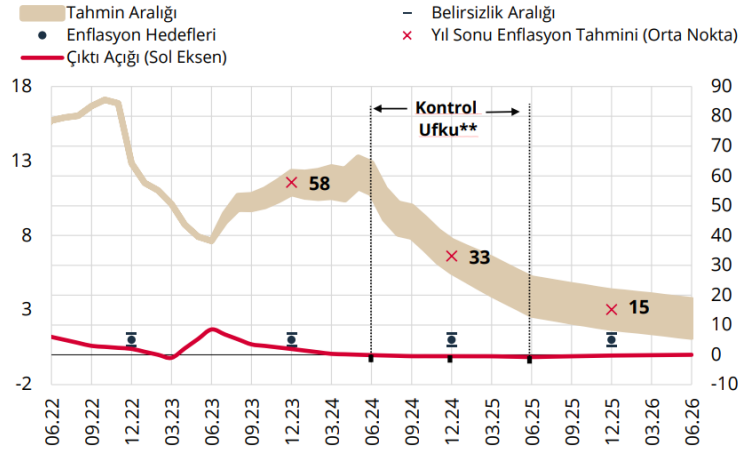


Makro: Enflasyon tahminlerinde yukarı yönlü keskin güncelleme

1. Tahminler

TCMB, ekonomi yönetimindeki tazelenme sonrası yayınlanan ilk enflasyon raporunda son dönemde gerçekçilikten uzak kalan 2023, 2024 ve 2025 yıl sonu enflasyon tahminlerinde yukarı yönlü belirgin bir güncelleme yaptı. 2023 yıl sonu enflasyonu 35,7 puan artışla %22,3'ten %58'e; 2024 yılı sonu enflasyonu 24,2 puan artışla %8,8'den %33'e, 2025 yıl sonu enflasyonu ise 10 puan artışla %5'ten %15'e yükseltildi (Grafik 1).

Grafik 1. TCMB Enflasyon Tahminleri



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

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

Tahmin muhasebesi: Raporda paylaşılan 2023 ve 2024 yılları için tahmin muhasebesine göre, varsayım yapılan değişkenlerin hepsi güncellemelere yukarı yönlü katkı verdi (Tablo 1).

Tablo 1. Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

	2023	2024
2023-II ER Tahmini (%)	22,3	8,8
2023-III ER Tahmini (%)	58,0	33,0
2023-II Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	35,7	24,2
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)		
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları (Döviz Kuru, Petrol ve İthalat Fiyatları Dâhil)	7,5	8,3
Çıktı Açığı	1,3	0,4
Gıda Fiyatları	8,5	6,0
Yönetilen Yönlendirilen Fiyatlar ve Birim İşgücü Maliyeti	7,5	3,6
Tahmin Sapması ve Tahmin Yaklaşımındaki Değişim	10,9	5,9

Kaynak: TCMB.

Her iki yıl için de tahmin güncellemelerindeki en önemli iktisadi gerekçeler: (i) Gıda enflasyonu, (ii) döviz kuru kaynaklı olarak TL cinsi ithalat fiyatlarındaki artış, (iii) vergi, yönetilen fiyat ve ücret artışları olarak öne çıkıyor (Tablo 1).

Tahmin muhasebesine önceki enflasyon raporlarında görmediğimiz yeni bir ifade olarak “tahmin yaklaşımındaki değişim” kalemi eklenmiş. Tahmin sapması ile birlikte ele alınan bu kalem, 2023 ve 2024

yılları tahmin güncellemesine sırasıyla 10,9 ve 5,9 katkı yapmış durumda. TCMB'nin rapordaki kendi anlatımıyla bu değişikliğin temel sebebi, "Bir önceki Enflasyon Raporu döneminde sunulan patikada enflasyon tahminlerinin ara hedef olma özelliğinin öne çıkarılması, mevcut tahminlerde ise TCMB'nin teknik tahminlerinin dikkate alınması olmuştur" şeklinde ifade edilmiş.

Geçmişte büyük ölçüde Kurul'un yargısal değerlendirmelerini yansıtan resmi tahminlerin, modelleme ve öngörü çalışmalarını yürüten ekonomistlerin görüşlerine daha fazla ağırlık verilerek yayınlanmasını iletişim ve tahmin kredibilitesi açısından önemli bir ilerleme olarak değerlendiriyoruz.

2. Varsayımlar

Dış talep: İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi büyümesi varsayımı, 2023 yılı için, geçmiş öngörülerden bir miktar daha olumlu seyreden küresel faaliyete bağlı olarak %1,6'dan %1,7'ye sınırlı güncellenirken, 2024 yılı için %2,4'ten %2,1'e indirildi.

Gıda fiyatları: Küresel fiyatlardaki gerilemeye rağmen yurt içinde piyasa aksaklıklarına bağlı olarak arz yönlü sorunların devam etmesinin yanı sıra döviz kuru ve ücret kaynaklı etkilerle gıda enflasyon varsayımı 2023 yılı için 33,6 puan artışla %61,5'e; 2024 yılı için ise 23,5 puan artışla % 35'e güncellendi.

Emtia fiyatları: Küresel talep koşullarındaki normalleşme ve arz koşullarındaki iyileşmeye bağlı olarak emtia fiyat varsayımlarında sınırlı bir güncelleme yapıldı. Petrol fiyatı tahmini 2023 için 78,1 \$'dan 79,4 \$'a; 2024 yılı içinse 73,6 \$'dan 76,3 \$'a yükseltildi.

Ekonomik aktivite: Geçtiğimiz dönemde raporlardan çıkarılan çıktı açığı tahminleri yeniden paylaşılmaya başlandı.

- Varsayım tablosunda açıkça yer almamış olsa da, 2023 yılı için tahmin muhasebesinde verilen pozitif değer (1,3 puan), beklenenden daha güçlü seyreden talep koşulları nedeniyle bir önceki rapora göre daha enflasyonist bir büyüme görünümü esas alındığına işaret ediyor. Nitekim enflasyon tahmin grafiğinde yılın ikinci çeyreği için çizilen potansiyel-üstü üretim düzeyi, ekonomide "aşırı ısınma" olduğu değerlendirmesini yansıtıyor.
- Bununla birlikte, 2024 yılı muhasebesindeki 0,4 puanlık yukarı yönlü güncelleme, talep koşullarının kısa vadedeki enflasyonist etkisini bertaraf edecek bir para politikası duruşu yerine büyümeden sınırlı ölçüde feragat eden bir politika tercihini yansıtıyor. Üretimin, kontrol ufku içerisinde potansiyel düzeyine kademeli olarak yakınsadığı bir yumuşak iniş senaryosu öngörülüyor. Bu resim, "çıktı açığının kapanması dezenflasyon sürecinin önemli bir bileşeni olacaktır" mesajıyla uyumlu görünmüyor.

Tablo 2. Varsayımlardaki Güncellemeler*

	2023	2024
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,7 (1,6)	2,1 (2,4)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	79,4 (78,1)	76,3 (73,6)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-9,5 (-9,8)	2,4 (0,4)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	61,5 (27,9)	35,0 (11,5)

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

- Potansiyel büyüme tahminlerine yönelik bir iletişim olmasa da, çıktı açığı patikasının ima ettiği büyüme oranlarının 2023 yılı için %4,5, 2024 yılı için %4 civarında olduğunu tahmin ediyoruz.

3. Temel Mesajlar

Rapor’da ve sunumda öne çıkarılan değerlendirmeler ve ana mesajlar başlıklara göre şöyle sıralanabilir:

Küresel ekonomi:

- Küresel büyüme zayıf seyrine devam etmektedir. 2022 yılı ile kıyaslandığında dış talep yıllık bazda yavaşlamaktadır.
- Küresel ekonomik faaliyet, sektörler arasında ayrışmaktadır. Sanayi üretimi zayıf seyrederken, hizmet sektörü gücünü korumaktadır.
- Büyüme oranlarındaki gerileme ve sanayi üretimindeki zayıflık, emtia fiyatları kanalıyla enflasyonu olumlu etkilemektedir.
- Küresel enflasyon gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde düşüş eğilimini sürdürmekle birlikte yüksek seviyelerini korumakta, çekirdek göstergelerdeki katılık ise düşüş eğiliminin önümüzdeki dönemde hız keseceği beklentilerini desteklemektedir.
- Küresel çapta işgücü piyasalarındaki sıkılık ve iç talepteki canlılık nedeniyle hizmet enflasyonlarında gözlenen katılık, çekirdek enflasyonlardaki ve beklentilerdeki düşüşü sınırlamaktadır.
- Çekirdek enflasyon göstergelerindeki gerilemenin sınırlı kalması merkez bankalarının sıkı duruşlarını daha uzun süre koruyacakları beklentisini desteklemektedir.
- Gelişmekte olan ülkelerin faiz artırımlarına gelişmiş ülkelerden daha erken başladıkları ve çekirdek enflasyonu düşürmekte daha başarılı oldukları görülmektedir.

Türkiye ekonomisi:

- İktisadi faaliyet 2023 yılının ilk çeyreğinde deprem kaynaklı etkilere rağmen yurt içi talebin desteğiyle gücünü korumuştur.
- İkinci çeyreğe ilişkin göstergeler iç talebin dış talebe kıyasla daha güçlü seyrini sürdürdüğüne işaret etmektedir.
- 6 Şubat depremlerinin iktisadi faaliyet üzerindeki daraltıcı etkisi büyük ölçüde telafi edilmiştir.
- İç talep ve üretime ilişkin görünüm, toplam talep koşullarının enflasyonist bir düzeyde seyrettiğine işaret etmektedir.
- Enflasyonun ana eğilimi yurt içi talepteki güçlü seyir, ücret ve kur gelişmeleri ile hizmet enflasyonundaki katılık nedeniyle son aylarda tekrar yükselmeye başlamıştır.
- Döviz kurunda gözlenen düzeltme ve mali disipline yönelik tedbirlerin sonucunda enflasyon kısa vadede geçici bir yükseliş gösterecektir.
- Çıktı açığının kapanması dezenflasyon sürecinin önemli bir bileşeni olacaktır.
- Kredi büyümesi son dönemdeki yavaşlamaya rağmen yüksek seyretmektedir.
- Güçlü iç talep tüketim ithalatını da etkilemektedir.
- Cari açık hizmetler dengesindeki güçlü seyre ve enerji ithalatındaki düşüşe rağmen, dış ticaret açığındaki artışın etkisiyle yükselişini sürdürmüştür.

- Haziran ayından itibaren Merkez Bankası uluslararası rezervleri artarken, ülke risk primi ve kur oynaklıkları azalmaktadır.

Para Politikası:

- Para politikasının hedefi fiyat istikrarıdır.
- Fiyat istikrarı, enflasyon kalıcı bir şekilde gerilerken, oynaklığının da azaltılmasını hedeflemektedir.
- Fiyat istikrarı, makro finansal istikrarın olmazsa olmazıdır.
- Enflasyonu kalıcı olarak düşürmek için parasal sıkılaştırma sürecine başlanmıştır.
- Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar, parasal sıkılaştırma gerektiği zamanda ve gerektiği ölçüde kademeli olarak güçlendirilecektir.
- Fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda tüm araçlar kararlılıkla kullanılmaya devam edecektir.
- Faiz artırımının yanı sıra, parasal sıkılaştırma sürecini destekleyecek seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma kararları alınmıştır ve alınmaya devam edecektir.
- Bu süreçte 2024 yılında dezenflasyonun sürdürülebilir şekilde başlamasını sağlayacak zemin dikkatle oluşturulmaktadır.
- Faiz artırım kararları ile miktarsal ve seçici kredi sıkılaştırma kararlarının birikimli olumlu etkilerinin bir kısmı 2023'ün sonunda ve özellikle enflasyonun ana eğiliminde 2024 yılının ikinci çeyreğinde hissedilmeye başlanacaktır.
- Dezenflasyon süreci dönemine girildiğinde, göreceli fiyatlarda geçici düzeltmeler yerini kur istikrarı, iyileşen cari denge, mali disiplin, sermaye akımlarında kalıcı güçlenme ve artan rezervlere bırakacaktır.
- 2025 yılı sonrası istikrar döneminin başlangıcı olarak görülmektedir. Bu dönemde enflasyondaki gerileme hızlanırken, öngörülebilirlik artacaktır.

4. Değerlendirmelerimiz

- Enflasyon raporunun ve politika iletişiminin ana odağının, yeniden enflasyonu merkeze alacak şekilde güncellenmesi TCMB'nin asli görevini sahiplenmesi açısından olumlu bir gelişme.
- Enflasyon dinamiğine ilişkin analizler zenginleştirilirken, kısa dönemli tahminler oldukça gerçekçi bir noktaya gelmiş durumda.
- 2023 yılsonu enflasyon tahmini 28 civarında bir dolar kuru ile uyumlu görünüyor. Dolayısıyla TCMB, yılın kalan döneminde oldukça ılımlı bir değer kaybı öngörüyor. (i) Bunun gerçekleşmesi durumunda Türk lirasının yeniden reel değerlenme eğilimine girecek olması ve 2024 yılı içerisinde bir noktada yeniden uyarılma ihtiyacının artacak olması, (ii) ikinci yarısı için öngörülen %30 civarındaki birikimli enflasyon neticesinde yılsonunda yeniden yüksek ücret artışlarının gündeme gelecek olması, (iii) Ekim ayı itibarıyla yeniden değerlendirme oranının %60 civarına ulaşmasıyla birlikte enflasyon katılığının daha da güçlenecek olması nedeniyle, mevcut politika duruşu altında, 2024 yılsonu tahmini iyimser görünüyor.
- Çıktı açığı tahminlerinin işaret ettiği büyüme yanlısı politika tercihi, 2024 yılsonu enflasyon tahminine ulaşılabilmesi için beklentilerde oldukça güçlü bir iyileşme gerektiriyor. Mevcut sıkılaştırma hızıyla enflasyon beklentilerinin 2024 yılsonu tahminine çapalanması zor görünüyor.

- Son dönemde atılan adımların neticesinde “toplam politika duruşu”nun ne olduğu sorusu önem kazanıyor. Bir taraftan politika faizi arttırılırken, diğer taraftan mevduat faizlerini aynı miktarda aşağı çeken regülasyon değişiklikleri politika sinyalini karmaşıktırıyor. Reeskont kredi limitlerinin arttırılması, ticari kredi çarpanının ilk kademesinin kaldırılması ve KKM’ye zorunlu karşılık getirilmesi gibi çok araçlı bir çerçevede parasal duruşa dair somut gösterge ihtiyacı artıyor.
- Mevcut enflasyon görünümü altında mevduat faizlerinin politika faizine yaklaşması liralasma hedefleri açısından riskler barındırıyor.

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar tarafından hazırlanmıştır.

Ekonmik.arastirmalar@akbank.com

Çağrı Sarıkaya– Baş Ekonomist

Cagri.Sarikaya@akbank.com

Çağlar Yüncüler

Caglar.Yunculer@akbank.com

M. Sibel Yapıcı

Sibel.Yapici@akbank.com

Alp Nasır

Alp.Nasir@akbank.com

YASALUYARI: Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Akbank TAŞ, Ak Yatırım AŞ ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAŞ ve Ak Yatırım AŞ her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Akbank TAŞ ve Ak Yatırım AŞ'nin herhangi bir taahhüdünü içermediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler biziatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanılarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiçbir şekil ve surette Akbank T.A.Ş., Ak Yatırım A.Ş. ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Akbank TAŞ, Ak Yatırım AŞ ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Bu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgiler “yatırım danışmanlığı” hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp, genel yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamındadır; yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kurumların, iş bu hizmeti vermeye yetkili kurum ve kuruluşlarla temasa geçmesi ve bu hizmeti bir sözleşme karşılığında alması SPK mevzuatınca zorunludur. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, genel yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında genel olarak düzenlendiğinden, kişiye özel rapor, yorum ve tavsiyeler içermediğinden mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

