayıflamıştır. Özellikle Mayıs 2024'te uygulamanın sona ermesiyle oluşacak yüksek aylık artış göze çarpılmaktadır (Grafik 4). Bu gelişmeye ek olarak, Mayıs 2023'teki düşüşün oluşturduğu baz etkisi kaynaklı yukarı yönlü etkilerin de devreye girmesi ile yıllık enflasyonun tepe noktasına ulaşması beklenmektedir (Grafik 1).

Grafik 4: Doğal Gaz Fiyat Ayarlamalarının Aylık Tüketici Enflasyonuna Tahmini Katkısı³ (% Puan)



Kaynak: GAZBİR, TCMB.

Grafik 5: Takip Edilen Aylık Enflasyon Ana Eğilim Göstergelerinin Ortalaması* (%)



Kaynak: TCMB.

* Mevsimsellikten arındırılmış 3 aylık ortalama değişim. Takip edilen 7 ana eğilim göstergesinin (B, C, SATRIM, Medyan, Oynak Kalemleri Dışlayan, Temel Bileşen Analizi, Dinamik Faktör Analizi) ortalaması ve yüzde 95 güven aralığı gösterilmektedir.

Mevcut Durum, Öngörüler ve Varsayımlar

Mevcut durum yakından incelendiğinde, politika kararlarının etkilerinin devreye girmeye başlamasıyla birlikte enflasyon beklentileri ve beklentilerin dağılımında iyileşme işaretleri kaydedildiği izlenmektedir. Enflasyonun ana eğilimi temel enflasyon göstergeleri ile toplu olarak değerlendirildiğinde, eylül ayından itibaren aşağı yönlü bir seyir olduğu, bunun ocak ayında açıklanan sebeplerle kesintiye uğradığı görülmektedir (Grafik 5). Nitekim, üç aylık ortalamalar son çeyrekte keskin gerileme göstermiş ve aralık ayında yaklaşık yüzde 2,9'a işaret etmiştir. Ocak ayında ise aylık enflasyonda gözlenen artışın da etkisiyle üç aylık eğilim yüzde 3,9'a yükselmiştir. Ocak ayındaki yükseliş sonrasında önümüzdeki aylarda ortalamaların yeniden azalış eğilimine gireceği tahmin edilmektedir.

Bir önceki Rapor dönemi tahminleri gerçekleştirmelerle karşılaştırıldığında, mevsimsellikten arındırılmış enflasyon göstergelerinin üç aylık ortalamalarının gerek yılın son çeyreğinde gerekse ocak ayında tahmin öngörülerinden daha olumlu bir seyre işaret ettiği görülmektedir (Tablo1).

³ Burada belirtilen rakamlar tahminleri yansıtmaktadır. (i) TÜİK'in kullandığı bölgesel tüketim hesabından doğacak fark (buradaki hesap GAZBİR'den alınan Türkiye ortalama tarihsel tüketimleri ile yapılmıştır), (ii) doğal gaz sağlayıcılarının yapacağı fiyat artışları ve (iii) doğal gaz dışındaki kalemlerin kaydedeceği görece artışlar kaynaklı olarak gerçekleşmeler bir miktar ayrışacaktır.

Tablo 1: Enflasyon Gerçekleşmeleri ile Tahminlerin Kıyaslaması (Mevsimsellikten Arındırılmış 3 Aylık Ortalama % Değişim)

	TÜFE		B		C	
	2023 ER-IV	Gerçekleşme	2023 ER-IV	Gerçekleşme	2023 ER-IV	Gerçekleşme
Eki.23	6,0	5,8	5,7	5,9	5,4	5,7
Kas.23	4,1	3,6	3,7	3,6	3,8	3,6
Ara.23	3,8	3,2	3,2	2,8	3,5	3,0
Oca.24	4,3	4,3	4,7	4,2	5,3	4,6

Kaynak: TCMB, TÜİK.

2023 yılı şubat-mayıs döneminde görece yatay seyreden döviz kuru ve gerileyen emtia fiyatları neticesinde ana eğilim nispeten düşük seviyelere gerilemişti. 2024 yılı ocak ayındaki geçici yükseliş sonrası aylık enflasyon oranlarının yeniden yavaşlaması beklenmekle beraber, bir önceki sene seviyelerine yakın öngörülmesi, yıllık enflasyonun 2024 yılı şubat-nisan döneminde görece yatay seyredebileceğine işaret etmektedir. Yılın ikinci çeyreği ve sonrasında yurt içi enerji fiyatlarında görülebilecek olası artışlar, ihtiyatlı bir duruşla Enflasyon Raporu tahminlerine yansıtılarak, tahmin aralığı kapsamına alınmıştır.

2024-I Enflasyon Raporu tahminleri çerçevesinde, mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyonun yılın ilk yarısında ortalama olarak yüzde 4'ün altında, ocak hariç yüzde 3 civarında seyredeceği tahmin edilmektedir. Mayıs sonrasında, yıllık manşet enflasyonda hızlı bir düşüş ile beraber dezenflasyon dönemine girileceği öngörülmektedir. Bu dönemde olumlu yöndeki baz etkileri ve daha önemlisi enflasyonun ana eğilimindeki düşüşün devamının etkili olacağı değerlendirilmektedir. İç talepteki dengelenmenin devamı, ücret güncellemelerinin tamamlanmış olması ve manşet enflasyondaki düşüşün beklentilerde oluşturacağı ilave iyileşme bu süreçte önemli rol oynayacaktır. Böylece, mevsimsellikten arındırılmış ortalama aylık enflasyonun mayıs sonrası dönemde önce yüzde 2,5'in altına, yılın son çeyreğinde ise yüzde 1,5 civarına gerileyeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun ana eğiliminde tarihsel ortalamalara gerileme süreci, hizmet enflasyonundaki katılıktaki çözülme ve parasal duruşun hedeflerle uyumlu şekilde yönetilmeye devam edilmesiyle birlikte, 2025 yılında da devam edecektir. Bu noktada, TCMB'nin enflasyon projeksiyonu üzerinde özellikle daha kısa vadede emtia fiyatları gibi para politikasının belirleyemediği birçok varsayımın etkili olduğunu not etmek gerekmektedir. Enflasyon Raporu, bu koşullu tahminlerin arkasındaki varsayımları ve ekonomik görünümü detaylıca incelemektedir.

2024 yılında iç talepteki dengelenme ve Türk lirasındaki istikrarlı seyir sürerken, enflasyon beklentilerinin ne kadar güçlü gerileyeceği ve enflasyondaki, özellikle de hizmet enflasyonundaki katılığın ne ölçüde kırılacağı başlıca öne çıkacak parametreler olarak değerlendirilmektedir. Orta vadede öngörülen patikanın gerçekleşmesi ve 2025 yılıyla birlikte enflasyonun ana eğiliminin yüzde 1 seviyelerine inmesinde para politikası ana belirleyici olacak, bu süreçte maliye politikasının seyri de önem arz edecektir.

Kaynakça

TCMB (2019). "Baz Etkilerinin Tüketici Enflasyonuna Yansımaları", Enflasyon Raporu 2019-II, Kutu 3.2.

TCMB (2016). "Baz Etkilerinin 2016 yılı Tüketici Enflasyonuna Yansımaları", Enflasyon Raporu 2016-I, Kutu 3.1.

ECB (2007). "The Role of Base Effects in Driving Recent and Prospective Developments in HICP Inflation". Monthly Bulletin January: 33-35.

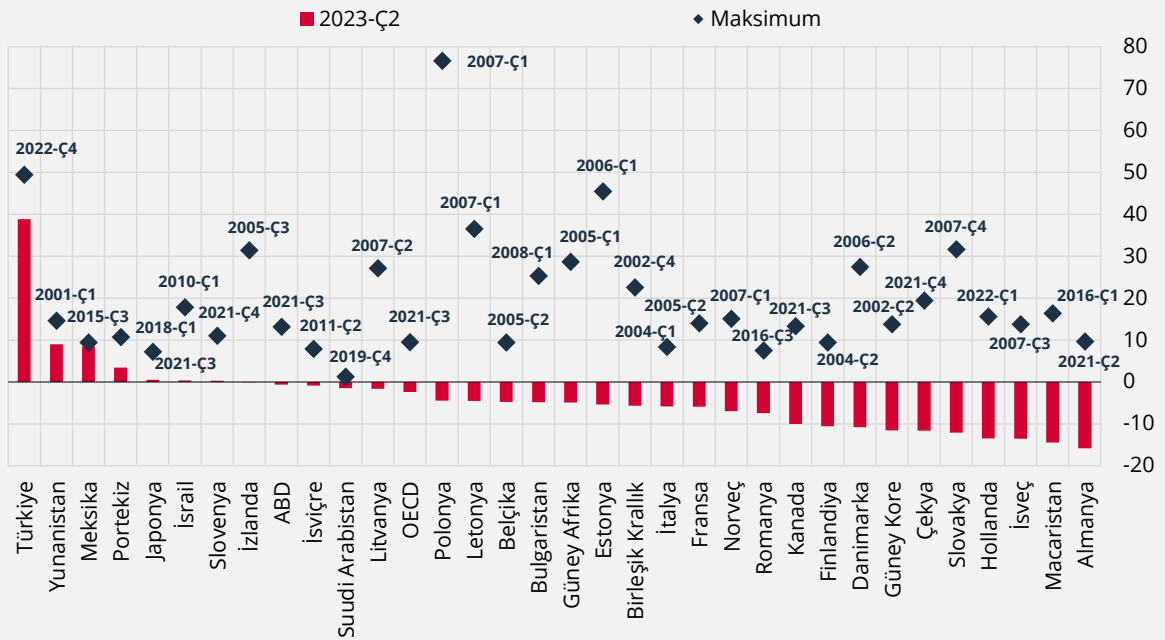
ECB (2005). "Base Effects and Their Impact on HICP Inflation in Early 2005". Monthly Bulletin January: 31-33.

Kutu 2.4

Konut Piyasasında Genel Görünüm

2000-2023 döneminde konut fiyatlarının reel artış oranlarının tepe noktalarına tarihsel bir perspektiften bakıldığında bunun genellikle Küresel Finansal Kriz öncesinde veya pandemi döneminde yoğunlaştığı görülmektedir. Türkiye’de de 2020 yılı sonrasında konut fiyatlarında kayda değer artışların olduğu gözlenmektedir. Reel konut fiyat artışı, 2022 yılı dördüncü çeyreğinde tarihi en yüksek seviyesine ulaşırken 2023 yılında bir miktar gerilemekle beraber OECD ülkelerinden ayrılmaya devam etmiştir (Grafik 1). Konut piyasasının önemi 2023 Kahramanmaraş merkezli depremlerden sonra daha da artmıştır. Konut fiyatlarındaki artış hem kiralara yansiyarak hem de yaşam ve talep koşullarını etkileyerek dolaylı yollarla enflasyonu etkileyebilmektedir. Bu kutuda, konut piyasasındaki gelişmeler, konut fiyatları ve kira enflasyonundaki durum incelenecek ve fiyat istikrarı açısından önemi tartışılacaktır.

Grafik 1: Konut Fiyatları (Reel, Yıllık % Değişim)*



Kaynak: OECD

* Maksimum değeri, 2000 yılı ilk çeyreği ile 2023 yılı ikinci çeyreğini kapsayan dönemde her bir ülke için hesaplanan en yüksek yıllık artışı göstermektedir.

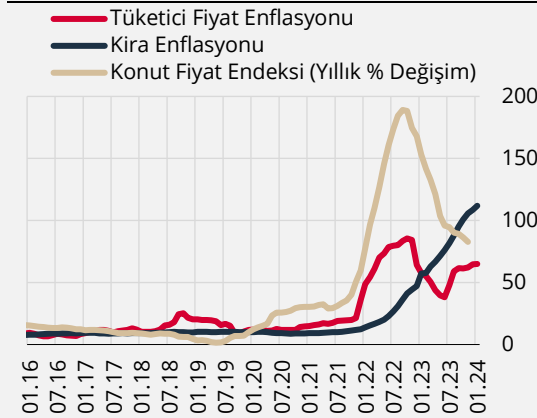
Konut piyasasının son yıllarda yüksek enflasyon ortamında yatırım aracı olma özelliğinin daha da önem kazandığı görülmektedir. Gerek Türk lirası kredilerde gözlenen yüksek artışlarla, gerekse yüksek ve oynak enflasyon ortamında enflasyona karşı bir çeşit korunma güdüsüyle, konut, otomobil ve beyaz eşya başta olmak üzere dayanıklı mal talebi yükselmiştir.¹

Konut fiyatlarında pandeminin de etkisiyle 2020 yılından itibaren başlayan artış eğilimi 2022 yılında ivmelenecek devam etmiş ve 2022 yılının ekim ayında tepe seviyelere ulaşmıştır. 2022 yılı sonundan itibaren konut fiyatlarının artış oranında yavaşlama gözlenirse de yüksek seviyeler korunmuştur. 2023 yılı kasım ayı itibarıyla konut fiyat endeksinin yıllık artış oranı yüzde 82,8 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2).

¹ Pandemi döneminde konut kredisi kampanyalarının konut fiyatlarına etkisi için bkz. Akgündüz ve diğerleri, 2023.

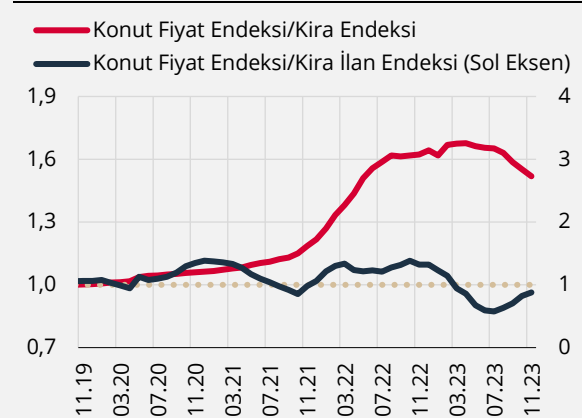
Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'nin bir alt kalemi olan ve kiracılar tarafından ödenen gerçek kiralardan hesaplanan kira endeksinin yıllık artış oranı ise, 2022 yılı sonuna kadar genellikle tüketici fiyat enflasyonunun altında seyretmiştir. Ancak, kira enflasyonunun 2022 yılının başından itibaren güçlendiği ve tüketici fiyatlarındaki artışın üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. 2023 yılı şubat ayında yaşanan deprem felaketi ile kira artışları daha da belirginleşmiş ve 2024 yılı ocak ayı itibarıyla tüketici fiyatları yıllık artışı yüzde 64,9 olurken kira yıllık enflasyonu ise yüzde 111,8 ile oldukça yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 2). Konut fiyatlarındaki artışın kira enflasyonuna yansımalarını incelemek amacıyla, konut fiyat endeksi kira endeksinde bölünerek fiyat-kira oranı hesaplanmıştır. Konut fiyatlarında 2020 yılından itibaren başlayan artışla birlikte bu oran hızla yükselmiştir. Bu oranın hızla yükselmesi konut fiyatlarındaki artışların kiralara geneline yansımalarının daha yavaş olmasından kaynaklanmaktadır. Aslında, konut fiyatları boş evlerin ilan edilen kiralara çok daha hızlı yansımaktadır. Nitekim, benzer hesaplama kira ilan endeksi kullanılarak yapıldığında, konut fiyatlarındaki artışın yeni kiralara geçişkenliğinin çok daha yüksek olduğu görülmektedir (Grafik 3). Diğer taraftan, TÜFE sepetinde ölçülen genel kira endeksinin yavaş gerçekleşmesinin sebebi meskenlerde devam eden kira sözleşmelerinin tipik olarak yılda bir kere güncellenmesi ve güncellenirken çeşitli sınırlara tabi olmasıdır. Dolayısıyla, konut fiyatlarındaki artışın enflasyona yansımaları çok daha gecikmeli gelmekte ve konut fiyatları belirli bir seviyeye ulaştıktan sonra artmasa bile uzun bir süre enflasyonu etkilemeye devam etmektedir.

Grafik 2: Tüketici Fiyat Enflasyonu ve Kira Enflasyonu ile Konut Fiyat Endeksi (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3: Konut Fiyat Endeksi/Kira Endeksi ve Konut Fiyat Endeksi/Kira İlan Endeksi Oranları (2019=1)*



Kaynak: TCMB, TÜİK, Sahibinden.com.

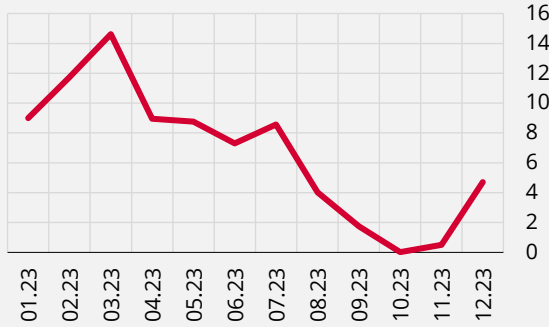
* Kira endeksi, TÜFE sepetindeki kira endeksidir. Kira ilan endeksi, online ilanlardan üç büyük il için alınan kira değerleri (Türk lirası, m²) kullanılarak oluşturulmuştur.

Enflasyonun katılığında etkili olan unsurlardan olan kira eğilimini daha iyi ölçebilmek için TCMB nezdinde, kira enflasyonunun takibi için TÜİK verilerine ek olarak online platformlardan ve Elektronik Fon Transfer (EFT) sisteminin müşteriler arası Türk lirası aktarım sistemi olan Perakende Ödeme Sistemi (PÖS) aracılığıyla yapılan kira ödemelerine ilişkin verilerinden yararlanılmaktadır.

Online platformlarda takip edilen kira fiyatları, yalnızca yeni sözleşmeye tabii konutların kira tutarlarını göstermekte ve henüz gerçekleşmemiş fiyatları temsil etmektedir. Yapısı gereği, konut piyasasında gözlenebilecek potansiyel şoklara daha duyarlı olan bu veriler, kira piyasasındaki genel eğilim hakkında fikir vermektedir. Kiralar üzerindeki herhangi bir etki ilk olarak yeni sözleşmelere yansyacağından, öncü gösterge olması nedeniyle online kiralara takip edilmesi de önem arz etmektedir. Buna göre, üç büyük ildeki ilanlardan hesaplanan kira artış oranları 2023 yılı temmuz ayından sonra istikrarlı bir gerileme göstermiş, aralık ayında ise beklenen ücret güncellemelerinin etkisiyle bir yükseliş göstermiştir (Grafik 4). PÖS verisi, hem devam eden, yenilenen ve yeni yapılan sözleşmeleri hem de gerçekleşen kira ödemelerini takip etmeye imkân sağladığı için online platform verilerine kıyasla kiralara dair daha kapsamlı bilgi sunmaktadır. İlgili veri seti, temizlik ve takip

metodlarının uygulanmasının ardından düzenli kira ödemesi yapılan alıcılar üzerinden 6 aylık kayan pencere metodu ile panel haline getirilmiştir. Elde edilen seri, tarihsel olarak gerçekleşen kira endeksi ile belirli ayrışmalar yaşasa da seviye olarak yakın ve eğilim olarak benzer seyretmektedir (Grafik 5). Yüksek frekanslı bu veri, metodoloji ve kapsam açısından farklılık gösterdiği için TÜİK verisine bir alternatif olmamakla beraber kira endeksi için öncü bir gösterge olarak takip edilmektedir.² Bu veri de yılın son çeyreğinde, parasal sıkılaştırmanın yansımalarıyla kira eğiliminde azalış öngörmüş, ocak ayı ücret güncellemelerinin ve ocak ayında güncellenen kira oranının fazla olması nedeniyle yükselişe işaret etmiştir.

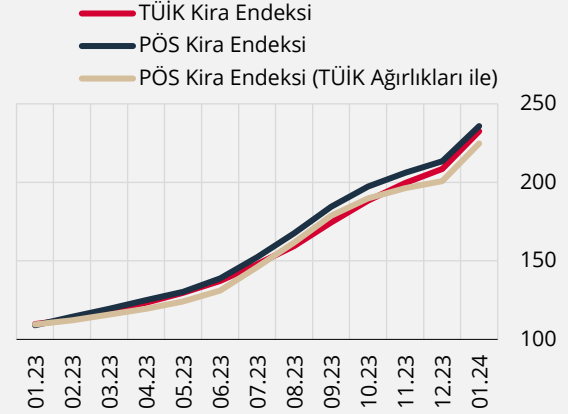
Grafik 4: Online Platform Kira Fiyatları*
(Aylık % Değişim)



Kaynak: Sahibinden.com.

* Üç büyük ildeki kiralık ilanları hesaba dahil edilmiştir.

Grafik 5: TÜİK Kira Endeksi ve PÖS Kira Endeksi* (Aralık 2022=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* TÜİK ağırlığı TÜİK örneklemindeki tipik aylık sözleşme yenileme frekansdır.

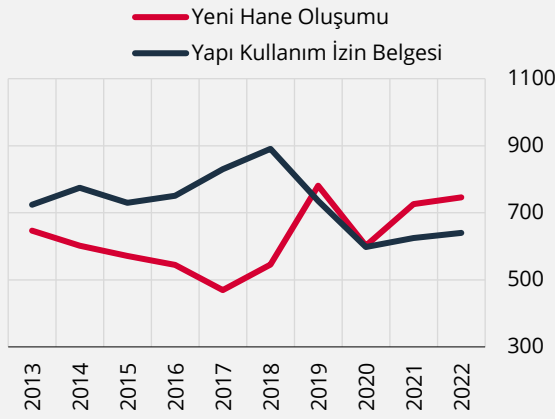
Son dönem verileri, parasal sıkılaştırmanın etkisiyle konut fiyatlarındaki artışların, ücret artışları gibi önemli şoklarla karşılaşmadığında hızla gerileme eğilimi gösterebildiğine, ancak TÜFE'de ölçülen kiralıkların mekanik olarak konut fiyatlarındaki geçmiş artışları yansıtmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Ancak konut piyasasının sağlığı ve fiyat istikrarına katkısı açısından düzenleme ve arz faktörleri de oldukça önemlidir. Çeşitli ülkelerde hayata geçirilen kiralık konut piyasasına yönelik uygulamalar, bu piyasanın daha etkin yönetilebilmesi için bazı alt yapı ihtiyaçlarına işaret etmektedir. Günümüzde, kiralık konut piyasasının sağlıklı analiz edilebilmesi ve soruna yönelik etkin politikaların geliştirilebilmesi için elektronik alt yapıların mümkün olması bir fırsat olarak değerlendirilebilir. Bunun için tüm kiralıkların merkezi bir platform üzerinden takibinin sağlanması (sözleşmeler ve sözleşmeye konu olan konut özelliklerinin kayıt altına alınması), kiralamalarda belirli standartların belirlenmesi ve bunlara uyulmasının mecburi hale getirilmesi, kira piyasasının sağlıklı işleyişi için etki analizlerine dayanan düzenlemelerin oluşturulmasına katkı sağlayabilir. Bu çerçevede, Hazine ve Maliye Bakanlığınca 2023-2025 dönemine ilişkin Kayıt Dışı Ekonomiyle Mücadele Eylem Planı kapsamında hazırlanan kira sözleşmelerinin e-Devlet Kapısı üzerinden düzenlenmesine ilişkin karar alınmıştır. Orta ve uzun vadede kiralık konut arzının planlanarak artırılması regülasyonların negatif etkileri göz önüne alındığında uygun bir çözüm olarak görülmektedir.³ Ülke örnekleri incelendiğinde, kiralık konut

² TÜİK yöntem gereği "aynı" konutun kira fiyatını takip etmektedir. "TÜFE sepetinde kapsanan tüm mal ve hizmetlerin yıl boyu benzer nitelikte olmasının temin edilmesi prensibi kira fiyatları için de geçerlidir. Seçilen konutta oturan bir kiracı uzun yıllar aynı konutta kalabileceği gibi, aynı konuta yıllar içinde farklı kiracılar da taşınabilmektedir. Seçilen konuta ev sahibinin taşınması ya da yıkılması gibi durumlarda aynı özelliklere sahip farklı bir konut ikame alınmaktadır. Konut özelliklerinin değişmesi veya farklı bir konutun takibi durumunda ise kalite düzeltme işlemleri uygulanmaktadır" (TÜİK, 2023 Tüketici Fiyat Endeksi Metodoloji Dokümanı). Ödeme sistemleri verisinde ise konutun özellikleri, kira sözleşmesinin niteliği gibi bilgiler bulunmamakta; veri, ödeme gerçekleştirirken meydana gelen kullanıcı girişi hatalarından etkilenmektedir.

³ Halihazırdaki çalışmalar kiralıkların düzenlenmesine yönelik uygulamaların uzun vadede konut inşasını, konutların bakımını ve gayrimenkul yatırımlarını negatif etkilediğini belirtmektedir. Daha fazla regülasyon kiralık konut piyasasının daralması anlamına gelebilirken, daha az regülasyon kiracı güvensizliğini artırmaktadır (Haffner ve diğerleri 2008). Kholodilin ve Kohl (2023) Avrupa ülkeleri için yaptıkları çalışmada ikinci dünya savaşından günümüze kadar uzanan süreçte daha fazla kira kontrolü uygulayan ülkelerde kiralık konut sayısının azaldığını, konut sahipliği oranının ise arttığını göstermektedir. Bu bağlamda kısa vadede kiracıları koruyan düzenlemelerin uzun vadede kiralık konut piyasasının hilafına sonuçlar vermemesi için dikkatli şekilde uygulanması gerekmektedir.

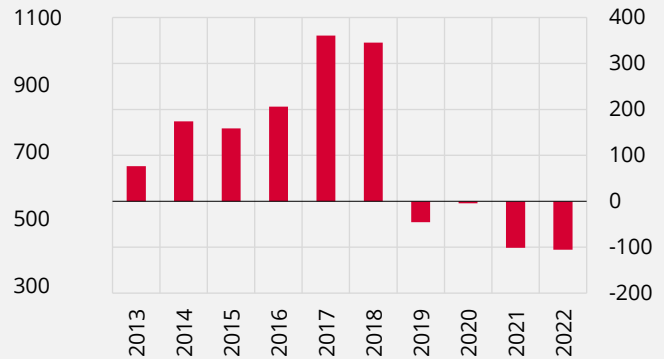
piyasasına yönelik bir diğer uygulama çeşidinin “devlet destekli kiralık sosyal konut sistemi” olduğu görülmektedir. Örneğin, Hollanda’da kamunun sahip olduğu konut stoku, serbest piyasada oluşan kira düzeyine kıyasla daha uygun kiralarla çeşitli gelir gruplarına paylaştırılmaktadır. İtalya’da uygulanan benzer bir politikada ise sosyal konutların kiralı ihtiyaç sahiplerinin gelir düzeylerine uyumlu olarak belirlenmiş oranlarda sübvansede edilmektedir. Kamunun yanında özel sektörün de kiralanmak amacıyla konut inşa etmesi kiralık konut arzını artırmaya yönelik bir diğer adımdır. Konutların dünya örneklerinde izlendiği üzere bireysel yatırımcıların yanında özel sektör şirketleri tarafından da kiralanması, kurumsallaşmayı artıracak, kiraların takibini, düzenlenmesini ve vergilendirilmesini kolaylaştıracaktır. Bu şirketlerin sermaye piyasaları aracılığıyla halka açılmaları ve portföylerini çeşitlendirmeleri bireysel yatırımcıların konut kiralarken karşı karşıya olduğu riskleri düşürecek, katılımcılara düzenli nakit akışı sağlarken kiracılara da tasarruf oranları düşük olsa dahi kira piyasasındaki şoklardan korunma imkânı tanıyacaktır. Kâr amacı gütmeyen kurumların ya da kurumsal yatırımcıların özellikle konut fiyatlarının yüksek seyrettiği büyükşehir merkezlerinde hisseli kiracılık uygulamasını⁴ başlatması özellikle birikim düzeyi yetersiz hane halklarının konut piyasasına girebilmesine imkân sağlayabilecektir.

Grafik 6: Yeni Hane Oluşumu ve Yapı Kullanım İzin Belgesi (Bin Adet)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 7: Kullanıma Hazır Yeni Konut-Hane Oluşumu Farkı (Bin Adet)



Kaynak: TÜİK.

Önümüzdeki dönemde para politikasının yanı sıra uygulanacak diğer ekonomi politikaları konut piyasası ve kiralar açısından önem arz etmektedir. Bu alanda 2021 yılı temmuz ayından itibaren kira artışlarında yüzde 25 sınırlaması⁵ uygulanmakta ve ayrıca ilk ev sahiplerine uygun finansman sağlanmaktadır. Halihazırda yürürlükte olan uygulamalardan tapu harcı, değerli konut vergisi, konut değer kazancı vergisi, kira gelirleri üzerinden alınan gelir vergisi gibi vergilerin etkinliğinin artırılması konut piyasasının verimli çalışması açısından önemli görülmektedir. Bunlara ek olarak yapılacak yasal düzenlemelerle sahip olunan konut sayısına göre kademeli vergilendirme ve boş konut vergisi, düzenli gelire sahip çalışanlara yönelik uzun vadeli, değişken faizli ya da eşik bir ücrete endeksli, ödeme esnekliğine sahip konut kredisi modelleri ve konut alımlarında sağlanacak kredilerin hane halkının sahip olduğu konut sayısına göre değişen faizle sağlanması talep yönlü düzenlemeler olarak öne çıkmaktadır. Örneğin, bu kapsamda, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından halihazırda en az bir konuta malik olan tüketicilere yönelik azami kredi tutarının azaltılarak uygulanması yönünde adımlar atılmıştır.⁶

⁴ Örneğin Londra’da ilk defa konut sahibi olacaklar “shared ownership” adı verilen programlara dahil olarak ilk konutlarının en az yüzde 25’ini satın alabilmekte geri kalan hisse için kira ödeyebilmekte, ilerleyen zamanlarda evin geri kalan hissesini de satın alabilmektedirler. <https://www.gov.uk/shared-ownership-scheme/who-can-apply>

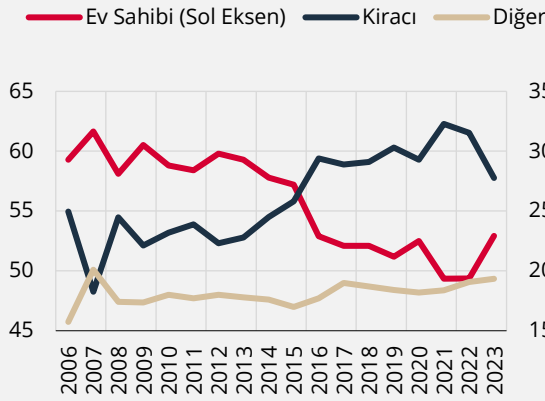
⁵ Ülkemizde kira artışını yüzde 25 ile sınırlayan uygulama 2024 yılı temmuz ayında sona erecektir. PÖS verileri, bu kısıtla uyumlu şekilde kira güncellenmesi oranının oldukça düşük olduğuna işaret etmektedir.

⁶ <https://www.bddk.org.tr/Mevzuat/DokumanGetir/1191>.

Ülkemizde talep yönlü gelişmelerin yanı sıra konut piyasasını etkileyen önemli bir faktörün de arz kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Nitekim, son yıllarda kullanım izin belgesi alan yapı sayısı azalmış, artan nüfus ve şehirleşme oranının da etkisiyle yeni hane oluşumu yeni konut oluşumunun üzerine çıkmıştır (Grafik 6 ve 7). Yaşanılan deprem felaketi ile beraber konut ihtiyacının daha da yükseldiği değerlendirilmektedir.

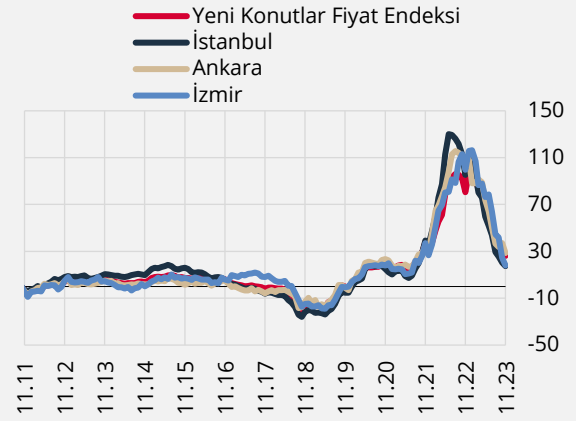
Gelir gruplarına göre konut sahiplik oranı incelendiğinde, son yıllarda konut sahiplik oranının alt gelir gruplarında düşük seviyelerde olduğu görülmektedir (Grafik 8). Konut sahipliğini artırmak için konut arzının sektöre uğramaması, kalıcı fiyat istikrarının sağlanması ile beraber özel sektöre sağlanacak arz yönlü desteklerle beraber sosyal konut inşasının devam etmesi gerektiği değerlendirilmektedir.

Grafik 8: Alt Gelir Grubunda Konut Sahiplik Oranı* (%)



Kaynak: TÜİK Gelir ve Yaşam Koşulları Araştırması.
* Medyan gelirin yüzde 60'ının altında olan hanehalkları.

Grafik 9: Reelleştirilmiş Konut Getirisi* (TÜFE'ye Göre)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Konut getirisi hem yeni konutlar hem de yeni olmayan konutlar için döviz kuruna ve inşaat maliyelerine göre de reelleştirilmiş ve görünümün değişmediği tespit edilmiştir.

Özetle, konut piyasasındaki gelişmelerden gecikmeli etkilenen kira enflasyonunun nispeten daha katı olduğu ve kira kaynaklı olarak tüketici enflasyonu üzerindeki yukarı yönlü baskılarının bir süre daha devam edeceği öngörülmektedir. Fiyat istikrarının tesis edilmesi ve beklentilerdeki düzelme ile beraber konut yatırımlarının diğer yatırım araçlarına göre getirisinin tarihsel ortalamalarına yakınsayacağı değerlendirilmektedir. Bu durumda konut fiyatlarında reel artış (Grafik 9) ve reel artış beklentisi azalacağı için yatırım amacıyla alınan konut talebinde kademeli bir düzelme yaşanacak, konut piyasasında yatırım ufkunun uzaması ve finansal piyasalardaki risksiz getirinin artması ile beraber konutu boş tutmanın göreceli maliyeti artacaktır. Gelinen noktada, para politikası ve diğer ekonomi politikaları ile eşgüdüm içerisinde atılacak adımlar konut piyasasında orta-uzun vadeli istikrarın sağlanması için önem arz etmektedir.

Kaynakça

Akgündüz, Y. E., Dursun-de Neef, H. Ö., Hacıhasanoğlu, Y. S. ve Yılmaz, F. (2023). Cost of credit, mortgage demand and house prices. *Journal of Banking & Finance*, 154, 106953.

Haffner, M., Elsinga, M. ve Hoekstra, J. (2008). Rent Regulation: The Balance between Private Landlords and Tenants in Six European Countries, *European Journal of Housing Policy*, 8:2, 217-233, DOI: 10.1080/14616710802037466

Kholodilin, K. A. ve Kohl, S. (2023). Do rent controls and other tenancy regulations affect new construction? Some answers from long-run historical evidence, *International Journal of Housing Policy*, 23:4, 671-691, DOI: 10.1080/19491247.2022.2164398

Tüketici Fiyat Endeksi Metodoloji Dokümanı (2023). Türkiye İstatistik Kurumu.

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

Yılın üçüncü çeyreğinde büyüme kompozisyonunda hem üretim hem de harcama tarafında geçmiş çeyreklere kıyasla daha dengeli bir görünüm oluşmuştur. GSYİH yılın üçüncü çeyreğinde çeyreklik olarak yüzde 0,3 artarken yıllık bazda artış yüzde 5,9 olmuştur. Yıllık büyümeye en çok katkı hizmetler sektöründen gelmeye devam ederken sanayi sektörü de dört çeyrek sonra ilk defa pozitif katkı vermiştir. Harcama yönünden ise yıllık büyümeye en büyük katkı özel tüketimin etkisiyle nihai yurt içi talep tarafından gelmiştir. Dördüncü çeyreğe ilişkin veriler, büyümenin ivmesi yavaşlamakla birlikte devam ettiğini göstermektedir. Bununla birlikte, iç talebin güçlü seyrini koruduğu gözlenmektedir. Reel kredi büyümelerine ilişkin göstergeler ticari ve tüketici kredilerinin uzun dönem ortalamalarına yakınsadığı göstermektedir. Ancak bireysel kredi kartlarındaki düşüş daha yavaş seyretmektedir. Bu gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde, çıktı açığı göstergeleri pozitif alanda kalmakla birlikte öngörülerimizle uyumlu şekilde kademeli bir gerilemeye işaret etmektedir (Kutu 3.1).

2023 yılının dördüncü çeyreğinde tüketici enflasyonu ve B enflasyonu sırasıyla yüzde 64,8 ve 68,0 oranında gerçekleşerek bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının içinde kalmıştır. İç talep yılın son çeyreğinde zayıflamakla birlikte canlı seyrini korumuştur. Ham petrol fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle küresel emtia fiyatlarında 2023 yılının son çeyreğinde gerileme görülmüştür. Öte yandan, yurt içi enerji fiyatlarında doğal gazda tüketim artışıyla bedelsiz limitlerinin aşılması sonucu yükseliş gözlenmiş ve doğal gaz fiyatları son çeyrekte yıllık tüketici enflasyonuna, öngörüldüğü gibi, yükseltici yönde katkıda bulunmuştur. Benzer şekilde, küresel gıda fiyatlarının gerilediği bir dönemde yurt içi gıda enflasyonu da bir önceki yıla göre yüzde 72,0 oranında artarak yılı manşet enflasyonun üzerinde tamamlamıştır. Son çeyrekte manşet enflasyon üzerinde vergi ve yönetilen fiyat kaynaklı etkilerin de devam ettiği görülmektedir. Deprem nedeniyle kamunun ek finansman ihtiyacını karşılamak üzere temmuz ayı sonrasında açıklanan düzenlemeler (akaryakıt dahil) ile vergi kalemi 2023 enflasyonunu toplamda 9,1 puan yukarı çekmiştir (Mercek Altı 2.6). Manşet enflasyon ve B endeksi enflasyonu yukarıdaki gelişmeler neticesinde yılı sırasıyla yüzde 64,8 ve 68,0 seviyelerinde tamamlamıştır (Tablo 3.1.1).

2023 yılının son çeyreğinde enflasyonun ana eğilimine ilişkin göstergeler önemli bir yavaşlamaya işaret etmektedir. Çekirdek göstergeler bir önceki Rapor öngörülerine kıyasla daha olumlu gerçekleşmiş; B ve C endekslerinin aylık artışları 2023 yılının ilk yarısında gerçekleşen artış eğilimlerinin altında kalmıştır. Ana eğilimdeki iyileşme büyük oranda temel mal fiyat gelişmelerinden kaynaklanmış; hizmet sektöründeki fiyat artışları ise yavaşlamakla birlikte devam etmiştir. Döviz kurundaki istikrarlı seyir, maliyet kaynaklı etkilerin enflasyona geçişinin üçüncü çeyrekte tamamlanması ve iç talepteki dengelenme yılın son çeyreğinde enflasyonun ana eğilimindeki gerilemede etkili olan başlıca unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Anket göstergeleri enflasyon beklentilerinin, kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere, yılın son çeyreğinde aşağı yönlü güncellendiğine işaret etmektedir (Kutu 3.2).

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2023-IV
Tüketici Enflasyonu	64,8
(Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	(65,2)
B Endeksi Enflasyonu	68,0
(Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	(67,2)

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

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Küresel büyüme görünümü bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerini ile uyumlu olarak zayıf seyrine devam etmektedir. Sıklaşan finansal koşulların küresel ekonomi üzerindeki etkisi son çeyrekte belirginleşmiştir. 2023 yılının ilk yarısında büyümeyi sürükleyen hizmetler sektörü ikinci yarıda ivme kaybetmiştir. İmalat sanayi ise daha yatay bir seyir izlemiştir. Küresel büyümeye ilişkin öncü göstergeler büyümede ivme kaybının devam ettiğine işaret etmektedir. Euro bölgesi için zayıf görünüm devam etmiş; ABD ekonomisi ise, büyüme rakamlarının üçüncü ve dördüncü çeyrekte beklenenden yüksek gelmesi ile olumlu ayrılmıştır. Son olarak, Çin ekonomisi zayıf görünümünü korumaktadır. Bu gelişmeler ışığında, Türkiye'nin dış ticaret ortakları baz alınarak hazırlanan İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi tahminlerinin 2023 ve 2024 yılları için yüzde 1,7 ve yüzde 2,0 olan değerleri korunmuştur. 2025 yılı için ise Euro bölgesindeki toparlanmanın da katkısıyla yüzde 2,3 büyüme oranı öngörülmüştür.

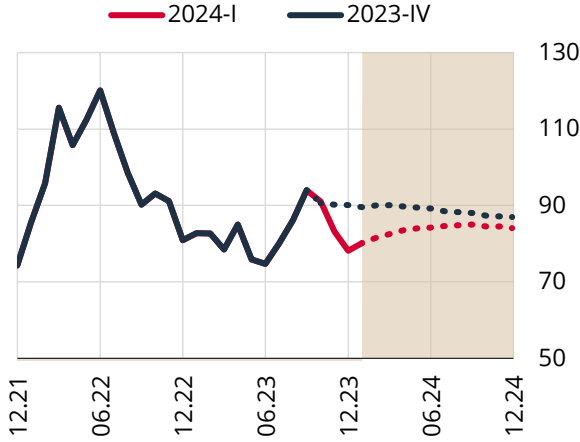
Talep koşulları ve enerji fiyatlarının katkısıyla küresel enflasyonda gerileme devam etmiştir.

Enflasyondaki ılımlı seyrin etkisiyle birçok merkez bankası sıkılaştırma süreçlerini büyük ölçüde tamamlamıştır. Gelişmiş ülkelerde enflasyon oranlarında yılın son çeyreğinde gözlenen hızlı düşüşler faiz indirim beklentilerini öne çekmiştir. Bir önceki Rapor dönemine göre çekirdek enflasyon oranlarında da düşüş trendinin belirginleşerek yüzde 3,5-4 seviyelerine gerilediği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise faiz indirim süreçleri hızlansa da bu ülkelerin çoğunda enflasyon hala hedeflerin üzerinde seyretmektedir. Önümüzdeki dönemde, enflasyondaki olumlu görünümün devamına bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin genele yayılması olası görülmektedir. İşgücü piyasasındaki ılımlı normalleşmeye rağmen canlılığın devam etmesi ve enerji fiyatlarındaki jeopolitik dalgalanmalar ise risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Küresel enflasyonun hedeflerin üzerinde kalması nedeniyle merkez bankalarının indirim süreçlerini parasal sıklığı sürdüreceği ve enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürmeleri beklenmektedir. Nitekim, ECB ve Fed yetkililerinden gelen faiz indirim sürecinin piyasada fiyatlanana göre daha kademeli gerçekleşeceğine yönelik sözlü yönlendirmeler beklenen politika faizi patikasını bir miktar yukarı kaydırmıştır.

Emtia fiyatları jeopolitik gelişmelere rağmen enerji kalemlerinin katkısıyla aşağı yönlü seyretmiştir.

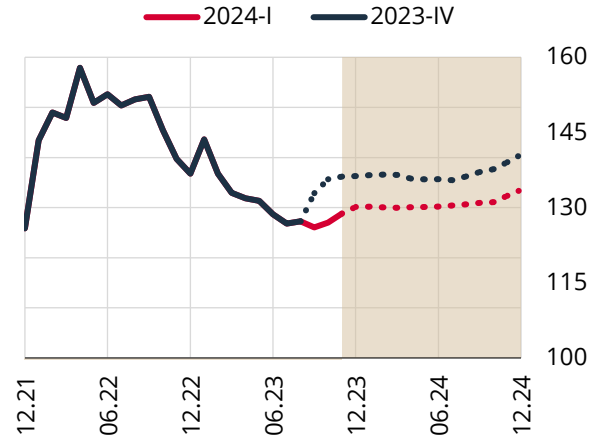
Petrol stok seviyeleri, finansal koşullar ve küresel büyümedeki zayıf seyrin etkisiyle son çeyrekte petrol fiyatlarında geri çekilme gözlenmiştir. Bununla birlikte jeopolitik gelişmeler, küresel büyüme görünümü ve OPEC+ ülkelerinin kararları fiyatlar üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskleri halen canlı tutmaktadır (Mercek Altı 2.1). Bu çerçevede, yıllık ortalama petrol fiyatı 2023 yılında bir önceki Rapor döneminde belirtilen varsayımın altında kalarak 82,7 ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 ve 2025 yıllarına ilişkin tahminlerde ise aşağı yönlü güncelleme yapılmış; petrol fiyatlarının ortalama 83,6 ve 81,2 ABD doları seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. (Grafik 3.1.1). Emtia ana endeksinde görülen gerilemeye rağmen endeks hala 10 yıllık ortalamasının üzerinde seyretmektedir. Tarımsal emtia endeksinde bir önceki çeyreğe kıyasla gözlenen gerilemeye endüstriyel emtia fiyatları eşlik etmeyerek, yatay bir seyir izlemiştir. 2023 yılında yüzde 11,6 oranında gerileyen ithalat fiyatlarının 2024 yılını ortalama yüzde 0,1 düşüş ve 2025 yılını ise ortalama yüzde 0,7 artış ile tamamlayacağı varsayılmıştır. (Grafik 3.1.2).

Tahminler üretilirken makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu bağlamda, Orta Vadeli Program çerçevesinde maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyat, borçlanma, vergi ve gelirler politikaları ile ücret ayarlamalarının büyük ölçüde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Bunlara ilave olarak, deprem ile ilgili harcamaların dengeli ve uzun bir zamana yayılmış bir şekilde yapılacağı, bu sayede bütçe disiplini ve makrofinansal istikrarı olumsuz etkilemediği bir görünüm esas alınmıştır.

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.

2024 yılı gıda fiyatlarına ilişkin varsayım yukarı yönlü güncellenmiştir. Gıda grubunda yıllık enflasyon 2023 yılını yüzde 72,0 ile manşet enflasyonun üzerinde tamamlayarak bir önceki Rapor varsayımlarının üzerinde kalmıştır. Önümüzdeki dönemde gıda enflasyonunun gerileyerek 2024 ve 2025 yıllarını yüzde 34,6 ve yüzde 15,0 düzeylerinde tamamlayacağı varsayılmıştır (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

	2023	2024	2025
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,7 (1,7)	2,0 (2,0)	2,3 (-)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	82,7 (84,2)	83,6 (88,7)	81,2 (-)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-11,6 (-10,0)	-0,1 (2,7)	0,7 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	72,0 (66,7)	34,6 (31,0)	15,0 (-)

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

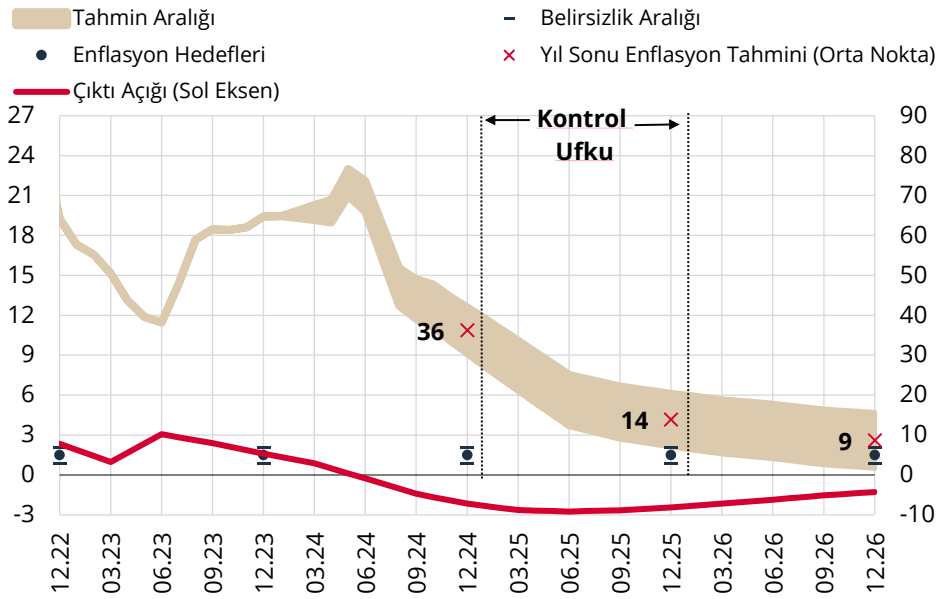
3.2 Orta Vadeli Görünüm

Yıl sonu enflasyon tahmini 2024 için yüzde 36, 2025 yılı için yüzde 14 ve 2026 için yüzde 9 olarak korunmuştur. Yıllık enflasyon 2023-IV Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının orta noktası ile uyumlu olarak 2023 yılı sonunda yüzde 64,8 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon ve tahminlere baz teşkil eden küresel büyüme varsayımları bir önceki Enflasyon Raporu dönemiyle benzer düzeylerde korunurken enerji fiyatlarındaki düşüşle birlikte emtia fiyatları aşağı yönlü olarak güncellenmiştir. Birim iş gücü maliyetleri 2024 yılı ücret artışlarına ilişkin gerçekleşmelere bağlı olarak 2024 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde yükseltici etki yaparken enflasyon ana eğilimi azaltıcı etkide bulunmuştur. Bunun yanında, son dönemde ılımlı bir seyir izlemesine rağmen, jeopolitik gelişmelerin petrol fiyatları üzerinde oluşturacağı oynaklıklar ise enflasyon tahminleri üzerindeki belirsizlikleri canlı tutmaktadır.

2024'ün ilk yarısında enflasyonda geçici yükselişlerin olacağı, ancak yılın ikinci yarısından itibaren enflasyonunun istikrarlı olarak gerileyeceği öngörülmektedir. Politika faizinde yapılan güçlü artışın yanı sıra, makroihtiyati çerçevenin sadeleşmesi ile desteklenen miktarsal sıkılaştırma ve seçici kredi uygulamalarının etkileri finansal koşullara yansımaya devam etmektedir. Sıkılaştırma adımlarının da etkisiyle

kredi faizleri hedeflenen finansal sıkılık düzeyi ile uyumlu bir görünüm sergilemektedir. Enflasyonun ana eğilimine ilişkin göstergeler yavaşlarken enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin de devam edeceği öngörülmektedir. Orta vadeli tahminlerde, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği, miktarsal sıkılaştırma ile kredi arzında ve mevduat faizlerindeki oynaklıkları azaltacak makroihtiyati politikaların parasal aktarımı güçlendireceği ve gerekli olması halinde parasal sıkılık düzeyinin veri odaklı olarak güncelleneceği bir görünüm esas alınmıştır. Bu sıkı para politikası duruşunun bir önceki Rapor dönemine göre daha gecikmeli de olsa iç talepte dengelenme ve cari dengedeki kademeli iyileşme sürecini belirginleştireceği değerlendirilmektedir (Grafik 3.2.3). Söz konusu sıkı para politikası duruşu Türk lirası varlıklara olan talebin güçlenerek artmasına katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2024 yılı sonunda orta noktası yüzde 36 olmak üzere, yüzde 30 ile yüzde 42 aralığında; 2025 yılı sonunda orta noktası yüzde 14 olmak üzere yüzde 7 ile yüzde 21 aralığında gerçekleşeceği; 2026 yılı sonunda tek haneli seviyelere gerileyip yüzde 9'a düştükten sonra orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde 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.

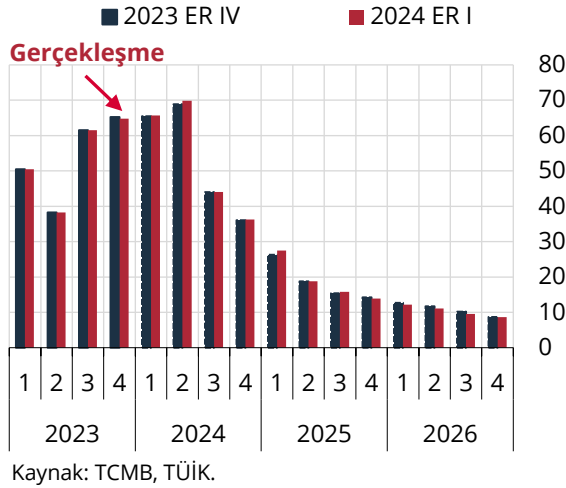
Tablo 3.2.1: 2024 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

	2024
2023-IV ER Tahmini (%)	36
2024-I ER Tahmini (%)	36
2023-IV Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)	
Enflasyon Ana Eğilimi	-3,2
Birim İş Gücü Maliyeti	+1,5
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	+0,5
Çıktı Açığı	+0,4
Gıda Fiyatları	+0,9
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	-0,1

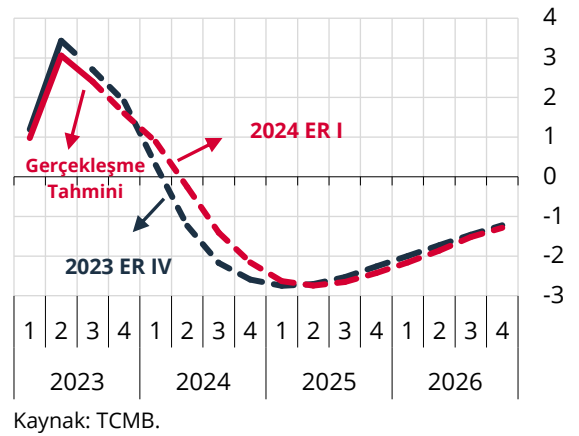
Kaynak: TCMB.

2024 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 36 seviyesinde korunmuştur (Grafik 3.2.2). 2024 yılı tahminimizi korumamızda bir dizi faktörün birbirini dengelemesi etkili olmuştur. Ücret ayarlamaları ve kamu harcamaları nedeniyle 2024 yılı birinci çeyreğinde çıktı açığının bir önceki Rapora göre daha yukarıda olacağı tahmin edilmiştir. Bu açıdan, sıkı para politikası ve maliye politikasının eşgüdümünün katkısıyla iç talepteki dengelenme sürecinin bir çeyrek kadar gecikmeli de olsa devam edeceği değerlendirilmektedir (Grafik 3.2.3). Bu görünüm altında, çıktı açığı tahmini güncellememiz 2024 yılı enflasyon tahminini 0,4 puan artırıcı yönde etkilemiştir. Buna ek olarak, öngörülenin üzerinde gelen ücret artışlarından kaynaklanan birim işgücü maliyeti yükselişi, tahmini 1,5 puan yukarı yönlü etkilemiştir. Gıda fiyatları ve Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarından gelen güncellemelerin toplamı ise 1,4 puandır. Yönetilen yönlendirilen fiyatlar, vergi yapısında gerçekleştirilen değişiklik sonrası tütün fiyatlarının bir önceki Rapora kıyasla daha sınırlı artacağı varsayımıyla, yıl sonu tahminlerini 0,1 puan aşağı yönlü etkilemiştir. Ayrıca, enflasyonun ana eğilimindeki iyileşmenin, tahminler üzerinde aşağı yönlü tesiri olmuştur. Öncelikle, parasal sıklığın fiyatlama davranışlarına yansımaları öngördüğümüzden daha güçlü olmuştur. Buna ilaveten, politika duruşunun ara hedefler doğrultusunda bir önceki raporda öngörülenden daha uzun süre korunacak olması da ana eğilime olumlu yansımaktadır. Dolayısıyla, ana eğilimdeki değişim, tahminleri 3,2 puan düşürücü olmuştur (Tablo 3.2.1).

Grafik 3.2.2: Enflasyon Tahmini (Çeyrek Sonu, Yıllık, %)



Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini (%)



Tahminler, küresel büyüme görünümünün bir önceki Enflasyon Raporu dönemiyle uyumlu olduğu ve küresel enflasyondaki düşüşün hızlanmasına rağmen enflasyonun hedeflerin üzerinde kalmayı sürdüreceği bir görünüme göre oluşturulmuştur. Son dönemde sıkı para politikasının etkileri daha belirgin şekilde ortaya çıkarken enflasyon gerçekleştirmeleri hedeflerin hala üzerinde seyretmektedir. Küresel enflasyon oranlarında görülen gerileme ve zayıf ekonomik görünüm ise gelişmekte olan ülkeler tarafından başlatılan faiz indirimlerinin genele yayılması beklentilerini artırmaktadır. Hedeflerin üzerinde seyreden enflasyon gelişmeleri göz önüne alındığında, merkez bankalarının faiz indirim süreçlerini parasal sıklığı koruyacak ve enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürmeleri beklenmektedir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde küresel finansal koşulların bir önceki Enflasyon Raporu döneminde öngörülenden bir miktar daha gevşek olacağı varsayılmıştır.

2024 yılının ilk yarısında enflasyonda geçici yükselişler beklense de yılın ikinci yarısında dezenflasyon sürecinin belirginleşeceği öngörülmektedir (Grafik 3.2.2). Mevcut Rapor döneminde enflasyonun ana eğilimine ilişkin göstergelerin yavaşladığı görülmektedir. 2024 yılında para politikasının etki alanı dışında kalan işlenmemiş gıda ve alkol-tütün, otomatik vergi güncellemeleri gibi unsurlardan enflasyona gelecek olan katkıların azalacağı öngörülmektedir. Ancak, yurt içi enerji fiyatlarında beklenen artışlar ve bedelsiz doğal gaz kullanımı uygulamasının oluşturduğu dönemsel etkiler nedeniyle 2024 yılının ilk yarısında aylık enflasyonda geçici yükselişler olacağı tahmin edilmektedir. Diğer yandan, ücret güncellemelerinin, maliyet kanalının yanı sıra, yılın ilk çeyreğinde talepteki düşüşün sınırlı kalmasında önemli bir rol oynayacağı değerlendirilmektedir. Ancak, 2024 yılında asgari ücretin yılın ikinci yarısında güncellenmeyecek olmasının, parasal sıklığın etkinliğini artırarak dezenflasyonist sürece önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir. Ayrıca, fiyatları zamana bağlı olarak belirlenen kalemlerin de etkisi ile aylık enflasyonun ocak ayında

tahminlerle uyumlu olarak yükseldiği görülmektedir. Ancak, enflasyonda görülen bu yükselişin şubat ayı itibariyle yavaşlayarak 2023 yılının son çeyreğindeki ana eğilim seviyesine yakınsayacağı tahmin edilmektedir. Parasal sıkılaştırmanın gecikmeli ve birikimli etkilerinin de devreye girmesi ile mayıs ayında enflasyonda tepe noktasının görüleceği tahmin edilmektedir. Temmuz ve ağustos aylarındaki baz etkisinin de katkısıyla yılın ikinci yarısında dezenflasyon sürecinin belirginleşeceği öngörülmektedir.

Enflasyon tahminleri oluşturulurken dezenflasyonun tesisi için gerekli parasal sıkılık düzeyine ulaşıldığı ve bu düzeyin gerektiği müddetçe sürdürüleceği bir politika çerçevesi esas alınmıştır. Tahminler, politika faizinin mevcut seviyesinin aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sürdürüleceği bir görünüm altında oluşturulmuştur. Güçlü parasal sıkılaştırma, seçici kredi ve sözlü yönlendirme politikaları ile enflasyon beklentilerinin kısa vadede Enflasyon Raporu tahminlerine orta vadede ise enflasyon hedefine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Ayrıca, enflasyondaki mevcut seviyelerin büyüme üzerinde büyük bir baskı oluşturmadan düşürülebilmesi için de enflasyon beklentilerinin iyileşmesi ve dağılımdaki belirsizliğin azalması önem arz etmektedir. Bütüncül politika yaklaşımı kapsamında faiz artırımının yanı sıra makro finansal istikrarı güçlendirecek şekilde atılan seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma adımları ile birlikte mevcut mikro- ve makroihtiyati çerçeve de sadeleştirilmektedir. Bu kararlarla, Türk lirası cinsinden finansal varlıklara olan talebin kalıcı ve sürdürülebilir bir şekilde artırılması, Türk lirası likidite fazlası ve tüketim talebindeki aşırılıkların dengelenmesi, döviz kurlarının istikrar kazanması ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinin artırılması hedeflenmektedir. Bu bağlamda, tahminlerde sterilizasyon araçlarının çeşitliliğini artırarak miktarsal sıkılaştırma adımlarının devam edeceği, kredi arzında ve mevduat faizinde gözlenebilecek oynaklıklara karşı makroihtiyati politikaların uygulandığı bir politika çerçevesi göz önünde bulundurulmuştur. Parasal sıkılığın fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda gerektiği müddetçe sürdürülecek olmasının ülke risk primindeki iyileşmeye de katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir. Ayrıca, 2024-2026 döneminde mali disiplinin korunacağı ve mali politikaların para politikası ile eşgüdüm içerisinde dezenflasyonist süreci destekleyeceği varsayılmaktadır.

Parasal sıkılaştırma sürecinin finansal ve ekonomik koşullar üzerindeki etkilerine dair yapılan analizler, bankacılık sektörünün güçlü görünümünü koruyacağına işaret etmektedir. 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 azaltmıştır. Bankacılık sektörünün yasal sınırların oldukça üzerinde seyreden sermaye oranlarının, faiz değişimleri kaynaklı kayıpları karşılayabilecek düzeyde olduğu değerlendirilmektedir. Bankaların aktif kalitesi ve kârlılık göstergeleri güçlü görünümünü korumakta ve bu durum parasal sıkılaştırma döneminde finansal istikrarı desteklemektedir.

3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları

Parasal sıkılaştırmanın iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin yeterince hızlı bir şekilde görülmemesi dezenflasyon sürecini zayıflatabilecektir. Uygulanmakta olan sıkı para politikasının finansal koşullar üzerinde oluşturduğu etkiyle iç talep koşulları 2023 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren dengelenme sinyalleri vermektedir. İç talepteki dengelenmenin ithalat eğilimini zayıflatmasıyla cari dengeye, tüketimdeki aşırılıkları gidermesiyle talep kanalı üzerinden enflasyondaki düşüşe katkı vermesi beklenmektedir. Diğer taraftan, tüketici enflasyon beklentilerinin yüksek seyrinin tüketim eğilimi ve kredi talebi üzerinde oluşturabileceği riskler ile ücret ve mali politikaların etkisi iç talebin direnç kazanarak dengelenme sürecinin sekteye uğramasına neden olabilecektir.

Hizmet fiyatlarındaki katılığın sürmesi ve enflasyon ana eğiliminin öngörülenden daha gecikmeli yavaşlaması enflasyon baskılarını canlı tutabilecektir. Hizmet fiyatlarındaki atalet devam etmektedir (ER 2023-III Kutu 2.3). Hizmet fiyatlarındaki katılığın devam etmesi enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturacaktır. Son dönemde enflasyon ana eğilimindeki yavaşlamanın sekteye uğraması da enflasyon tahminleri üzerinde bir risk olarak değerlendirilmektedir.

Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarındaki oynaklıklar enflasyon tahminleri üzerinde risk

oluşturmaktadır. Jeopolitik riskler ve OPEC+ ülkelerinin üretim kesintisini sürdürmeleri petrol fiyatlarında oynaklıklara yol açmaktadır. Diğer yandan, küresel finansal koşullar ve başta Euro Bölgesi kaynaklı olmak üzere zayıf küresel büyüme görünümü emtia fiyatlarını aşağı yönlü baskılamaktadır. Bir önceki Enflasyon Raporu döneminde emtia fiyatları genele yayılan düşüşler gösterse de mevcut aşağı ve yukarı yönlü risklere bağlı oynaklığın devam edebileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, jeopolitik gelişmeler Türkiye'ye ilişkin risk algılamalarını da etkileyebilmektedir.

2024 yılında küresel büyüme görünümünde zayıf seyrin devam edeceği beklenmektedir. Finansal koşullardaki sıkılaştırmanın reel ekonomi üzerindeki etkileri belirgin şekilde gözlenirken öncü göstergeler hizmetler sektörü kaynaklı olmak üzere küresel büyüme görünümündeki zayıf seyrin sürdüğüne işaret etmektedir. Ayrıca, son dönemde yaşanan jeopolitik gelişmeler küresel büyüme görünümü üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim süreçleri küresel finansal koşullar üzerinde belirleyici olacaktır. Enerji fiyatlarında son dönemde düşüş gözlenmesi, arz yönlü baskıların azalmaya devam etmesi ve küresel finansal koşulların talep üzerindeki sınırlayıcı etkisi küresel enflasyon oranlarında gerilemeye neden olmuştur. Bu duruma bağlı olarak, gelişmiş ülke merkez bankaları sıkılaştırma süreçlerini tamamlamış, küresel finansal piyasalarda gelişmiş ülkelerin faiz indirim sürecinin zamanlaması ve hızına dair belirsizlikler öne çıkmıştır. Bu iki unsur sermaye akımları, dış talep ve emtia fiyatları yoluyla yurt içinde döviz kurlarını, toplam talep koşullarını ve ithalat fiyatlarını etkileyerek enflasyon dinamikleri üzerinde rol oynayabilecektir.

Kullanılan sterilizasyon araçlarının çeşitliliği artırılarak miktarsal sıkılaştırma ile parasal sıkılaştırma süreci desteklenmeye devam edilmektedir. Son dönemde piyasada oluşan likidite fazlası, zorunlu karşılıklar ve depo alım ihalesi araçlarıyla sterilize edilmektedir. Bu adımlarla, Türk lirası likiditesindeki aşırı miktarın giderilmesi ve para politikası etkinliğinin artırılması hedeflenmektedir. Bu doğrultuda, likidite koşullarının parasal aktarım üzerindeki etkileri ve politika faizinin kısa, orta ve uzun vadeli piyasa faizleri ile, kredi ve mevduat faizlerine yansımaları yakından takip edilmektedir.

Enflasyon beklentilerindeki yüksek seyir devam etmektedir. Ekonomik birimlerin (profesyoneller, firmalar ve tüketiciler) enflasyon beklentileri fiyatlamaları, ücret kararları, portföy tercihleri ve tüketim/kredi talebi üzerinde kilit rol oynamaktadır (Kutu 3.2). Piyasa Katılımcıları Anketi verilerine göre orta vadeli enflasyon beklentileri hedeflenen düzeylerin üzerinde seyretse de son dönemde beklentilerin hem seviyesinde hem de dağılımında iyileşme görülmüştür. Enflasyon beklentilerindeki iyileşme fiyatlamaları kanalıyla enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü risklerin azaldığına işaret etmektedir.

Deprem kaynaklı kamu harcamalarının finansmanı nedeniyle dolaylı vergiler üzerinden yapılacak ayarlamalar enflasyon üzerinde risk oluşturabilecektir. Deprem kaynaklı kamu harcamalarının miktarı ve söz konusu harcamaların zamanlaması mali disiplinin korunması açısından önemli olacaktır. Mali disiplinin korunması fiyatlamaları davranışlarının çözümlenmesi, iç talepteki dengelenme ve ülke risk priminin gidişatı açısından önem arz etmektedir. Öte yandan, vergi gelirleri politikasında dolaylı vergilerin ağırlığının artması fiyatları hem doğrudan artırabilmekte hem de enflasyon beklentilerini bozarak dolaylı etkiler yaratabilmektedir. Bu açıdan, doğrudan vergilere yönelik reformlar yapılarak toplam vergiler içindeki ağırlığının artması dezenflasyon sürecini desteklemesi açısından önemli olacaktır.

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 fiyat düzenlemelerinin enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu olmaması enflasyon üzerinde baskı yaratabilmektedir. Enflasyon hedefine mümkün olan en kısa sürede ulaşmak için ekonomi politikalarının koordinasyonu kritik önem teşkil etmektedir.

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

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑ ↔ ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Enerji fiyatlarının seyrine dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> OPEC+ ülkelerinin kapasite altında üretimi sürdürmeleri ve ilave üretim kesintileri petrol fiyatları üzerindeki arz yönlü baskıları canlı tutmaktadır. Son dönemdeki jeopolitik gelişmelerin daha geniş bir alanı etkilemesi durumunda enerji fiyatı üzerinde yukarı yönlü risk oluşacaktır. 	<ul style="list-style-type: none"> Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi OPEC+ kararları Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar
Küresel finansal piyasalar ve makroekonomik görünüme dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> Sıkı para politikası izleyen gelişmiş ülke merkez bankalarında iyileşen çekirdek enflasyon ve ana eğilimlerine bağlı olarak sıkılaştırma döngüsünün sonuna gelinmiştir. Bu doğrultuda, gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim sürecine ilişkin beklentiler öne çekilirken gevşeme döngüsünün zamanlaması ve hızı üzerinde belirsizlikler devam etmektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> Küresel enflasyon oranları Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikası tepkisi Küresel risk iştahı göstergeleri İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi Küresel ticaret hacmi ve enflasyon gelişmeleri İthalat ve emtia fiyatları
Talep koşulları	<ul style="list-style-type: none"> Yılın üçüncü çeyreğinde iç talepte öngörülen dengelenmenin başladığı ve dördüncü çeyrekte devam ettiği, ancak halen toplam talep koşullarının enflasyonist bir düzeyde bulunduğu değerlendirilmektedir. Ücret ve mali politikaların etkisiyle toplam talep koşullarındaki dengelenmenin gecikmesi hedeflenen dezenflasyon patikası üzerinde bir baskı oluşturabilecektir. 	<ul style="list-style-type: none"> Yurt içi talep göstergeleri Perakende satış hacim endeksi Kartla yapılan harcamalar Beyaz eşya ve otomobil satışları
Enflasyon beklentilerinin öngörülen tahmin aralığına yakınsamaması	<ul style="list-style-type: none"> Orta vadeli enflasyon beklentilerinin, hem seviye hem de dağılım ölçülerine göre iyileşmesine rağmen, beklentilerin bulunduğu yüksek seviyeler enflasyon tahminleri üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Temel enflasyon göstergeleri Enflasyon beklentilerinde geçmişe endeksleme davranışına dair göstergeler Enflasyon beklentilerinin dağılımı Enflasyon belirsizliği göstergeleri Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri

<p>Hizmet fiyatlarındaki katılık ve enflasyonun ana eğilimi</p>	<ul style="list-style-type: none"> Hizmet fiyatlarındaki katılığın devam etmesi enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturacaktır. Enflasyon ana eğilimi asgari ücret artışının yanında zamana bağlı fiyatlama eğilimi yüksek kalemlerin etkisiyle ocak ayında geçici bir artış kaydetmiştir. Genel ve asgari ücret ayarlamaları maliyet yönlü baskıları artırmakta ve fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Hizmet fiyatlarının ataleti Vergi ayarlamaları Yönetilen yönlendirilen fiyatlar Asgari ücret ayarlamaları Reel birim işgücü maliyetleri
<p>Parasal, finansal ve malî politikaların eşgüdümünün etkinliğine dair riskler</p>	<ul style="list-style-type: none"> Asgari ücret ve kamu çalışanlarının maaşlarında yapılan düzenlemeler iç talepteki dengelenme üzerinde risk yaratabilmektedir. 2024 yılında asgari ücretin yılın ikinci yarısında güncellenmeyecek olmasının, parasal sıkılığın etkinliğini artırarak dezenflasyonist sürece önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir. Doğrudan vergilere yönelik reformlar yapılarak toplam vergiler içindeki ağırlığının artması önemli olacaktır. Deprem kaynaklı kamu harcamaları nedeniyle yapılacak vergi düzenlemeleri özellikle dolaylı vergiler üzerinden yapılması durumunda enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Ekonominin toparlanma sürecinde parasal, finansal ve mali politikaların yeterince eşgüdüm hâlinde bulunmaması cari işlemler dengesi, enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler Orta Vadeli Program ve maliye politikası tedbirleri Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri Yapısal bütçe dengesi tahminleri Doğrudan vergilerin toplam vergiler içindeki payı

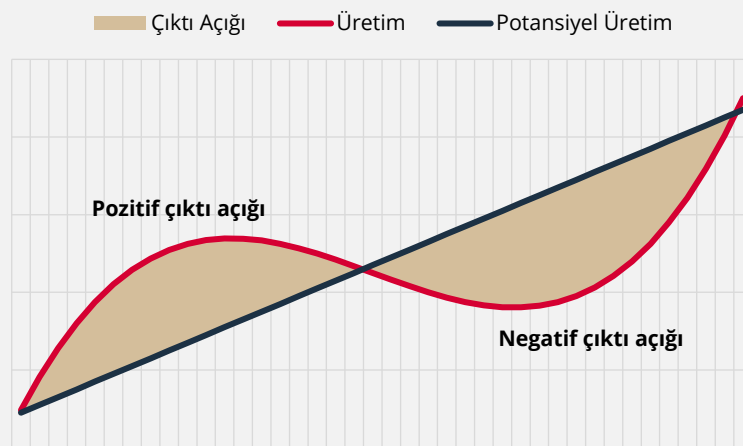
* Tabloda verilen her bir risk satırında, söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda enflasyon tahminlerinin hangi kanal üzerinden ve ne yönde değişebileceğine dair değerlendirmeler verilmektedir. ↑, ↓ işaretleri enflasyon tahmini üzerindeki risklerin sırasıyla yukarı ve aşağı yönlü olduğunu göstermektedir. 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

Çıktı Açığı

Ekonomideki talep yönlü gelişmelerin doğru bir şekilde ölçülüp zamanlı takip edilmesi enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankaları için para politikası açısından kritik önem arz etmektedir. Bu kapsamda, merkez bankaları mevcut üretim seviyesinin (y) potansiyel üretim düzeyine (y^p) göre yüzde puan farkı olarak $((y-y^p) / y^p \times 100)$ tanımlanan çıktı açığı¹ serilerini yakından takip etmektedir (Grafik 1). Para politikası açısından potansiyel üretim, teknoloji düzeyi veri iken emek ve sermaye faktörleri etkin kullanılarak enflasyonda bir artışa neden olmaksızın ulaşılması mümkün olan en yüksek üretim düzeyine karşılık gelmekte ve ek bir enflasyon yaratmayacak üretim düzeyini ifade etmektedir. Üretim seviyesinin potansiyelinden düşük (yüksek) olması, diğer bir ifadeyle çıktı açığının negatif (pozitif) olması, talep koşullarının dezenflasyonist (enflasyonist) etki yaratabileceğini göstermektedir. Diğer yandan, potansiyel çıktı düzeyi veri kabul edildiğinde çıktı açığının seviyesindeki değişim de büyümenin potansiyele göre hangi seviyede olacağına dair bilgi sunmaktadır. Örneğin çıktı açığının azalması büyümenin o döneme denk gelen potansiyel büyüme oranının altında kalacağına, artması ise büyümenin potansiyelin üzerinde gerçekleşeceğine işaret etmektedir. Çıktı açığı ayrıca, iş çevrimi literatüründe üretimin potansiyelinin üstüne doğru hareket ettiği yükseliş/aşırı ısınma (boom) ve altına doğru hareket ettiği düşüş/durgunluk (bust) dönemlerini ayırtırmak için de sıklıkla kullanılmaktadır.

Grafik 1: Potansiyel Üretim ve Çıktı Açığı



TCMB Tarafından Takip Edilen Çıktı Açığı Göstergeleri

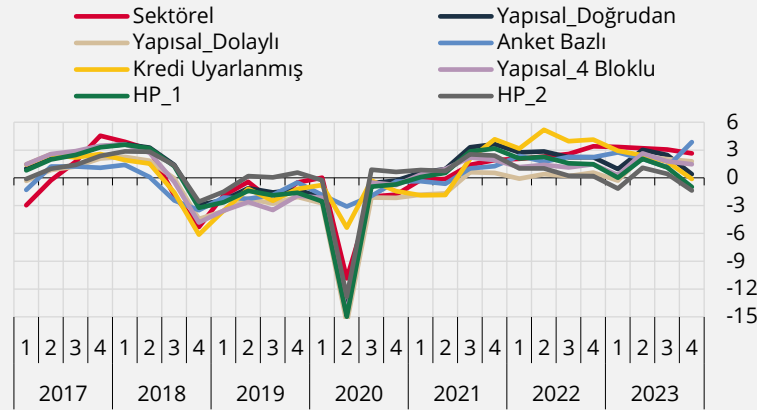
Ekonomideki potansiyel üretim veya çıktı açığı gerçekleştirmeleri doğrudan gözlenemeyen değişkenler olduğu için uygulamada alternatif yöntemlerle tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, söz konusu değişkenlerin tarihsel düzeyleri çeşitli istatistiksel filtreleme yöntemleri kullanılarak yapılan hesaplamaların yanı sıra, üretim fonksiyonu ve yapısal modeller gibi tahmin yaklaşımları ile de oluşturulabilmektedir. Öte yandan, özellikle anket göstergeleri üzerinden, kapasite kullanım oranı gibi, tanımı gereği doğrudan talep koşullarının potansiyeline göre eğilimine işaret eden göstergelerden de faydalanılmaktadır.

TCMB bünyesinde çıktı açığının tarihsel düzeyini tahmin etmek için oluşturulan göstergeleri üç başlık altında toplamak mümkündür. İlk grup istatistiksel yöntemlere dayanmaktadır. Bu grupta dört gösterge yer almaktadır. İlk iki gösterge, Gayrisafi Yurt İçi Hasıla serisinin Hodrick Prescott (HP) filtresinden iki farklı düzleme parametresi kullanılarak geçirilmesiyle elde edilmektedir. Bu grupta yer alan diğer göstergede ekonometrik modellerden elde edilen katsayılar kullanılarak HP filtresinden elde edilen çıktı açığı serisi net kredi kullanımı serisiyle zenginleştirilmektedir. Bu grupta yer alan son göstergeye

sanayi üretim endeksi alt gruplarının HP filtresinden geçirilerek karşılık geldikleri enflasyon serisi ağırlıklarıyla toplulaştırılmasıyla ulaşılmaktadır.² İkinci grupta tek gösterege yer almaktadır. Bu gösterege anket verilerinden ve öncü göstergelerden yapısı itibarıyla çıktı açığı özelliği taşıyan serilerin birleştirilmesine dayanmaktadır. Bu gösteregede, kapasite kullanım oranı, birikmiş işler gibi anket verilerinin yanı sıra ofis doluluk oranı, uçak doluluk oranı gibi seriler kullanılmaktadır.³ Üçüncü grupta ise genel denge modellerinden elde edilen seriler yer almaktadır. Bu modeller Yeni Keynesyen yapıda olup Phillips denklemi, Taylor kuralı, dinamik IS gibi temel denklemleri kullanılmaktadır. Modeller işgücü bloğuna sahip olup olmama; parametre seçiminde kalibrasyon veya Bayesçi tahmin yaklaşımı kullanma; doğrudan çıktı açığı tahmin etme ya da iç talep açığı, ihracat açığı gibi bileşenlerden toplama gitme gibi özellikler bakımından farklılaşmaktadır.⁴ Çıktı açığı gözlenemeyen bir değişken olduğu için burada bahsi geçen yaklaşımların kendine has belirsizlik aralıkları da oluşabilmektedir.

Yukarıda kısaca tanıtılan gösteregeler örneklem sonu sapması, güncellemelerden etkilenme, iktisadi tutarlılık gibi özellikler bakımından ayrışmakta, dönem dönem farklı sinyaller verebilmektedir. Bu bağlamda, sekiz ayrı gösteregeden tarihsel çıktı açığı serisi oluşturulmaktadır. Bu gösteregenin seviyesi kadar altta yatan serilerin birbirleriyle ne ölçüde ortak hareket ettikleri talep koşullarının analizi açısından büyük önem arz etmektedir. Örneğin, son dönemlerde seriler arasındaki ayrışmanın arttığı dikkat çekmektedir (Grafik 2). Bu durum çıktı açığının seviyesine ilişkin belirsizliğin arttığına işaret etmektedir.

Grafik 2: TCMB Çıktı Açığı Gösteregeleri



Çıktı açığının tarihsel düzeylerinin üretilmesinde kullanılan gösteregeler, açıklanan son GSYİH verisinden sonra takip eden çeyreği içerecek şekilde üretilmekte, bu açıdan GSYİH'nin şimdi tahmin (nowcast) ve kimi zaman da sonraki çeyrek (forecast) tahminlerini kullanmaktadır. Anket ve öncü gösteregelere dayanan yöntemde açıklanmış olan serilere yer verilirken diğer gösteregeler oluşturulurken kısa dönemli tahminler için hazırlanan varsayım seti kullanılmaktadır. Büyüme verisi olmayan dönem için çıktı açığı gösteregesinin uzatılması talep koşullarına ilişkin güncel bilgi sağlamanın yanı sıra orta vadeli tahminlere başlangıç noktası oluşturması açısından da önemli bir rol oynamaktadır. Burada vurgulanması gereken husus gözlenemeyen bir değişken olan çıktı açığının, içinde bulunulan çeyrek ve geçmiş çeyreklere denk gelen değeri üzerinde belirsizliğin söz konusu olduğudur.

¹ Çıktı açığı tanımı kimi zaman iki dönem arasındaki büyüme oranının potansiyel büyüme oranından farkı, bir diğer ifade ile $(\Delta y/y) / (\Delta y^p/y^p)$, ile karıştırılabilmektedir. Çıktı açığı burada anlatıldığı gibi mevcut üretim seviyesinin (y) potansiyel düzeyine (y^p) göre yüzde puan farkı olarak $(y-y^p)/y^p * 100$ tanımlanmaktadır.

² Bu gruptaki çalışmalar için:

Çelgin, A., Yılmaz, T. (2019). Sektörel Çıktı Açığı. TCMB Ekonomi Notları 19-10.

TCMB Enflasyon Raporu (2020). Talep Koşullarının Enflasyona Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme. 2020-IV, Kutu 2.3.

³ Coşar Erdoğan, E. (2018). Türkiye Ekonomisi için Güncellenmiş Doğrudan Çıktı Açığı Gösteregesi. TCMB Çalışma Tebliği 18/04.

⁴ Bu kapsamdaki çalışmalar için:

Gökcü, M. (2021). Çok Değişkenli Bir Filtre Kullanarak Türkiye için Zamanla Değişen Potansiyel Büyüme ve Enflasyonu Hızlandırmayan İşsizlik Oranının Tahmin Edilmesi. TCMB Çalışma Tebliği 21/39.

TCMB Enflasyon Raporu (2018). Çıktı Açığının Talep Bileşenlerine Ayrılması. 2018-III, Kutu 4.1

Tahmin ve Politika Analizi Sisteminde Çıktı Açığının Rolü

Önceki kısımda çıktı açığının tarihsel değerlerini oluşturmada kullanılan yöntemlerden bahsedilmiş ve tarihsel değerleri üzerinde belirsizlik olduğu üzerinde durulmuştur. Bu kısımda ise TCMB'nin orta vadeli tahmin ve politika analizi sistemi açısından çıktı açığının rolü ve uygulamada nasıl kullanıldığı üzerinde durulacaktır. TCMB orta vadeli tahminlerini (yarı) yapısal genel denge modellerini de içeren tahmin ve politika analiz sistemini kullanarak oluşturmaktadır. Bu bölümde, çıktı açığının bu tip modeller açısından düşünüldüğünde ne anlam ifade ettiği üzerinde basitleştirilmiş bir biçimde durulacak, daha sonra da teorik çerçevede görece daha kolay anlatılabilen çıktı açığı kavramının pratik uygulamada belirsizlik içeren bir kavram olduğuna kısaca değinilecektir.

Bilindiği gibi para politikası konjonktürel, diğer bir ifadeyle iş çevrimi ve finansal çevrimlere ilişkin olumsuz etkileri hafifletmek amacıyla uygulanan politikalar arasındadır. Yapısal modeller, para politikasının etkisini analiz etmek amacıyla kullanıldığında, modelde reel kur, üretim düzeyi gibi birçok değişken, 'açık' kavramı ile tanımlanmaktadır. Düzeyin eğilim veya potansiyelinden yüzde puan sapmasını gösteren 'açık' kavramı ekonominin iş çevrimi ve finansal çevrimlerde bulunduğu yere dair daha fazla bilgi sunmaktadır. Bu açıdan üretim düzeyi de modele çıktı açığı olarak girmekte ve modellerden alınan projeksiyonlar da çıktı açığı şeklinde elde edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, bu modellerin tahmin sonucu çıktı açığı olmakta ve bu tip modellerden doğrudan bir ekonomik büyüme tahmini alınmamaktadır. Bu tip yapısal modellerde çıktı açığı ekonomideki toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde bir baskı yaratıp yaratmadığını göstermektedir. Bu açıdan, hanehalkının tüketim, tasarruf ve portföy tercihleri toplam talebin belirleyicilerinden biridir. Diğer iktisadi birimler de kur, faiz, enflasyon gibi değişkenlerle ilgili beklentilerine göre toplam talebin diğer bileşenlerini oluşturmakta, böylece toplam talebin potansiyel üretime kıyasla düzeyine göre çıktı açığı belirlenmektedir. Çıktı açığı da işgücü piyasası, dış ticaret, finansal kararlar ve fiyatlama davranışları üzerinden ücretler, kur, faizler ve enflasyonu etkilemektedir.

Çıktı açığının parasal aktarımdaki rolünü basitçe⁵ anlatmak için hanehalkının tüketim, tasarruf ve portföy tercihlerini nasıl belirlediklerine odaklanılacaktır. Hanehalkı, tüketim ve tasarruf arasında tercih yaparken şu an tüketim yaparak kazanacakları fayda ile tasarruf yapıp gelecekte alabilecekleri mal ve hizmetlerin risk ve zaman değerine göre uyarlanmış faydasını karşılaştırmaktadır. Hanehalkı, eğer tasarruf yaptıklarında elde edebilecekleri reel getiri yeterince fazla ve beklemenin riski yeterince az ise şu an tüketmek yerine daha fazla tasarruf etmeye meyilli olurlar. Portföy tercihi yaparken ise ekonomideki birimler, Türk lirası cinsinden yatırım araçlarının risk ve reel getirisinin yabancı para cinsinden yatırım araçlarınıninkinden daha olumlu olduğunu düşünürlerse Türk lirası cinsinden finansal yatırım araçlarını seçeceklerdir. Para politikası, aktarım mekanizması vasıtasıyla beklentileri ve Türk lirası cinsi varlıkların getirilerini değiştirerek bu iki kararı etkilemektedir. Hanehalkı portföy tercihleri, yurt dışı yerleşikler de dahil olmak üzere diğer ekonomik birimlerin portföy tercihleri ile birleşip, döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır. Döviz kurları da dış ticaret, döviz kuru geçişkenliği ve beklentiler vasıtasıyla iktisadi faaliyet ve enflasyonu etkilemektedir.

Çıktı açığının seviyesinde toplam talebin yanı sıra potansiyel üretim düzeyi de belirleyici olmaktadır. Hanehalkı özelinde bakıldığında tasarrufların potansiyel üretim düzeyi üzerinde önemli etkisi bulunmaktadır. Tasarruflar basitleştirilmiş bir anlatım⁶ ile ekonomideki yatırımları finanse etmek için kullanılmaktadır. Dolayısıyla tasarruflar azalırse yatırımlar azalacak ve talebi karşılayacak üretim düzeyine ulaşamayacaktır. Faiz, kur ve enflasyon ile bu değişkenlerin gelecekteki seyrine dair beklentiler çerçevesinde karar alan hanehalkı, (aşırı) tüketim yapmayı seçerse tasarruflar azalacak ve

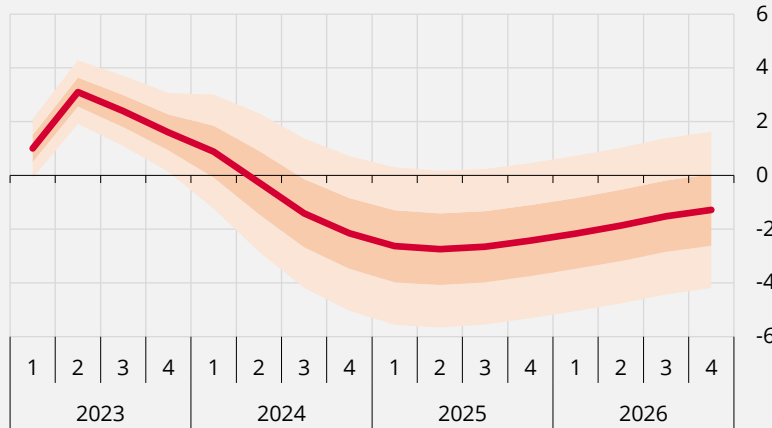
⁵ Bu kısımda çıktı açığının yapısal modellerdeki işlevi, parasal aktarım mekanizmasının temel kanalı olan talep kanalı ve basitleştirilmiş kur kanalı çerçevesinde sadece hanehalkının temel kararları baz alınarak anlatılacaktır. Yapısal modellerde çıktı açığı ve diğer makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileşim burada anlatıldığından çok daha karmaşık ve birbirlerini aynı anda etkileyecek şekilde çok yönlü bir genel denge kavramı ile oluşmaktadır. Ancak pedagojik açıdan burada temel bazı kanallar seçilerek ve basitleştirilerek anlatılmaktadır.

⁶ En basit şekilde, kapalı bir ekonomide yatırımlar ile tasarruflar arasında birebir bir ilişki vardır. Diğer bir ifadeyle, tasarruflar yatırımların yegane kaynağı, gelecekteki büyümenin de aslı unsurlarından birisidir. Dışa açık bir ekonomide ise yatırımlar ile tasarruf arasındaki fark dış ticaret açığı ile kapatılabilmektedir. Dolayısıyla, dış ticaret dengesi ve yatırımların sürdürülebilirliği bakımından hanehalkı tasarrufları önemini korumaktadır.

üretimi ayakta tutmak için gerekli olan yatırım harcamaları yapılamayacağı için potansiyel üretim de sektöre uğrayacaktır. Bu durumda oluşan aşırı tüketim, ekonomiyi ısıtarak, hem dış ticaret dengesini olumsuz etkileyecek hem de ücretler ve enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturacaktır. Aşırı olan bu talep düzeyi pozitif çıktı açığını imâ etmekte ve enflasyonu artırmaktadır. Bunun yanında doğrudan sermaye yatırımları, emtia fiyatlarında düşüşler, üretim faktörlerinde niceliksel artışlar ya da yüksek verimlilik artışları olduğunda ekonominin potansiyel üretim düzeyi geçici olabilese de artmakta ve bu sayede enflasyon yaratmadan karşılanabilecek talep miktarı yükselmektedir. Böyle bir durumda talep düzeyi sabitken enflasyon yaratmayan üretim düzeyi artarsa çıktı açığı (bir önceki değerinin 0 olduğu basitleştirici varsayım altında) negatif olmaktadır.

Teorik olarak görece kolay anlatılan talebin aşırı olması ya da enflasyon yaratmayan üretim düzeyi gibi kavramlar gerçek hayatta gözlenemediği için çıktı açığının hem işareti hem de büyüklüğü konusunda belirsizlikler oluşmaktadır. Ayrıca, ekonomide enflasyon yaratmayan büyüme düzeyinin uzun vadeli değerleri ile kısa ve orta vadeli değerleri arasında farklılıklar oluşabilmektedir. Potansiyel büyüme oranı uzun vadede demografi, ortalama verimlilik artışı, üretim kaynaklarının artış hızı gibi yapısal faktörlere bağlı iken kısa/orta vadede özellikle gelişmekte olan ülkelerde oynaklığı yüksek olan dönemlik verimlilik artışı, sermaye hareketleri ve ulusal para cinsinden emtia/ithalat fiyatlarına bağlı olabilmektedir. Sermaye akımlarının görece yüksek, emtia fiyatlarının ılımlı ve verimlilik artışlarının güçlü olduğu bir dönemde dezenflasyon görece yüksek bir büyüme ile sağlanabilmektedir. Çünkü böyle dönemlerde enflasyon yaratmayan çıktı düzeyi (geçici olarak) artabilmekte, dolayısıyla çıktı açığı da negatif düzeye geçebilmekte ve/veya negatif düzeylerde kalabilmektedir. Bu durum özellikle gelişmekte olan ülkelerde, çıktı açığının ima ettiği büyümenin farklılaşabileceğini ve para politikasının enflasyon-büyüme ödünleşiminin de dönemsel olarak değişken olabildiğini göstermektedir.

Grafik 3: Çıktı Açığı Tahminleri Belirsizlik Aralığı*



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Çıktı açığının tahmin aralığı içinde olma olasılığı koyu renk taralı alan için yüzde 30, açık renk taralı alan için yüzde 60'tır.

Nitekim Merkez Bankası nezdinde tahmin ve politika analizinde kullanılan modeller hem enflasyon yaratmayan çıktı düzeyi hem de çıktı açığı üzerinde tarihsel veriler ve geleceğe ilişkin projeksiyonlarda geniş bir belirsizlik aralığı olduğuna işaret etmektedir. Bu kutuda anlatılan kavramların netleşmesi amacıyla Enflasyon Raporu'nda Orta Vadeli Öngörüler bölümünde yer alan çıktı açığı tahminleri için yüzde 60 anlamlılık düzeyine denk gelen bir yelpaze grafiği Grafik 3'te paylaşılmıştır. Çıktı açığı etrafındaki tahmin aralığının genişliğine potansiyel üretim düzeyinin kendisine ait belirsizlik de eklendiğinde çıktı açığının imâ ettiği büyüme düzeyinin belirsizlik aralığı bilgi değeri azalacak kadar geniş olmaktadır. Dolayısıyla Enflasyon Raporu'ndaki tahminler, para politikasının talep üzerinde amaçlanan/tahmin edilen dengeleyici etkisini simgeleyen baz bir çıktı açığı düzeyi ile birlikte paylaşılmakta, çıktı açığındaki yüksek belirsizlik ya da enflasyon yaratmayan çıktı düzeyi ile ilgili iletişim kurulmamaktadır. Çıktı açığı iletişiminde hedeflenen, para politikası kararları ve beklenen diğer ekonomik gelişmeler ışığında merkez bankasının talebi ne şekilde etkilemek niyetinde olduğudur. Gelecekte pozitif düzeylerden negatif düzeylere gelen bir çıktı açığı, merkez bankasının para politikası ile talebi dengeleyeceği, hanehalkını tasarruf etmeye teşvik edeceği, bu sayede ileride sürdürülebilir

büyüme oranına ulaşılmasını sağlayacağı şeklinde yorumlanmalıdır. Merkez bankaları çıktı açığının imâ ettiği talep koşullarına ulaşıp ulaşılmadığını, açıklanan her yeni veri ile analiz etmekte ve enflasyon tahmin patikasına ulaşacak şekilde para politikası kararları vermektedir. Çıktı açığının seviyesi ve değişimi kadar özel tüketim ve tasarrufa ilişkin göstergeler ile beklentilerin para politikasının amaçladığı şekilde evrilmesi de önem kazanmaktadır. Bu açıdan söz konusu göstergeler yakından takip edilmektedir. Elbette ki para politikasının etki alanı dışında olan veya öngörülemeyen çeşitli şoklar fiyatları ve talebi beklenmedik biçimde şekillendirebilmektedir. Böyle bir durumda merkez bankalarının üzerine düşen para politikasının gecikmeli ve birikimli etkilerini de göz önünde bulundurarak doğru ve etkin bir iletişim ve politika stratejisi tesis etmektir.

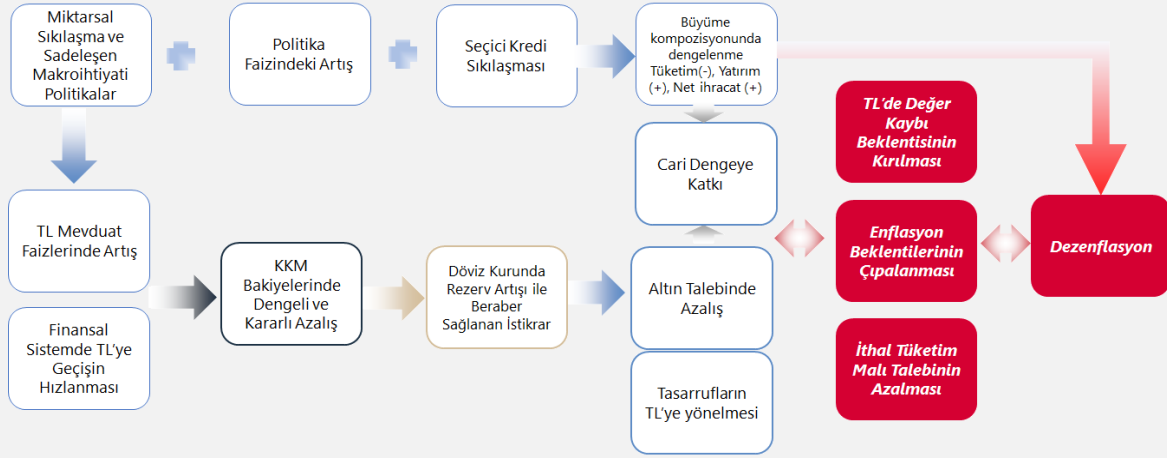
Kutu 3.2

Parasal Aktarım Mekanizması ve Dezenflasyon Sürecinin Anahtar Göstergeleri

TCMB enflasyon ve enflasyonun ana eğilimine ilişkin anahtar göstergeleri yakından takip ederek, politika araç setini fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda enflasyonda kalıcı düşüşü sağlayacak ekonomik ve finansal koşulları oluşturacak şekilde kararlılıkla kullanmaktadır. Bütünleşik politika yaklaşımı kapsamında, faiz artırımının yanı sıra alınan seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma kararları mikro- ve makroihtiyati çerçevenin sadeleştirilmesi ile desteklenmektedir. Enflasyonun gelecekteki seyrini yakından belirleyecek olan tüketim talebindeki aşırılıkların dengelenmesi, Türk lirası cinsinden finansal varlıklara olan talebin artırılması, enflasyon beklentilerinin çıpalanması ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinin kalıcı bir şekilde artırılması hedefleri ile uyumlu parasal sıkılık düzeyine ulaşıldığı, parasal sıkılığın ise gerektiği müddetçe sürdürüleceği değerlendirilmektedir.

Parasal aktarım mekanizması, para politikasının enflasyonu hangi kanallar aracılığıyla ve ne ölçüde etkilediğini açıklayan bir kavramdır. Dezenflasyon süreci, politika faizinin ve diğer para politikası araçlarının yurt içi talep, döviz kurları, finansal piyasalar, krediler ile enflasyon beklentileri gibi farklı kanallar üzerindeki etkinliği ile tesis edilebilmektedir. Bu nedenle, dezenflasyon sürecinin başarılı bir şekilde yürütülebilmesi için gerekli olan para politikası duruşunun belirlenebilmesinde aktarım kanallarının etkinliğinin detaylı analiz edilmesi kritik bir öneme sahiptir. Bu kutuda, 2024 yılında dezenflasyonu sağlaması beklenen ve Şekil 1'de gösterilen talep ve finansal değişkenlerle ilgili aktarım kanallarının etkinliğine odaklanılmaktadır.

Şekil 1: Temel Parasal Aktarım Mekanizması*



* Kutuda öne çıkan aktarım kanallarını içerecek şekilde sadeleştirilmiştir.

Parasal sıkılaştırmanın ve makroihtiyati politikaların finansal koşullara yansımalarıyla birlikte iç talebin dengelenmesi beklenmektedir. Faiz artırımının yanı sıra miktarsal sıkılaştırma ve seçici kredi uygulamalarının etkisiyle büyümenin kompozisyonunun tüketim yerine yatırımlara kayması hedeflenmektedir. Dengelenen iç talebin ithalatı azaltarak net ihracatın katkısının artacağı bir büyüme kompozisyonuna dönüşeceği öngörülmektedir. Altın ithalat talebinin azaltılması yoluyla ise makul bir oranda ithalat artışı sağlanması hedeflenmektedir. Bu sayede, enflasyondaki aşırılığın büyüme üzerinde büyük bir baskı oluşturmadan giderilebilmesi mümkün olmaktadır. Bu durumun hem döviz kuru beklentilerini iyileştirmeye hem de enflasyon beklentilerini çıpalamaya katkı sağlaması beklenmektedir.

Sıkılaştırma adımlarının Türk lirası cinsi finansal varlıklara olan talebi kalıcı bir şekilde arttırarak parasal aktarım mekanizmasını güçlendirmesi beklenmektedir. Ayrıca, kararlı bir şekilde uygulanan parasal sıkılaştırma süreci ile birlikte iyileşecek cari işlemler dengesinin ve finansman koşullarının döviz

piyasasındaki istikrarı destekleyerek kur ve enflasyon beklentilerine de olumlu yansıtacağı değerlendirilmektedir. Öte yandan, Türk lirası varlıklara olan talebin artmasıyla bir değer saklama aracı olarak görülen altına olan talebin azalacağı öngörülmektedir. Bu durumun cari işlemler dengesindeki iyileşmeyi güçlendirmesi ve büyüme kompozisyonundaki dengelenmeyi de desteklemesi beklenmektedir.

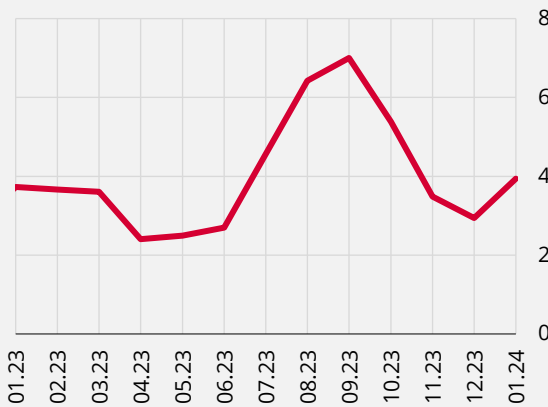
Parasal sıkılaşmanın finansal koşullara yansımalarıyla birlikte 2024 yılında dezenflasyonun tesisi için gerekli parasal sıkılık düzeyine ulaşıldığı düşünülmektedir. Piyasa faiz oranlarının sıkı para politikası hedefleriyle uyumlu bir seyir izlemesi, Türk lirası cinsi mevduatların artmasını ve döviz cinsi ve döviz korumalı mevduatların ise azalmasını beraberinde getirmektedir (Grafik 4). Kredi faizleri de hedeflenen finansal sıkılık düzeyi ile uyumlu bir görünüm sergilemektedir (Grafik 3). Ücret güncellemelerindeki beklenti kaynaklı olarak aralık ayında kredi büyümesinde bir artış gözlemlense de yıllık kredi büyümesindeki normalleşme devam etmektedir (Grafik 5). TCMB rezervlerindeki artış eğilimi sürmektedir (Grafik 6).

Son dönemdeki fiyat indirimleri ve kampanyalar talepteki düşüşü sınırlasa da parasal sıkılaşmanın finansal koşullara yansımalarıyla 2023 yılının üçüncü çeyreğinde başlayan iç talep göstergelerindeki dengelenme ve altın dengesindeki iyileşme eğilimi devam etmektedir (Grafik 2). Buna karşın, ücret güncellemelerinin talepteki düşüşü ilk çeyrekte bir miktar sınırlayabileceği değerlendirilmektedir.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, enflasyonun ana eğiliminde gerileme gözlenmektedir. Bununla birlikte, öngörülerle uyumlu bir şekilde ocak ayında enflasyonun ana eğiliminde geçici bir yükseliş yaşanmıştır. Yedi farklı göstergenin ortalaması alınarak hesaplanan ana eğilim göstergesinin bir önceki çeyrek sonuna kıyasla önemli ölçüde yavaşladığı göze çarpmaktadır (Grafik 1). Söz konusu gelişmelerin etkisiyle enflasyon beklentilerindeki gerileme sürmektedir. Ocak ayında önceki Rapor dönemine göre 12 ve 24 ay sonrası TÜFE enflasyon beklentilerinin medyan değerleri sola kayarak beklenti dağılımında toparlanmaya işaret etmektedir (Grafik 7 ve Grafik 8).

Parasal aktarım mekanizmasının finansal değişkenler ile ilgili kanallarının daha etkin çalıştığı görülmektedir. Aktarım mekanizmasının talep kanalı ise dezenflasyon patikası üzerinde bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Bu sebeple, enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanabilmesi amacıyla parasal sıkılığın gerektiği müddetçe sürdürülmesi kritik önemdedir.

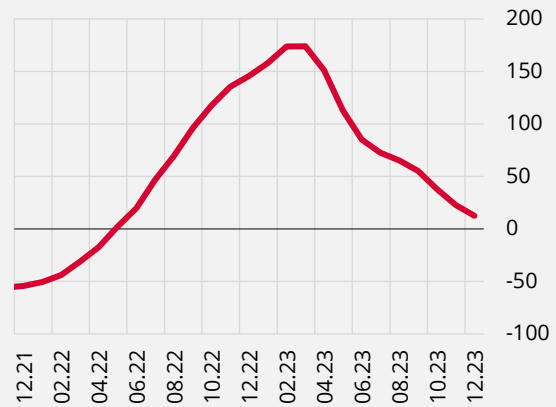
Grafik 1: Ana Eğilim Göstergeleri Ortalaması* (Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Ortalama)



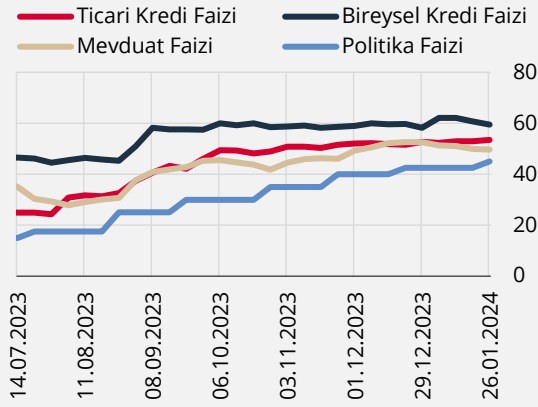
Kaynak: TCMB.

* Ana Eğilim Göstergeleri Ortalaması: B, C, SATRIM, Medyan, Oynak kalemleri dışlayan, Temel Bileşen Analizi ve Dinamik Faktör göstergelerinin ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

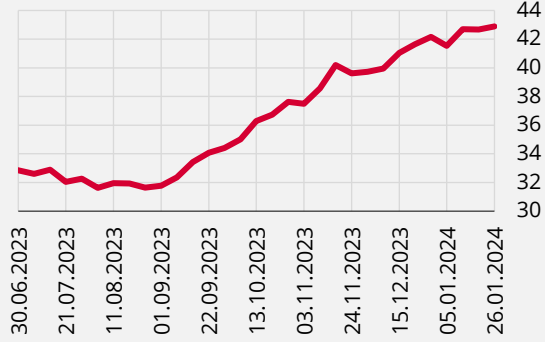
Grafik 2: Altın ve Tüketim Malları (Yıllık % Değişim, 3 Aylık Hareketli Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

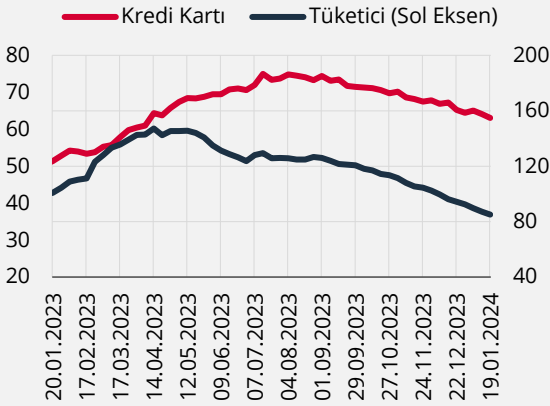
Grafik 3: Faiz Oranları (Yıllık, %)

Kaynak: TCMB.

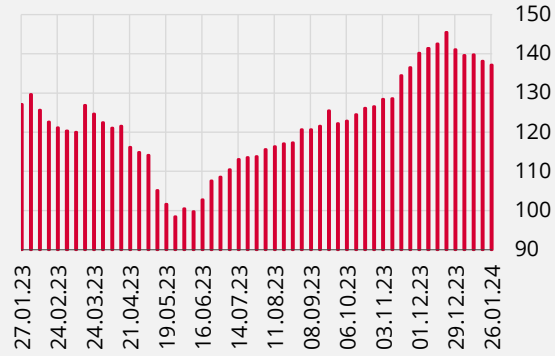
Grafik 4: Türk Lirası Mevduat Payı* (%)

Kaynak: BDDK, TCMB.

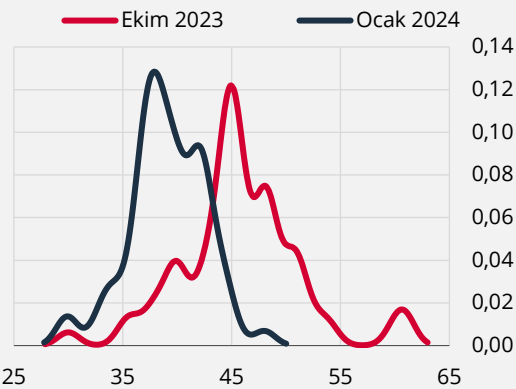
* Türk Lirası Mevduat Payı: TP cinsi mevduat (katılım fonu) (2+5+8) ile kur korumalı Türk lirası mevduat ve katılma hesapları kalemlerinin toplamının toplam mevduata bölünmesi ile hesaplanmıştır.

Grafik 5: Kredi Kartı ve Tüketici Kredileri (Yıllık Büyüme, %)

Kaynak: TCMB.

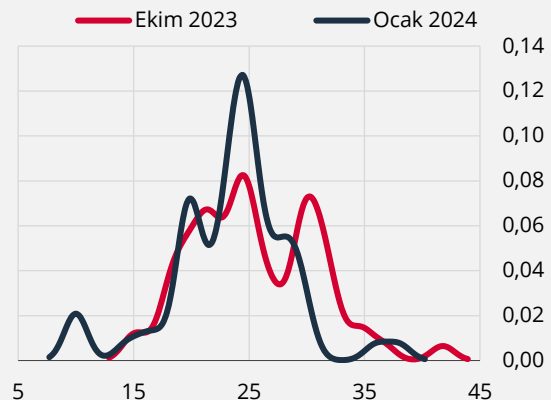
Grafik 6: TCMB Uluslararası Rezervleri (Brüt, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

Grafik 7: Piyasa Katılımcıları Anketi Dağılımı* (12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)

Kaynak: TCMB.

* TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi'ne verilen cevaplar kullanılarak, Kernel olasılık yoğunluk fonksiyonları hesaplanmıştır. Yatay eksen yıllık TÜFE enflasyon beklentisini gösterirken dikey eksen bu seviyeye atfedilen olasılık yoğunluğuna işaret etmektedir.

Grafik 8: Piyasa Katılımcıları Anketi Dağılımı* (24 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)

Kaynak: TCMB.

* TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi'ne verilen cevaplar kullanılarak, Kernel olasılık yoğunluk fonksiyonları hesaplanmıştır. Yatay eksen yıllık TÜFE enflasyon beklentisini gösterirken dikey eksen bu seviyeye atfedilen olasılık yoğunluğuna işaret etmektedir.

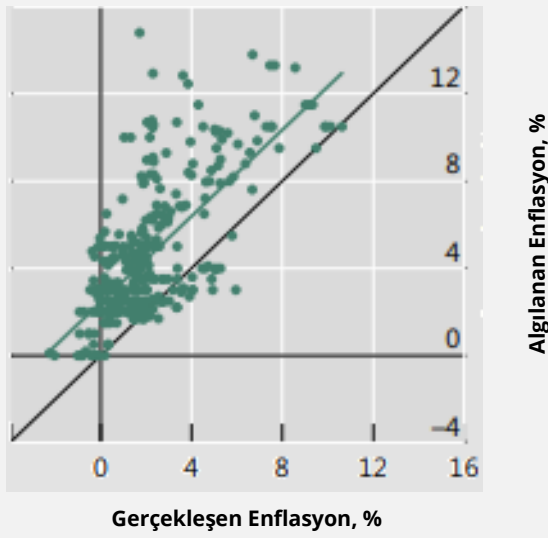
Kutu 3.3

Tüketici Enflasyon Beklentileri

Ekonomideki birimlerin önümüzdeki dönemde fiyatların ne kadar artacağı/azalacağı yönündeki tahminini yansıtan enflasyon beklentileri, bu birimlerin karar alma mekanizmasında önemli yer tutmaktadır. Ayrıca, enflasyon beklentileri parasal aktarım mekanizmasındaki ve para politikası kararlarının belirlenmesindeki rolü açısından merkez bankaları için de kilit önem taşımaktadır. İktisadi birimlerin enflasyon beklentileri piyasa katılımcılarına (profesyonellere), firmalara ya da tüketicilere anketler uygulanarak ölçülebilmektedir. Tüketicilerin enflasyon beklentileri tüketim/tasarruf kararlarından kabul edilecek ücret/işgücüne katılım kararlarına, yatırım davranışlarından portföy tercihlerinin hangi para biriminden yapılacağına kadar iktisadi tercihleri geniş bir yelpazede etkilemeleri açısından öne çıkmaktadır.

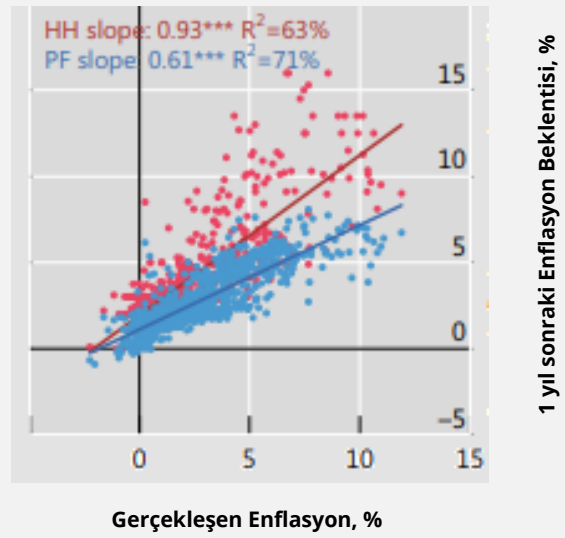
Ekonomik birimler enflasyon beklentilerini oluştururken çoğu zaman algıladığı enflasyonu referans olarak alabilmektedir. Algılanan ve beklenen enflasyon oranları piyasa verilerinden çeşitli istatistiksel yöntemler uygulanarak çıkarılabildiği gibi anketler vasıtasıyla doğrudan sorularak da elde edilebilmektedir. Ankete dayalı göstergeler kullanılarak yapılan çalışmalar hem algılanan enflasyonda (De Fiore ve diğ., 2022; ECB, 2023) hem de beklenen enflasyonda yanlılıklar olabildiğini (D'Acunto ve diğ., 2019; Ehrmann ve diğ., 2015) göstermektedir. Ayrıca tüketiciler söz konusu olduğunda algılanan ve beklenen enflasyon ile ölçülen enflasyon arasında yüksek farkların olabildiği de raporlanmıştır (ECB, 2023). Örneğin, 2004-2018 arası dönemde Euro Bölgesi enflasyon oranı yüzde 1,6 olarak gerçekleşirken Avrupa Komisyonu tarafından yapılan anket çalışmalarına göre, tüketicilerin algıladığı enflasyon oranı yüzde 9 olmuştur (Arioli ve diğ., 2017). De Fiore ve diğ. (2022) çalışmasında Almanya, Kanada, Birleşik Krallık, Japonya, Yeni Zelanda, Güney Kore ve Hindistan için 2004 sonrası algılanan enflasyon ile gerçekleşen enflasyon verileri analiz edilmiştir. Grafik 1'de yer alan koyu çapraz çizginin, bir diğer ifadeyle 45 derece çizgisinin altındaki noktalar gerçekleşen enflasyonun altında enflasyon algılayan tüketici verilerini, üstündeki noktalar ise gerçekleşenden daha yüksek enflasyon algılayan tüketici verilerini temsil etmektedir. Bir nokta 45 derece çizgisine göre ne kadar yukarıda ve uzakta ise enflasyon, gerçek enflasyona göre o derece fazla algılanmaktadır. Grafikteki noktaların büyük çoğunlukla 45 derece çizgisinin üstünde yer alması, tüketicilerce algılanan enflasyonun söz konusu ülkelerde ölçülene göre yüksek olduğunu göstermektedir. Bu yanlılıklara rağmen, enflasyon beklentileri öznel bir karaktere sahip olduğundan, tüketici enflasyon beklentilerinin ankete dayalı bir şekilde ölçülmesi tüketiciler arasındaki heterojenliğe ilişkin bilgi sunmaktadır. Ayrıca, son dönemde yapılan çalışmalar tüketici enflasyon beklentilerindeki heterojenliğe ve beklentilerin dağılımına ilişkin bilgilerin kullanılmasının Yeni Keynesyen Phillips eğrisinin tahmin performansını artırdığını göstermektedir (Coibon ve diğ., 2018; Meeks ve Monti, 2023).

Diğer yandan, tüketiciler ile piyasa katılımcılarının (profesyoneller) enflasyon beklentileri karşılaştırıldığında, tüketicilerin enflasyon beklentilerinin piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerinden daha yüksek olduğu görülmektedir. Grafik 2'de enflasyon gerçekleşmeleri ile profesyonellerin ve tüketicilerin enflasyon beklentileri karşılaştırılmıştır. Tüketici beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerine hassasiyetinin daha yüksek olduğu ve daha geniş bir aralıkta dağıldığı gösterilmiştir (De Fiore ve diğ., 2022). Akademik yazın bu durumu tüketicilerin algıladığı enflasyonda yukarı yönlü yanlılık (Grafik 1) olmasına ve piyasa katılımcılarının finans ve ekonomi konusunda uzmanlaşmış kişiler olup profesyonel yükümlülüklerinin bulunmasına bağlamaktadır. Dolayısıyla piyasa katılımcıları beklentilerini uzmanlık bilgilerini de kullanarak ekonomik şartları ve merkez bankası aksiyonlarını da hesaba katacak şekilde daha ileri görüşlü oluşturmaktadır (De Fiore ve diğ., 2022).

Grafik 1: Diğer Ülkelerde Tüketicilerin Enflasyon Algıları*

Kaynak: De Fiore ve diğ., 2022.

* Almanya, Kanada, Birleşik Krallık, Japonya, Yeni Zelanda, Güney Kore, Hindistan için 2004'ten bu yana algılanan enflasyon ile gerçekleşen enflasyon verileri. Koyu çapraz çizgi 45 derece çizgisi, çizginin üstündeki noktalar algılanan enflasyonun ölçülüne göre yüksek olduğunu göstermektedir.

Grafik 2: Diğer Ülkelerde Tüketici ile Piyasa Katılımcılarının Enflasyon Beklentilerinin Karşılaştırılması*

Kaynak: De Fiore ve diğ., 2022.

* Almanya, Kanada, Birleşik Krallık, Japonya, Yeni Zelanda, ABD, Brezilya, Güney Kore, Filipinler, Güney Afrika, İsveç için 2004'ten bu yana enflasyon beklentileri ile gerçekleşen enflasyon verileri. Mavi noktalar piyasa katılımcıları (PF), kırmızı noktalar tüketicileri (HH) göstermektedir.

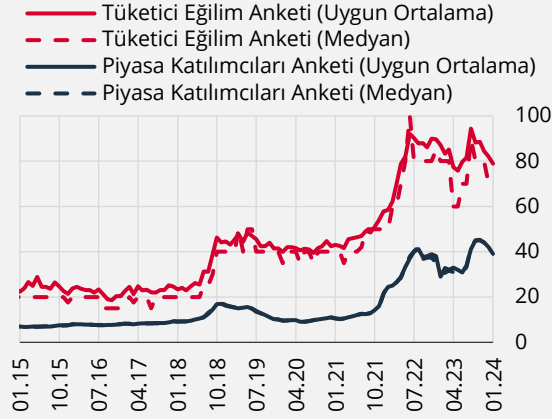
Bu kutuda TÜİK ve TCMB tarafından ortaklaşa yürütülen Tüketici Eğilim Anketi mikro verileri kullanılarak Türkiye'deki tüketici enflasyon beklentileri analiz edilmektedir. Bu çerçevede, önce katılımcı bazındaki nokta tahminlerin ortalama ve medyan gibi toplulaştırılmış veri istatistiklerine bakılmakta, sonrasında ise bu toplulaştırılmış istatistiklerde gözden kaçan unsurlar mikro veriler ışığında paylaşılmaktadır. Tüketici Eğilim Anketi'nde tüketicilerin enflasyon beklentilerinin seviyesine ilişkin "Gelecek 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının % kaç artacağını/azalacağını bekliyorsunuz? Lütfen tahmini oran veriniz." sorusu yer almaktadır. Grafik 3'te söz konusu soruya verilen cevaplar kullanılarak hesaplanan tüketici enflasyon beklentisinin ortalaması ve medyan değerleri¹, Piyasa Katılımcıları Anketi enflasyon beklentilerinin ilgili değerleri ile karşılaştırılmıştır. İlk göze çarpan husus, diğer ülkelerde de geçerli olduğu üzere, bu istatistikler göz önünde bulundurulduğunda tüketicilerin enflasyon beklentilerinin sistematik olarak piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerinden yüksek olmasıdır. Türkiye'de piyasa katılımcıları ile tüketicilerin enflasyon beklentileri arasındaki fark, enflasyondaki yükselişle birlikte, Ağustos 2018'den sonra artmaktadır.

Enflasyon beklentileri ile enflasyon gerçekleşmeleri karşılaştırıldığında, tüketicilerin enflasyon beklentilerini Piyasa Katılımcıları Anketi'nde yer alan profesyonellerin aksine her zaman gerçekleşmenin üzerinde oluşturduğu görülmektedir (Grafik 4). Tüketici enflasyon beklentilerinin enflasyonun hızlı yükseliş gösterdiği 2018 ve 2021 yıllarının son çeyreklerindeki seyri dikkat çekmektedir. Söz konusu dönemlerde enflasyonun yükselmesiyle tüketicilerin enflasyon beklentilerinin arttığı, enflasyonun düşmesiyle beklentilerin de aşağı yönlü bir seyir izlediği görülmektedir. Ancak son dönemde enflasyondaki yükseliş rağmen Eylül 2023 itibarıyla tüketici

¹ Tüketici Eğilim Anketi'nde ayrıca enflasyon beklentilerine dair niteliksel olarak "Geçen 12 aylık döneme göre, gelecek 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının nasıl değişeceğini bekliyorsunuz?" sorusu da sorulmaktadır. Ankette "Geçen 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının % kaç arttığını/azaldığını düşünüyorsunuz? Lütfen tahmini oran veriniz." sorusu ile algılanan enflasyon oranı da sorulmaktadır. Söz konusu sorulara verilebilecek en yüksek cevap seviyesi 2023 yılı ocak ayından itibaren 200'den 300'e çıkarılmıştır. Bu değişikliğin eğilimlere etkisini sınırlamak için 200 ve üzeri verilen cevaplar 200 olarak kabul edilmiştir. Anketteki tutarsız cevaplar mikro verilerden dışlanarak analizler yapılmıştır. Son olarak kalan cevaplar sağdan ve soldan yüzde 2,5 seviyesinde budanmıştır.

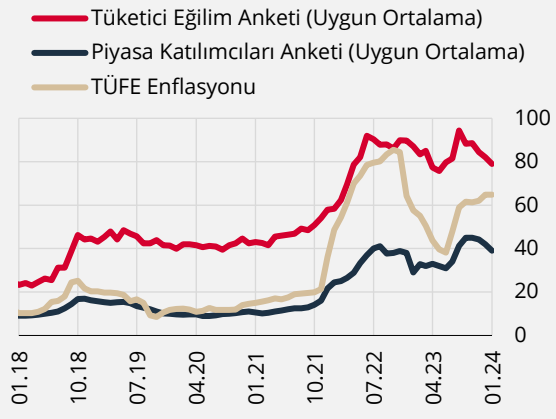
enflasyon beklentilerinin hem ortalama hem medyan değerleri düşmektedir. Ayrıca kasım ayı itibarıyla da piyasa katılımcıları beklentilerindeki düşüş tüketici beklentilerine eşlik etmeye başlamıştır. Tüketici beklentisinin ortalama ve medyan değerleri, olumlu düşüğe rağmen, piyasa katılımcıları beklentileri ve Enflasyon Raporu tahminleri ile kıyaslandığında yüksek değerlerini sürdürmektedir.

Grafik 3: Tüketici Eğilim Anketi ve Piyasa Katılımcıları Anketi 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

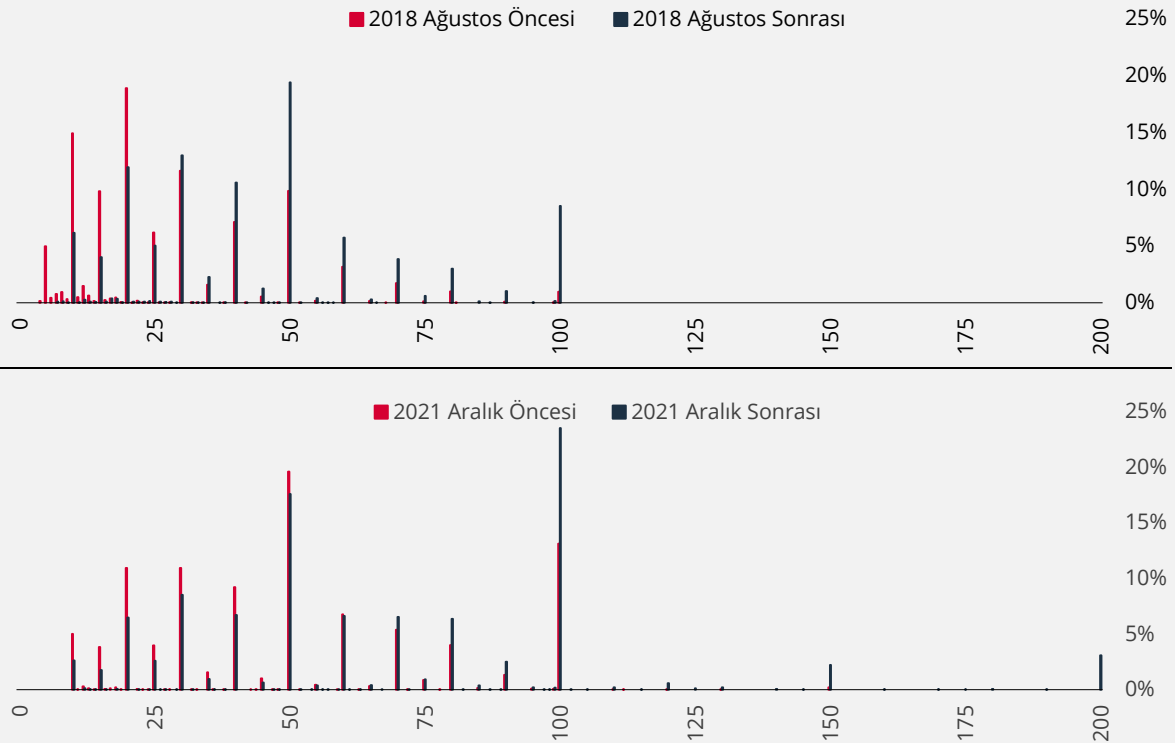
Grafik 4: 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri (Tüketici Eğilim Anketi ve Piyasa Katılımcıları Anketi) ve TÜFE Enflasyonu (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Tüketici enflasyon beklentilerinin ortalama ve medyan değerleri, enflasyonda yüksek artışların görüldüğü Ağustos 2018, Aralık 2021 ve Temmuz 2023 dönemlerinde belirgin bir şekilde yükselmektedir. Söz konusu göstergelerdeki hareketleri daha iyi anlamak amacıyla mikro veriler kullanılarak tüketici enflasyon beklentilerinin dağılımındaki değişim Ağustos 2018 ve Aralık 2021 için Grafik 5'te, Temmuz 2023 için ise Grafik 6'da gösterilmektedir. Enflasyonda artış görülmesiyle tüketiciler enflasyon beklentilerini yukarı yönlü güncellemekte ve dağılım sağa kaymaktadır.

Grafik 5: Tüketici Eğilim Anketi Enflasyon Beklentileri Dağılımındaki Farklılaşma*

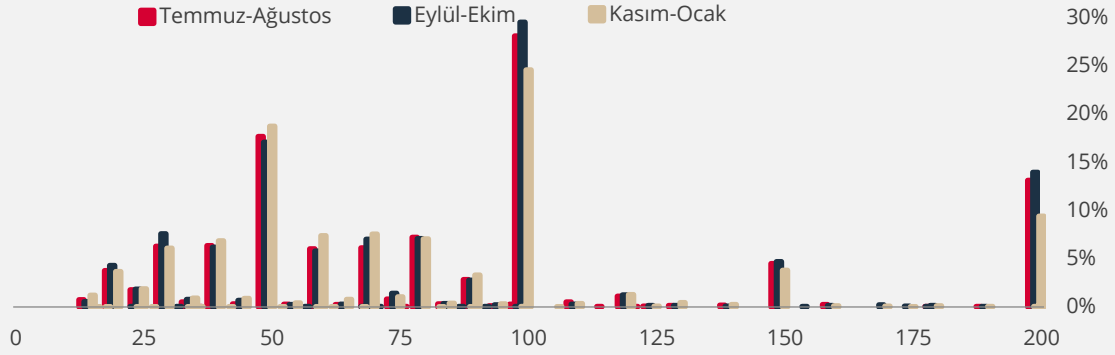


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Öncesi ve sonrası dönemlere ilişkin dağılımlar, ilgili dönemlerin 6 ay öncesi ve sonrasını içeren tüm aylardaki veriler kullanılarak oluşturulmuştur.

Burada hem daha yakın bir dönem olması hem de son dönemde para politikasındaki sıkılaştırmanın gecikmeli ve birikimli etkilerini anlayabilmek adına 2023 yılı Temmuz dönemine özel bir vurgu yapmak yerinde olacaktır. Bu açıdan beklenti dağılımları Grafik 6'da 2023 Temmuz-2024 Ocak arası temmuz-ağustos, eylül-ekim ve kasım-ocak ayları için üç dönemde irdelenmiştir. 2023 yılı temmuz ayı kurdaki hareketlenmenin yanı sıra para politikası etki alanı dışında olan asgari ücret ve vergi artışları ile yönetilen yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin yoğun olduğu bir ay olmuştur (Enflasyon Raporu 2023-III, Mercek Altı 2.2). Enflasyon gerçekleşmelerinin de arttığı temmuz-ağustos ve eylül-ekim dönemlerinde tüketici beklenti dağılımında da bozulma gözlenmiş, dağılım daha yüksek enflasyon beklentilerini işaret eder şekilde sağa kaymıştır. Ancak para politikasındaki sıkılaştırmanın gecikmeli ve birikimli etkilerinin belirginleşmesi ile birlikte 2023 yılı kasım ayı sonrasında dağılım bu sefer daha düşük enflasyon beklentilerini işaret eder şekilde sola kaymıştır. Bu durum Grafik 3'te toplulaştırılmış verilerde de kendini göstermektedir; eylül itibarıyla tüketici beklentilerinin ortalama ve medyan değerlerinde düşüş gözlenmiştir.

Grafik 6: 2023 Yılı İkinci Yarısında Tüketici Eğilim Anketi Enflasyon Beklentileri Dağılımındaki Farklılaşma* (%)

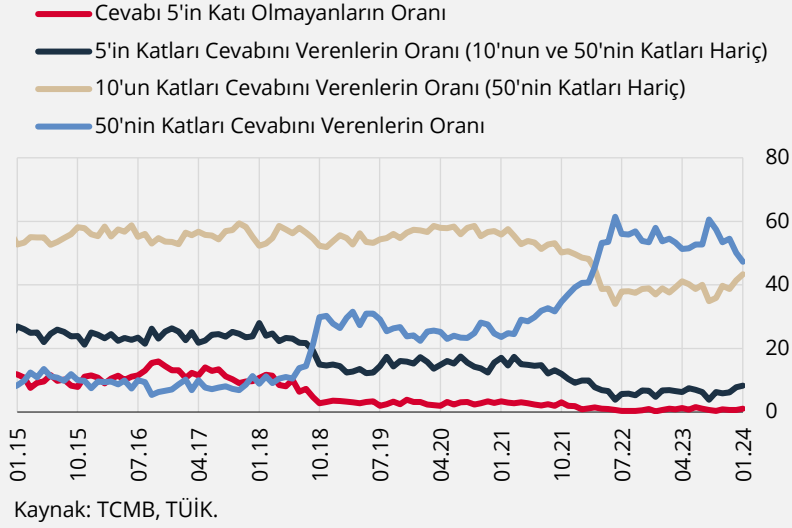


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Tüketicilerin enflasyon beklentilerini ifade ederken kullandıkları sayıların detaylı incelenmesi toplulaştırılmış istatistiklerin güvenilirliğine ve enflasyon belirsizlik algısına dair önemli sonuçlar sunmaktadır. Tüketici Eğilim Anketi katılımcılarının verdiği cevaplar incelendiğinde beklentilerin belirli sayılarda yoğunlaştığı görülmektedir. Örneğin, 2021 yılının başında katılımcıların yüzde 25'i enflasyon beklentisi için yüzde 50 ve katlarını tahmin ederken bu oran 2022 yılında yüzde 60 düzeyine yükselmiştir. Tüketicilerin enflasyon beklentilerini belirlerken 5, 10, 50 ve katları olarak ifade edilen yuvarlanmış değerleri diğer sayılara göre daha sık kullandığı görülmektedir. Emin olmadıkları tahminlerini ifade etmek için anketi cevaplayanlar kesinlikten uzak ve yakınındaki diğer sayıları da kapsayabilecek yaklaşık bir sayı verme eğilimindedirler. Söz konusu davranış semantik literatüründe belirsizlik ortamında "yuvarlama etkisi" olarak adlandırılmış ve Krifka (2002) bu davranışı yuvarlak sayılar yuvarlak tahminleri ima eder tabiriyle ortaya koymuştur. Ayrıca Binder (2017) anket cevaplarında yuvarlama yapan tüketicilerin oranını kullanarak bir 'beklenti belirsizlik endeksi' oluşturmuş ve bu endeksin diğer makroekonomik belirsizlik endeksleriyle paralel hareket ettiğini ortaya koymuştur.

Grafik 7'de belirtilen Tüketici Eğilim Anketi'nde 5, 10, 50 ve katları cevap veren katılımcıların oranı, Türkiye'de 2018 yılı itibarıyla enflasyondaki artışın beklentileri etkileyerek belirsizliği de artırdığını göstermektedir. Belirsizliğe ek olarak, katılımcıların tahminlerini büyük değerlerin katları ile belirlemesi enflasyon beklentilerinin ortalama ve medyan değerlerinin bilgi değerini azaltmaktadır. İlk olarak genelde 5 ve katları olarak belirtilen beklentiler 2018 itibarıyla önce daha sık olarak 10 ve katları üzerinden belirtilmeye, 2021 yılı sonunda ise daha çok 50'nin katları olarak belirtilmeye başlanmıştır. Bu eğilim, Binder (2017) çalışmasına benzer şekilde, enflasyon seviyesindeki yükseliş ve belirsizliklerin artmasına paralel olarak büyük değerlerin katları ile cevap verme eğiliminin yükseldiğini göstermektedir. Ayrıca Temmuz 2023 sonrası döneme bakıldığında da, Grafik 3 ve 6'da bahsedilen son dönemdeki beklenti iyileşmesine paralel bir şekilde, enflasyon beklentilerinin Eylül 2023 itibarıyla tekrar daha düşük değerlerin katları üzerinden verilmeye başlandığı görülmektedir.

Grafik 7: 5, 10 ve 50'nin Katları Şeklinde Enflasyon Beklentisi Veren Tüketicilerin Oranı (%)



Son dönemde tüketici enflasyonunda görülen artışa rağmen, 2023 yılı haziran ayından bu yana uygulanan parasal sıkılaştırmanın etkisiyle katılımcıların hem enflasyon beklentilerinin düzeyinde hem de büyük değerlerin katları ile cevap verme eğiliminde, eylül itibarıyla belirginleşmek üzere, aşağı yönlü bir seyir gözlenmeye başlamıştır. Bu gelişmeye rağmen henüz tüketici beklentilerinin düzeyi ve belirsizlik göstergeleri istenilen düzeylere gelmemiştir. TCMB, iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini mikro veriler üzerinden yakından takip etmeye devam edecektir.

Kaynakça

- Arioli, R., Bates C., Dieden C. H., Duca I., Friz R., Gayer C., Kenny G., Meyler A. ve Pavlova I. (2017). "EU Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations: An Evaluation". European Central Bank Occasional Paper 186.
- Binder, C. C. (2017). "Measuring uncertainty based on rounding: New Method and Application to Inflation Expectations". Journal of Monetary Economics, vol. 90(C), pages 1-12.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y. ve Kamdar, R. (2018). "The Formation of Expectations, Inflation, and the Phillips Curve". Journal of Economic Literature, 56(4): 1447-91
- De Fiore, F., Goel T., Igan D. ve Moessner, R. (2022). "Rising Household Inflation Expectations: What are the Communication Challenges for Central Banks?". BIS Bulletin No.55.
- D'Acunto, F., Malmendier, U., Ospina, J. ve Weber, M. (2019). "Salient Price Changes, Inflation Expectations, and Household Behavior". SSRN Electronic Journal.
- ECB, 2023, European Central Bank – Consumer Expectations Survey https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/consumer_exp_survey/html/index.en.
- Ehrmann, M., Pfajfar, D., Santoro E. (2015). "Consumers' Attitudes and Their Inflation Expectations". FEDS Working Paper No. 2015-015.
- Enflasyon Raporu 2023-III, Mercek Altı 2.2, Vergi ve Yönetilen Fiyat Ayarlamalarının Enflasyona Etkileri.
- Krifka, M. (2002). "Be brief and be vague! And How Bidirectional Optimality Theory Allows for Verbosity and Precision. Sounds and Systems: Studies in Structure and Change". Mouton De Gruyter, Berlin, 439-458.
- Meeks, R., Monti, F., (2023). "Heterogeneous beliefs and the Phillips curve". Journal of Monetary Economics, vol. 139(C), pages 41-54.

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