

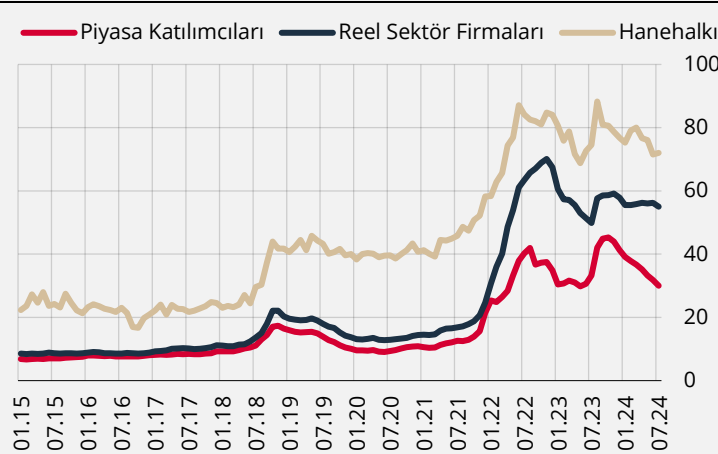
Kutu 3.1

Sektörel Enflasyon Beklentilerinin Belirleyicileri

Enflasyon beklentileri, ekonomik birimlerin gelecekteki fiyat artışlarına ilişkin tahminlerini yansıtarak karar alma süreçlerinde kritik bir rol oynamaktadır. Bu nedenle, merkez bankalarının politika kararları ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliği açısından enflasyon beklentileri büyük önem taşımaktadır. Farklı ekonomik birimlerin (firma, tüketici/hanehalkı, piyasa katılımcıları) beklentileri ekonomide farklı kanallar üzerinden etkili olmaktadır. Firmalar, enflasyon beklentileri doğrultusunda fiyatlama, ücret belirleme, stok tutma ve yatırım stratejilerini oluştururlar. Bu çerçevede fiyat belirleme gücüne de sahip olmaları nedeniyle firmaların enflasyon beklentileri, enflasyonun gelecekteki seyri açısından büyük önem arz etmektedir. Para politikası için önem arz eden bir diğer beklenti ise tüketicilerin enflasyon beklentileridir. İşgücüne katılım, portföy tercihleri ve tüketim-tasarruf kararları üzerinde önemli olan tüketici beklentileri de yakından takip edilmektedir. Örneğin, tüketicilerin enflasyon beklentilerinin yüksek olması talebin öne çekilmesi yoluyla ekonomideki toplam talep düzeyi üzerinden doğrudan enflasyonist bir etki yapabilmektedir. Son olarak, piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri ise özellikle finans alanında karar alıcı uzmanların tahminlerini yansıttığı için finansal piyasalardaki fiyatlamalar üzerinde belirleyici olabilmektedir.

TCMB, farklı ekonomik birimlerin gelecek 12 aya ilişkin enflasyon beklentilerini, yürütmekte olduğu Piyasa Katılımcıları Anketi (PKA) ve İktisadi Yönelim Anketi (İYA) ile TÜİK iş birliğiyle yürüttüğü Tüketici Eğilim Anketi (TEA) aracılığıyla derlemiştir. Bu kapsamda 2024 yılı haziran ayında, halihazırda yayımlanmakta olduğu piyasa katılımcıları enflasyon beklentilerine ek olarak reel sektör ve hanehalkı enflasyon beklentilerini Sektörel Enflasyon Beklentileri yayını altında birleştirerek kamuoyu ile paylaşmaya başlamıştır. Sektörel beklentilerin karşılaştırıldığı Grafik 1'de enflasyonun düşük olduğu dönemlerde dahi hanehalkı beklentilerinin firma ve piyasa katılımcılarına göre yüksek bir seyir izlediği görülmektedir. Firmaların beklentileri hanehalkına göre daha ılımlı ve piyasa katılımcılarıyla yakın seviyelerde seyrederken, 2022 sonrasında piyasa katılımcılarının beklentilerinin belirgin üzerinde gerçekleşmiştir. 2018 ve 2021 yıllarında yaşanan döviz kuru artışları ve sonrası enflasyonun yüksek seyri tüm sektörlerin beklentilerinde bozulmaya yol açmıştır. Diğer yandan, 2023 yılı haziran ayında başlayan parasal sıkılaştırma süreci ile birlikte, önceki dönemlerden farklı olarak, enflasyondaki yükselişe rağmen beklentiler kademeli gerilemeye başlamıştır. Söz konusu farklılaşmada, para politikasındaki sıkı duruşun yanı sıra bu duruşun enflasyonda belirgin ve kalıcı düşüş sağlanana kadar sürdürüleceği yönündeki sözlü yönlendirmeler de etkili olmuştur. Beklenenden daha düşük gelen haziran ayı enflasyon verisinin açıklanması sonrası, temmuz ayında 12 ay sonrası enflasyon beklentileri piyasa katılımcılarında yüzde 30'a, reel sektörde yüzde 55'e gerilemiştir. Tüketicilerin beklentileri ise temmuz ayında sınırlı bir artış göstererek yüzde 72 olmuştur. Bu çerçevede, farklı sektörlerin enflasyon beklentilerindeki ayrışmaların nedenlerini anlamak amacıyla bu kutuda ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerindeki güncellemelerin temel makroekonomik değişkenlere hassasiyeti incelenmiştir.

Grafik 1: 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

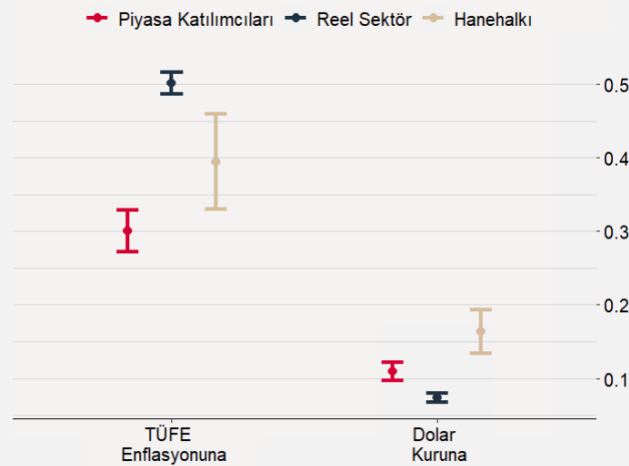
Gülşen ve Kara (2021), enflasyon gerçekleşmeleri ve döviz kuru değişimlerinin piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri üzerinde etkili olduğunu bulmuştur. Bu çerçevede, sektörel enflasyon beklentilerinin enflasyon ve kur gibi temel makroekonomik değişkenlere hassasiyetini ölçmek amacıyla söz konusu üç ankete (PKA, İYA ve TEA) ait mikro veriler panel veri formatında kullanılarak ekonometrik analizler yapılmıştır. Panellere ait yatay kesit birimi PKA'da piyasa katılımcısı, İYA'da ise firma bazındadır. TEA sabit bir tüketici grubuna uygulanmadığı için, bu veride *pseudo-panel* yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemde tüketiciler, cinsiyet, yaş, gelir ve eğitim durumlarına göre gruplanmış ve yatay kesit birimi bu gruplar üzerinden oluşturulmuştur. Söz konusu grubun enflasyon beklentisi ise bu grup içerisindeki tüketicilerin beklentilerinin ortalaması alınarak elde edilmiştir. Tüm sektörlerde, verinin zaman boyutu 2015 yılı ocak ayından 2024 yılı temmuz ayına kadar olan örneklemi kapsamaktadır.

Beklenti değişiminin makroekonomik değişkenlere hassasiyetini ölçmek amacıyla her bir anketten elde edilen 12 ay sonrası yıllık tüketici enflasyonu beklentisi kullanılarak aşağıdaki *Model 1* tahmin edilmiştir. Modelde $\Delta\pi_{i,t|t+12}^{beklenti}$ ilgili anketteki i katılımcısının t ayındaki 12 ay sonrası yıllık TÜFE enflasyonu beklentisindeki değişimi (güncellemeyi) göstermektedir. Açıklayıcı değişken olarak aylık TÜFE enflasyonunun 1 ay gecikmeli değeri ($\Delta\pi_{t-1}^{TÜFE}$) ve aylık dolar kuru değişimi ($\Delta Dolar/TL_t$) kullanılmıştır. Modele, gözlenemeyen anket katılımcılarına özgü sabit etkileri (μ_i) kontrol etmek amacıyla PKA ve İYA için katılımcı sabit etkileri, TEA için grup sabit etkileri eklenmiştir. Aylık enflasyon gerçekleşmesine ve dolar kuru değişimine hassasiyeti gösteren β_1 ve β_2 katsayıları farklı sektörler için yüzde 90 güven aralığıyla Grafik 2'de gösterilmiştir.

$$\Delta\pi_{i,t|t+12}^{beklenti} = \beta_0 + \beta_1\Delta\pi_{t-1}^{TÜFE} + \beta_2\Delta Dolar/TL_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 1})$$

Piyasa katılımcıları, firmalar ve tüketiciler için tahmin edilen 6 farklı katsayının tamamı istatistiksel olarak yüzde 90 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Sonuçlar, üç farklı grubun da 12 ay sonrası beklentilerini oluştururken gerçekleşen enflasyona karşı hassas olduklarını göstermektedir. Sektörel olarak karşılaştırıldığında, aylık enflasyon gerçekleşmesine hassasiyetin en yüksek firmalarda, döviz kuruna olan hassasiyetin ise en yüksek tüketicilerde olduğu görülmektedir. Profesyonellerin her iki makroekonomik değişkene olan duyarlılığı ise diğer sektörlerle kıyasla daha sınırlı kalmaktadır. Bu durum, tüketicilerin beklenti oluşumunda günlük olarak gözlemledikleri döviz kurunu karşı daha duyarlı olduklarını göstermektedir.

Grafik 2: Beklentilerin Makroekonomik Değişkenlere Hassasiyeti (Model 1 Sonuçları*)



Kaynak: TCMB.

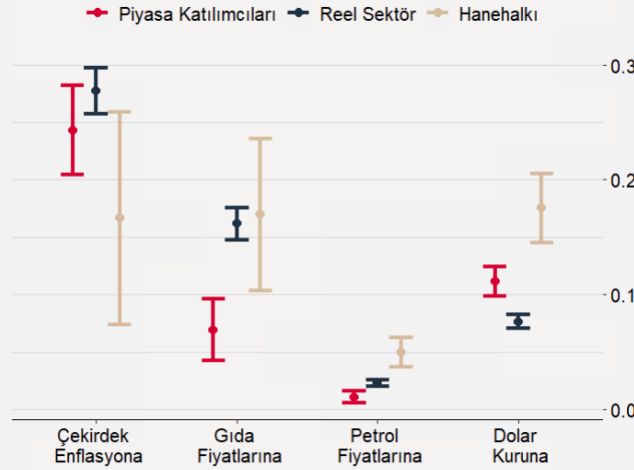
* Her bir sektör için barların orta noktası tahmin edilen katsayıyı, barların uzunluğu ise yüzde 90 güven aralığını göstermektedir.

D'Acunto vd. (2019) çalışması, tüketici beklentilerinin günlük hayatta sıklıkla gözlemlenen market ürünleri, akaryakıt gibi ürünlere daha duyarlı olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde, Angelico ve Di Giacomo (2019), tüketicilerin enflasyon beklentilerinin belirlenmesinde geçmiş alışveriş deneyimlerinin etkili olduğunu belirtmektedir. Bu çalışmalardan hareketle, beklentilerin farklı fiyat gelişmelerine hassasiyetini daha detaylı bir şekilde ölçmek için *Model 2* tahmin edilmiştir. Bu modelde *Model 1*'e kıyasla aylık TÜFE enflasyonu yerine C endeksi aylık değişimi ($\Delta\pi_{t-1}^C$), aylık gıda enflasyonu ($\Delta\pi_{t-1}^{Gıda}$) ve aylık ABD doları cinsinden Brent petrol¹ fiyatı değişimi ($\Delta Brent_{t-1}$) eklenmiştir. *Model 2* katsayılarının tahmin sonuçları Grafik 3'te sunulmaktadır.

$$\Delta\pi_{i,t|t+12}^{beklenti} = \alpha_0 + \alpha_1\Delta\pi_{t-1}^C + \alpha_2\Delta\pi_{t-1}^{Gıda} + \alpha_3\Delta Brent_{t-1} + \alpha_4\Delta Dolar/TL_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 2})$$

Sonuçlar incelendiğinde, piyasa katılımcıları ve firmaların enflasyon beklentilerini oluştururken çekirdek enflasyona, tüketicilere göre daha fazla önem attıkları görülmektedir. Tüketicilerde ise çekirdek enflasyona hassasiyetin pozitif ve anlamlı olmakla birlikte oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Öte yandan, gıda enflasyonu, Brent petrol ve dolar kurunun tüketicilerin tahmin güncellemeleri üzerinde daha etkili olduğu, profesyonellerin tahminleri üzerinde ise etkisinin sınırlı olduğu anlaşılmaktadır.

Grafik 3: Beklentilerin Makroekonomik Değişkenlere Hassasiyeti (Model 2 Sonuçları*)



Kaynak: TCMB.

* Her bir sektör için barların orta noktası tahmin edilen katsayıyı, barların uzunluğu ise yüzde 90 güven aralığını göstermektedir.

Piyasa katılımcıları ve firmaların beklenti güncellemelerinde geçmişe endeksleme davranışının daha çok enflasyon ana eğilimini yansıtan çekirdek enflasyon üzerinden gerçekleştiği değerlendirilmektedir. Diğer yandan, tüketiciler, beklentilerini çekirdek enflasyona görece daha az; gıda ve Brent petrol fiyatı ile dolar kuru gelişmelerine ise görece daha fazla bakarak oluşturmaktadır. Bu durum tüketicilerin beklenti oluşumunda gıda ürünleri ve Brent petrolden etkilenen akaryakıt gibi sık tüketilen ürünlere ve fiyatı günlük takip edilebilen döviz kurunun önemine dikkat çekmektedir. Ayrıca, tüketici enflasyon beklentilerinin oynaklığı yüksek ve görece para politikası etki alanının dışında kalan gıda ve akaryakıt fiyatlarına hassasiyetinin yüksek olması beklenti kanalı üzerinden parasal aktarımın zayıflamasına neden olmaktadır.

¹ Türk lirası cinsinden akaryakıt fiyatları ve döviz kuru arasındaki güçlü ilişkiden dolayı akaryakıt fiyatlarının etkisini yakalamak amacıyla modele Brent petrol fiyatları eklenmiştir.

Sonuç olarak, tüm sektörlerde enflasyon beklentilerinin belirlenmesinde makroekonomik değişkenlerdeki gerçekleştirmelere endeksleme davranışının etkili olduğu görülmektedir. Piyasa katılımcıları ve firmalarda bu davranış büyük oranda çekirdek enflasyon üzerinden gerçekleşirken, tüketicilerde ise daha çok gıda, enerji fiyatları ve döviz kuru gelişmeleri üzerinden oluşmaktadır. Beklenti oluşumunda geçmiş makroekonomik değişkenlere hassasiyetin azalıp, ileriye dönük bir yaklaşımla Merkez Bankası tahminlerinin daha çok dikkate alınması dezenflasyon sürecinin maliyetleri üzerinde etkili olacaktır. Ayrıca, önümüzdeki dönemde yıllık enflasyondaki gerilemenin ve döviz kurunda görülen istikrarın tüm iktisadi birimlere ait enflasyon beklentilerini olumlu etkilemesi beklenmektedir. Yakından takip edilen enflasyon beklentilerinin seyri önümüzdeki dönemde para politikası görünümü açısından belirleyici olacaktır.

Kaynakça

Angelico, C., & Di Giacomo, F. (2019) Heterogeneity in Inflation Expectations and Personal Experience. SSRN Electronic Journal

D'Acunto, F., Malmendier, U., Ospina, J., & Weber, M. (2019) Salient Price Changes, Inflation Expectations, and Household Behavior. SSRN Electronic Journal

Gülsen, E., & Kara, H., 2021, Policy Performance and the Behavior of Inflation Expectations. International Journal of Central Banking, 17(70).