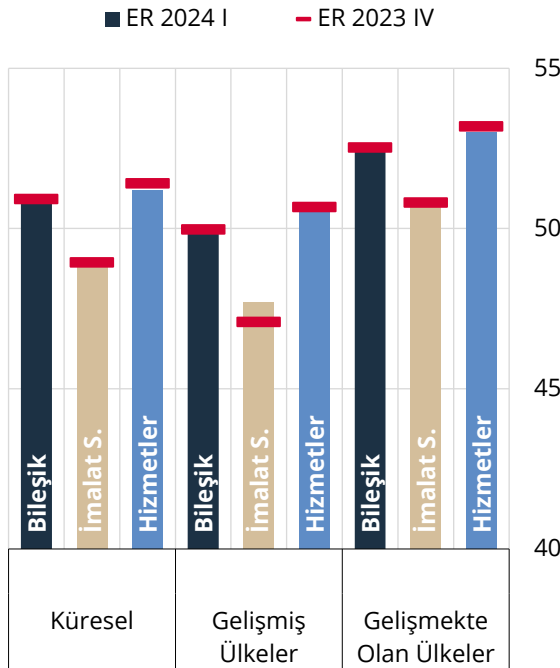


2. Ekonomik Görünüm

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 görünümünden 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 (%)

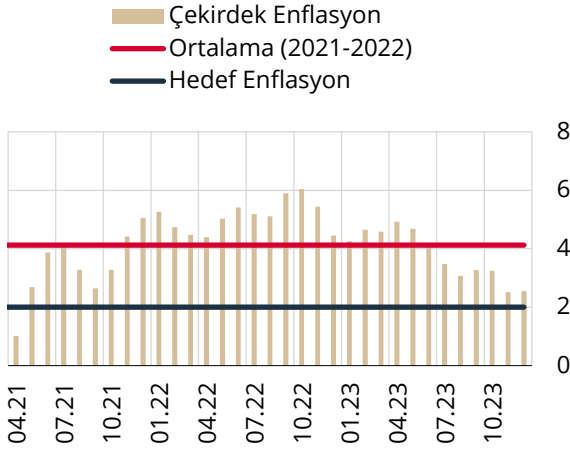
	Ekim 2023	Kasım 2023	Aralık 2023	Ocak 2024	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
Emtia Ana Endeksi	-3,7	-4,2	-4,4	0,9	-7,1	-7,6
Enerji	-4,7	-7,3	-6,7	1,8	-6,3	-12,4
Tarımsal Emtia	-1,2	1,0	-1,7	-3,4	-18,5	-3,1
Endüstriyel Metal	-2,8	1,4	0,5	-0,1	-11,2	1,0
Değerli Metal	-0,7	4,1	2,1	-0,4	10,1	2,7
Enerji 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.

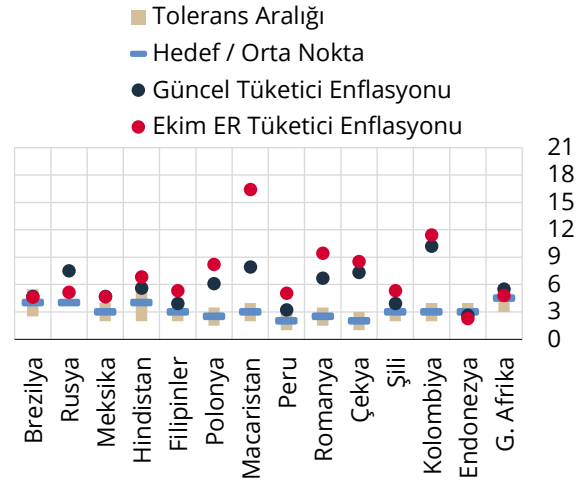
Grafik 2.1.2: Gelişmiş Ülkelerde Çekirdek Enflasyon* (3 Aylık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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

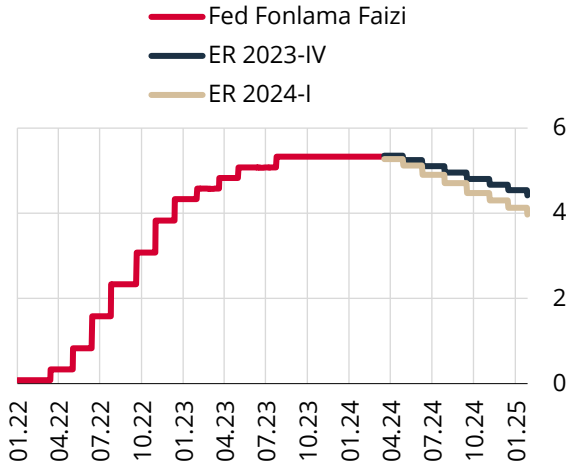
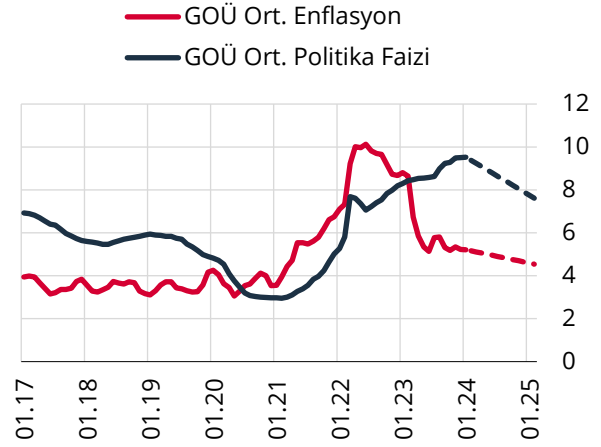
Grafik 2.1.3: Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu (Hedef, Tolerans Aralığı ve Gerçekleşme, %)



Kaynak: Bloomberg.

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

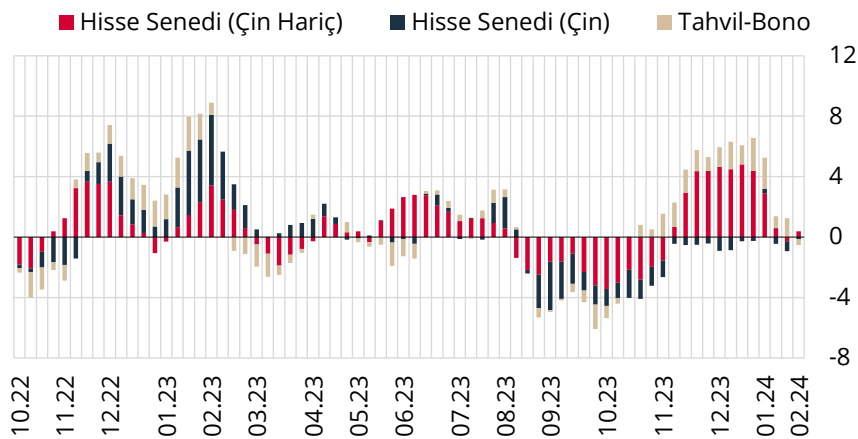
Mevcut Rapor döneminde gelişmiş ülke merkez bankaları ılımlı enflasyon görünümüne bağlı olarak sıkılaştırma süreçlerini büyük ölçüde tamamlamış, bu durum finansal piyasaların faiz indirimlerinin zamanlaması ve hızına odaklanmalarına neden olmuştur. ABD Merkez Bankası (Fed) aralık ayının ardından ocak 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 yinelenmiştir. 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)

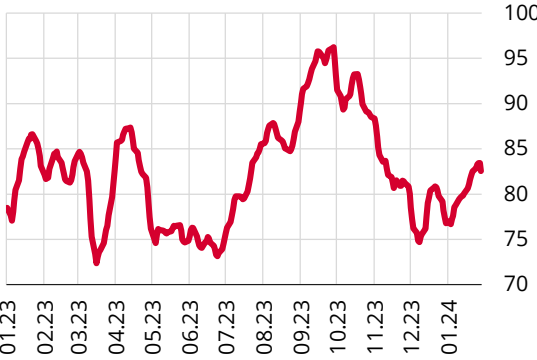
Mercek Altı 2.1

Petrol Fiyatlarında Son Dönem Görünüm

Petrol fiyatları son dönemde ılımlı seyreitse 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).

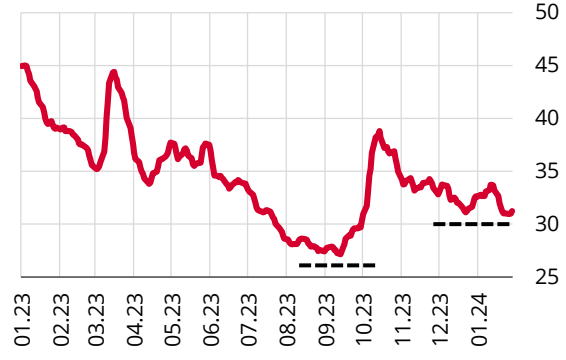
Uluslararası kurum ve kuruluşların tahminleri birbirine yakınsarken vadeli fiyatlar ayrışma göstermektedir (Tablo 1). Bir önceki Rapor'da yer alan "Riskler ve Belirsizlik Aralığı" isimli kutu çalışmasında jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle göstergelerin önümüzdeki dönemde de petrol fiyatında gözlenen 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) *

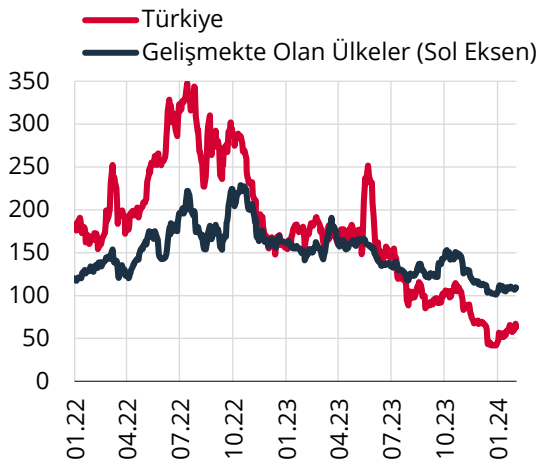
	2024	2025
Consensus	82,5	80,6
EIA	82,5	79,5
Dünya Bankası	81,0	79,0
ECB	80,1	76,5
Vadeli Fiyatlar	79,6	75,4
IMF	79,1	75,3

* 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 başlandığı DİBS piyasasına net portföy girişi ise mevcut Rapor döneminde 1,79 milyar ABD doları olmuştur (Grafik 2.2.2).

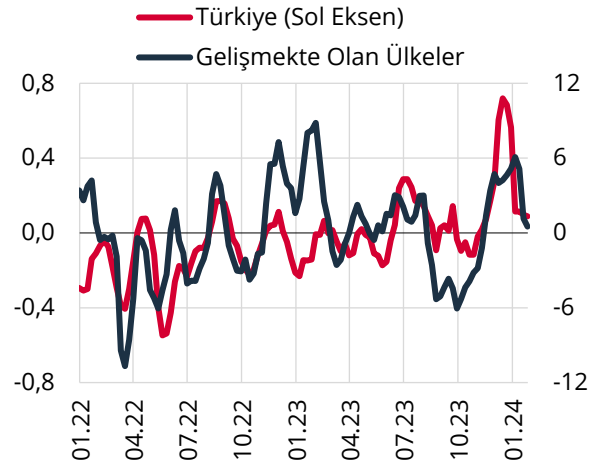
Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke CDS Primleri* (5 Yıl Vadeli, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

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

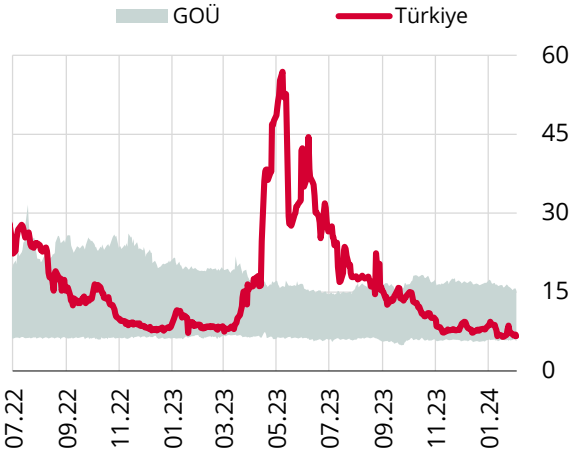
Grafik 2.2.2: Türkiye* ve Gelişmekte Olan Ülke Portföy Hareketleri (4 Haftalık Ortalama, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB, IIF.

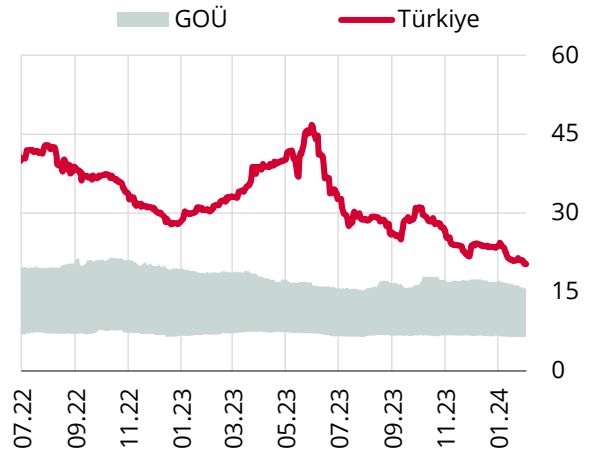
* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisi repo hariçtir.

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.

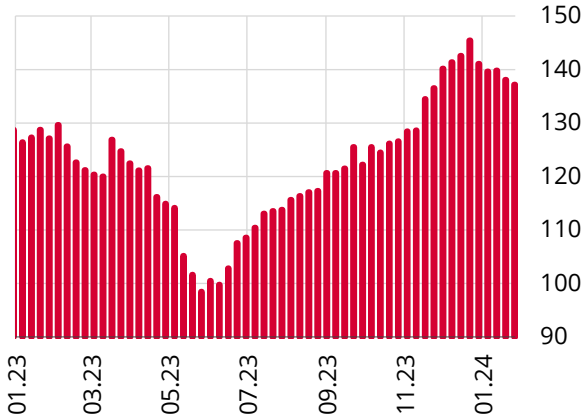
* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan.

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

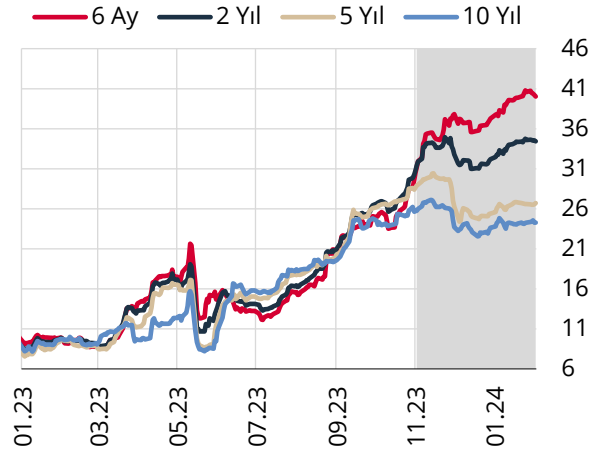
Kaynak: Bloomberg.

* 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 (%)

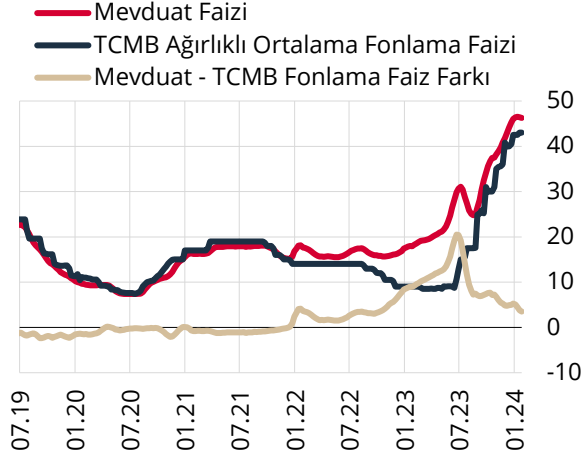
Kaynak: Bloomberg.

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 çıpalamada 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.

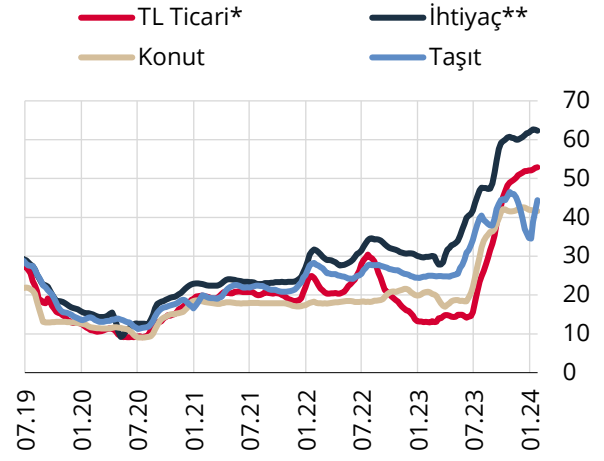
Aynı dönemde ihtiyaç ve konut kredisi faizleri sırasıyla yüzde 60,7 ve yüzde 41,2 düzeyinde yatay seyretmiş, yıl sonu kampanyalarının etkisi ile aralık ayında gerileyen taşıt kredisi faizleri ise 26 Ocak itibarıyla yüzde 44,1 seviyesinde gerçekleşerek bir önceki Rapor dönemi seviyesine yakınsamıştır.

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, %)

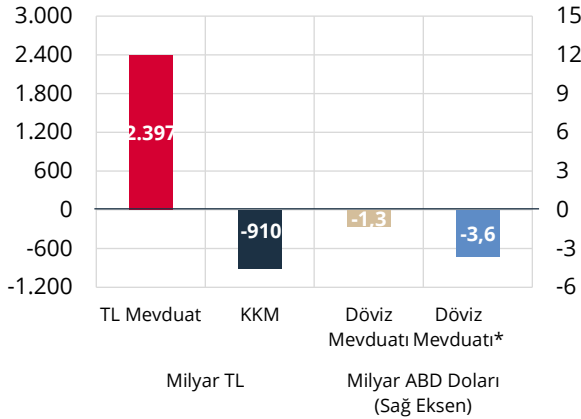


Kaynak: TCMB.

* Kredili mevduat hesapları ve kurumsal kredi kartları hariç.

** Kredili mevduat hesapları hariç.

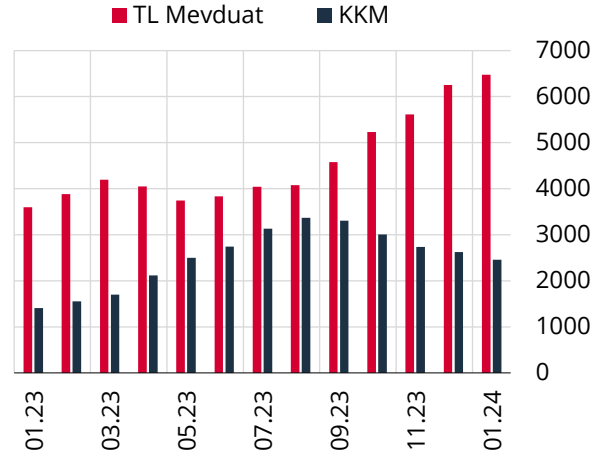
Grafik 2.2.9: Mevduat Değişimi (25 Ağustos-26 Ocak)



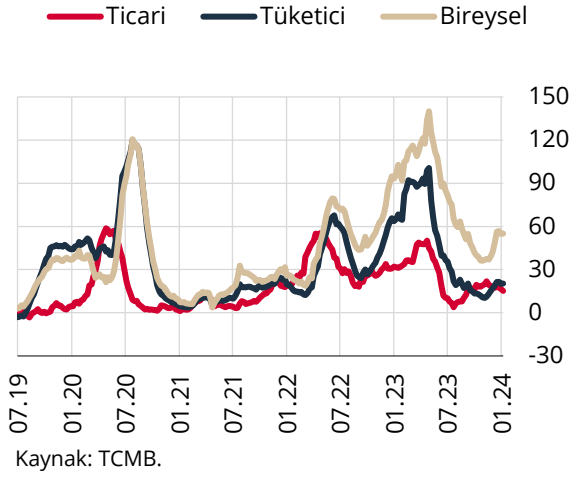
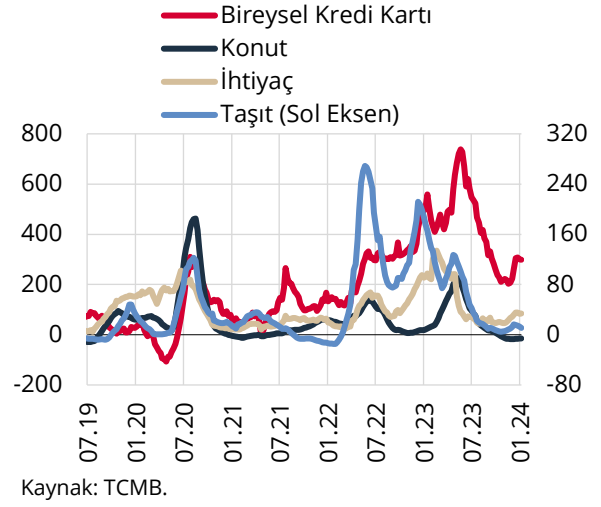
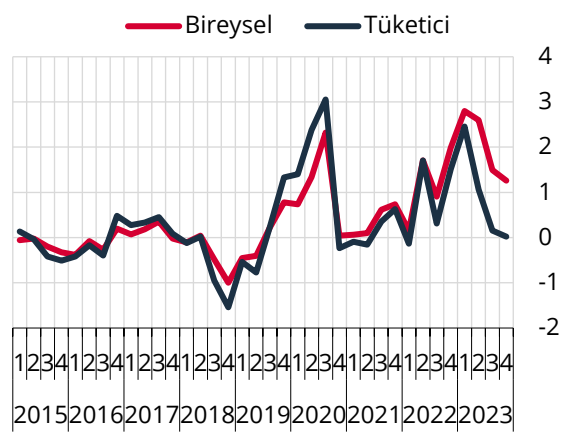
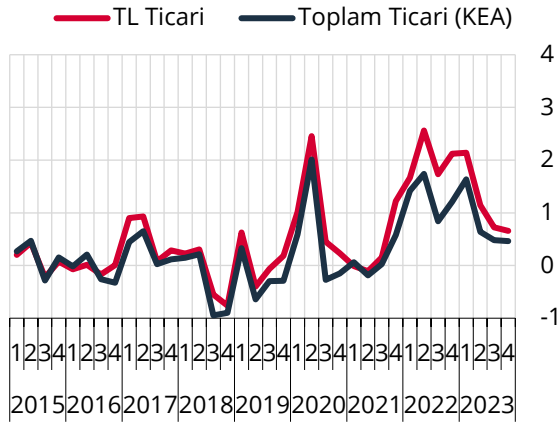
Kaynak: TCMB.

* Parite ve fiyat etkisinden arındırılmış değişimi göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB.

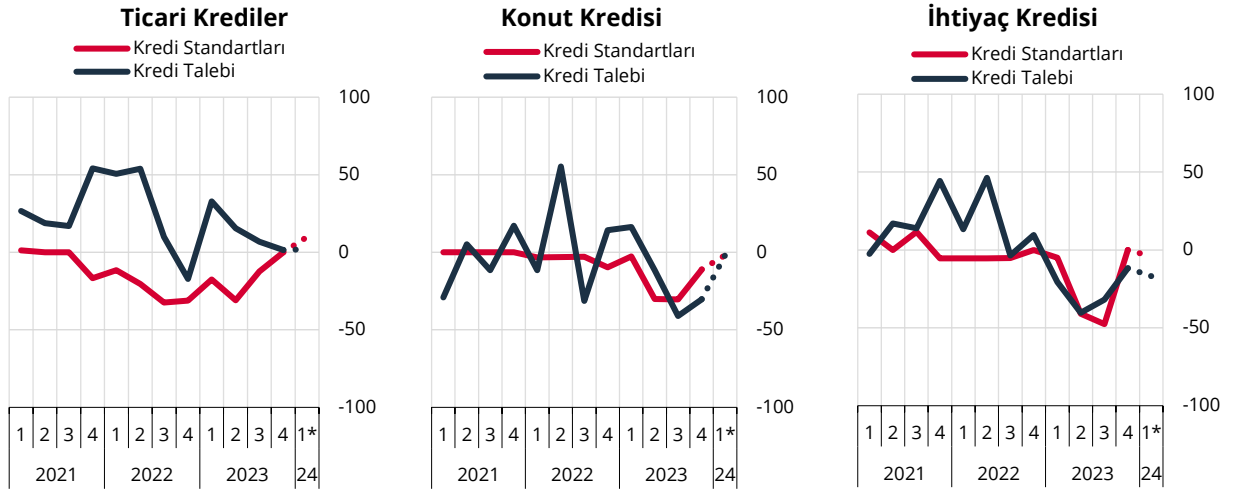
Grafik 2.2.11: Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)**Grafik 2.2.12: Bireysel Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, %)****Grafik 2.2.13: Kredi Değişimleri* (Çeyreklik, Reel, Standart Değer)**

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

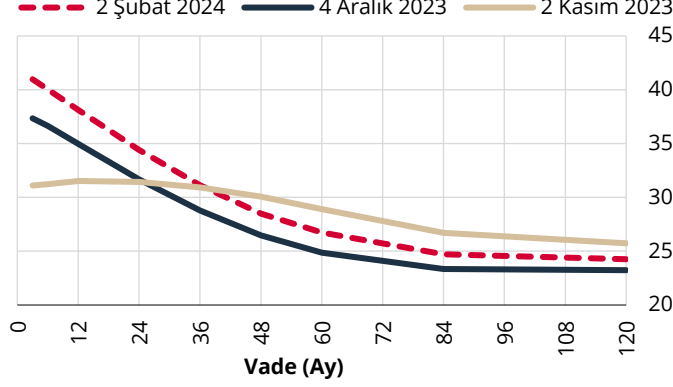
Faizlerin diğer tüm finansal değişkenler ile yakın ilişkisi gereği, getiri eğrileri finansal piyasaların mevcut durumuna ve ekonomiye dair gelecek dönem beklentilerine yönelik bilgiler içermektedir. Kısa vadeli DİBS getirilerinin mevcut para politikası faizleriyle yakından ilişkili olması beklenirken 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 (%)



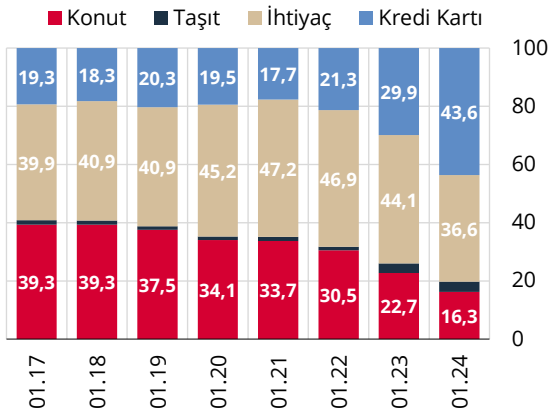
Kaynak: Bloomberg.

Mercek Altı 2.3

Bireysel Kredi Kartı Harcamalarının Ödeme ve Kredilendirme Saiklerinin Ayrıştırılması

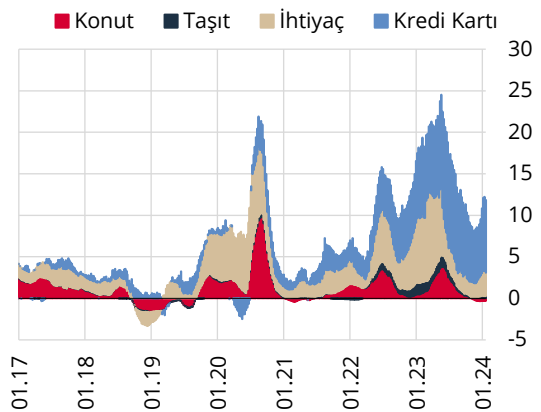
Kredi kartı harcamalarının ödeme ve kredilendirme saiklerinin ayrıştırılarak takip edilmesi hanehalkının tüketim talebindeki gelişmeleri incelemek açısından önem taşımaktadır. Kredi kartının dijitalleşen ekonomide bir ödeme aracı olarak önemi artmaktadır. Diğer taraftan, kredi kartları nakit avans kullanımına ve harcamaların taksitlendirilerek ödenmesine olanak sağlaması nedenleriyle kısa vadeli bir borçlanma aracı olarak da kullanılabilir. Tüketici kredileri ile kredi kartı 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.

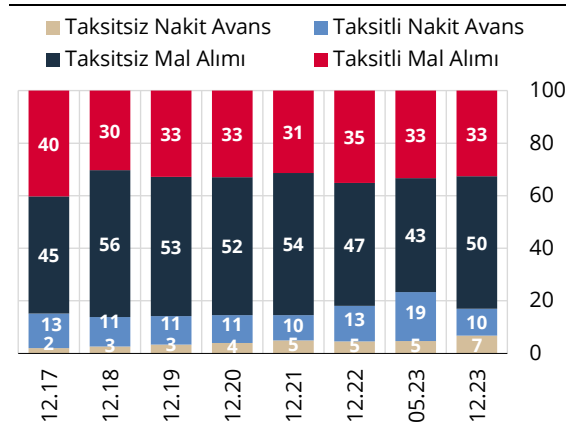
Grafik 2: Bireysel Kredi Büyümesine Katkılar (13 Haftalık Toplam Katkılar, %)



Kaynak: TCMB.

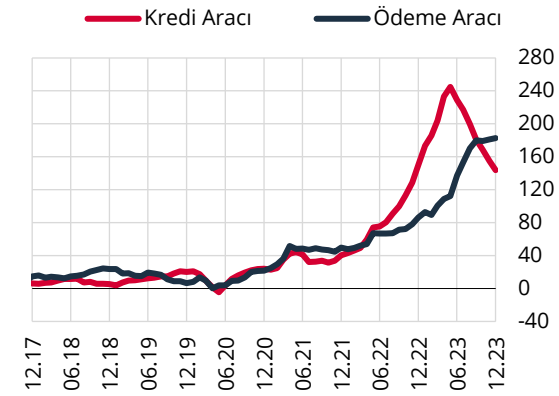
Bireysel kredi kartı bakiyesi taksitli/taksitsiz mal ve hizmet alımı ile taksitli/taksitsiz nakit avans olmak üzere dört kalemin toplamından oluşmaktadır. Taksitli ve taksitsiz nakit avanslarının toplam BKK'daki payı 2017-2021 yılları arasında ortalama yüzde 14,1 iken 2022 yılının ikinci yarısından sonra 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.

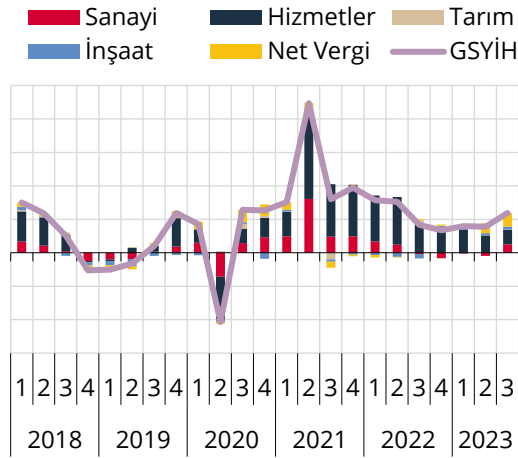
Kredi kartı harcamalarının taksitli ve taksitsiz nakit avans bakiyesi kredi kartının kredilendirme fonksiyonu ile yakından ilişkilidir. Bununla birlikte, taksitli mal ve hizmet alımları da vadelendirme fonksiyonu nedeniyle "kredilendirme" olanağı sunmaktadır. Diğer taraftan, taksitsiz mal ve hizmet alımı 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

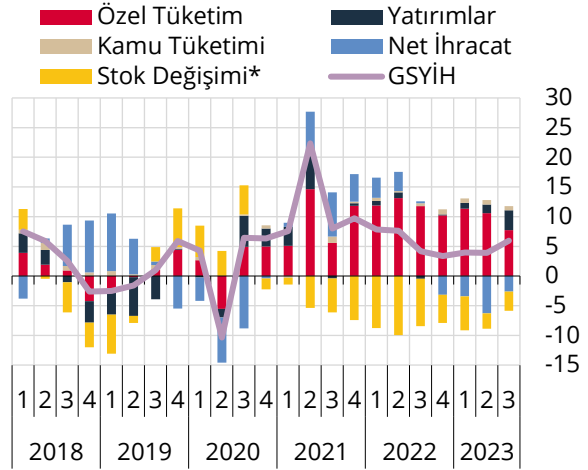
2023 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet çeyreklik bazda sınırlı büyüme sergilemiş ve parasal sıkılaştırmanın yansımalarıyla yurt içi talepteki dengelenmenin başladığına işaret etmiştir. Üçüncü çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), yıllık bazda yüzde 5,9 oranında artarken çeyreklik bazda 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 seyrederken 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)

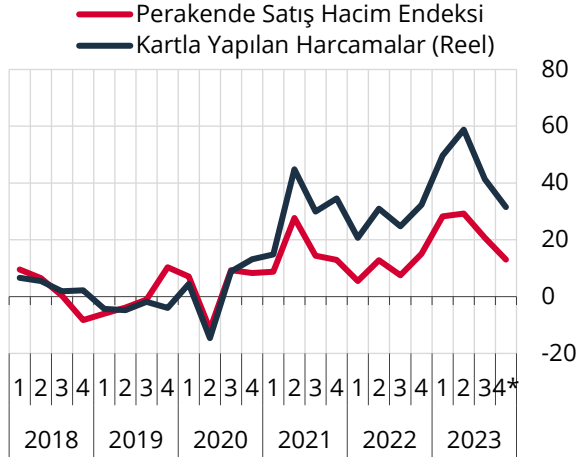


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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.

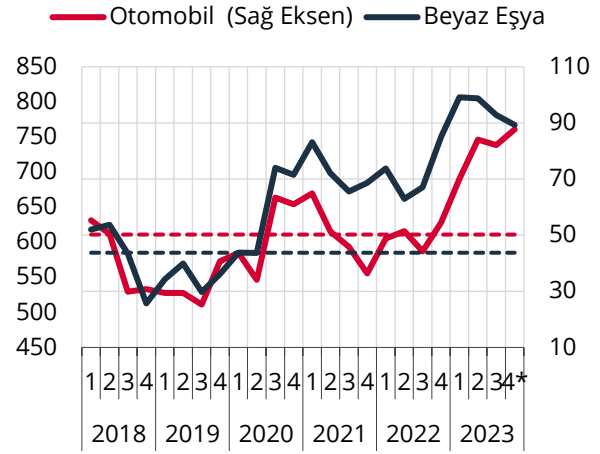
Grafik 2.3.3: Tüketim Göstergeleri (Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Yıllık % Değişim, 2015=100)



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)

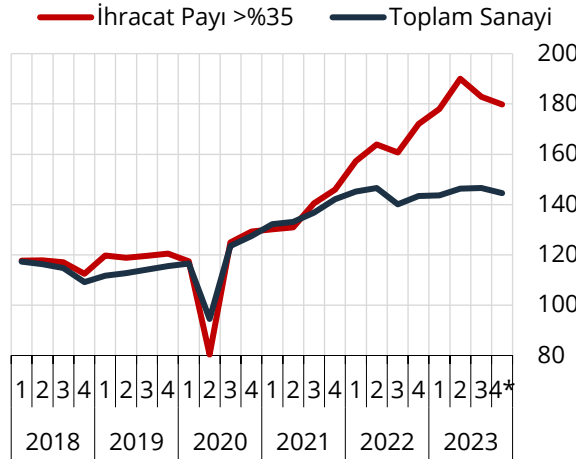


Kaynak: ODMD, TCMB, TURKBESD.

* 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 düşüğe 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.

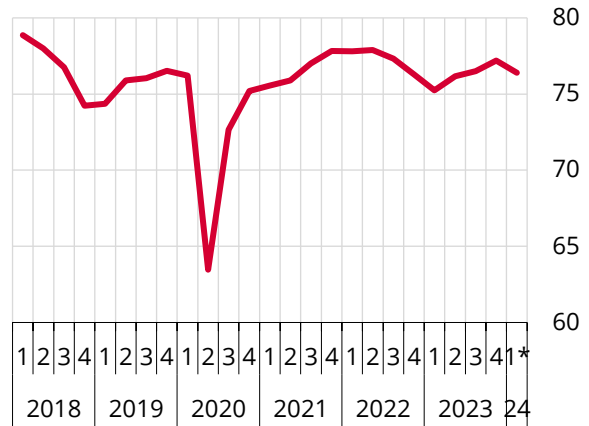
Grafik 2.3.5: Sanayi Üretim Endeksi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-kasım ayları ortalaması.

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

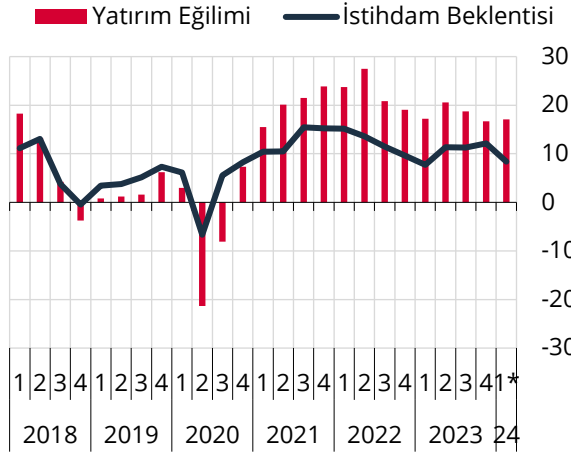


Kaynak: TCMB.

* 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).

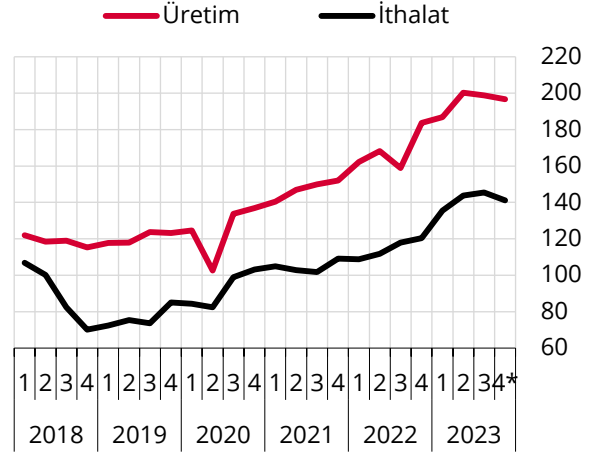
Grafik 2.3.7: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması ve İstihdam Beklentileri (Artacak, Azalacak, Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

* Ocak ayı verisidir.

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



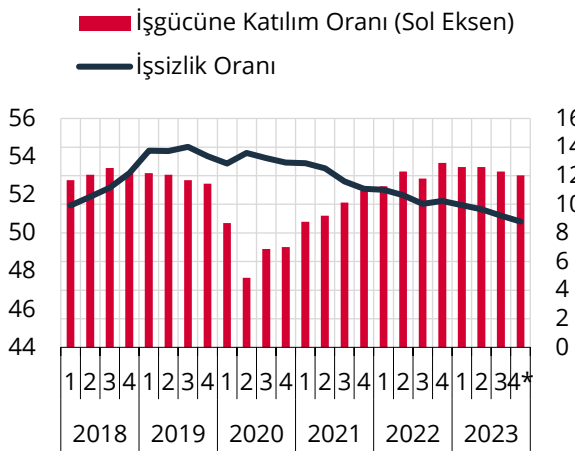
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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 etkide 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).

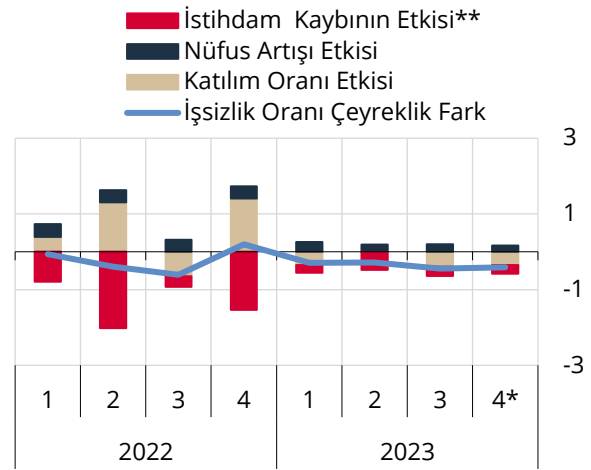
Grafik 2.3.9: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-kasım ayları ortalaması.

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



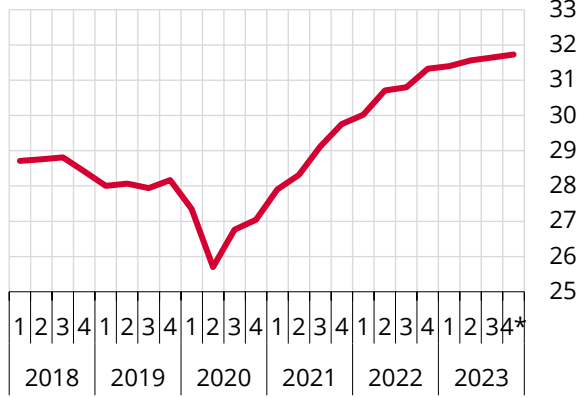
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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).

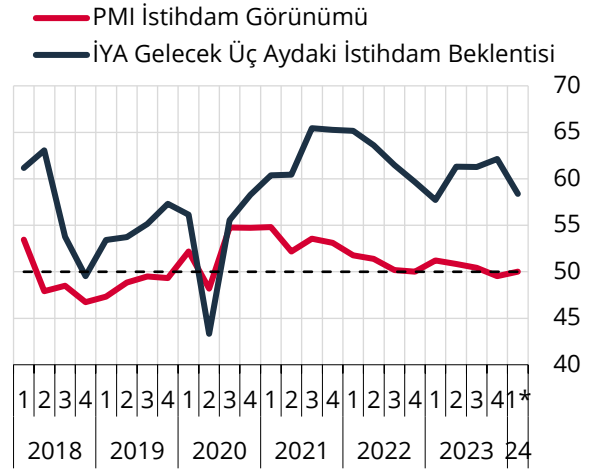
Grafik 2.3.11: Toplam İstihdam
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-kasım ayları ortalaması.

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



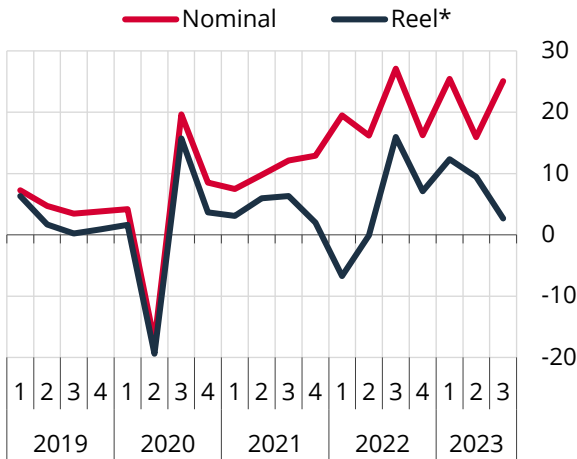
Kaynak: S&P Global, TCMB.

* 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.

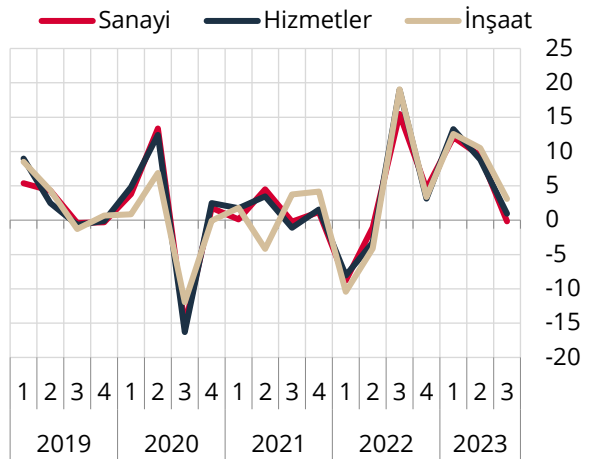
Grafik 2.3.13: Tarım Dışı Sektörlerde Brüt Ücret Maaş Endeksi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

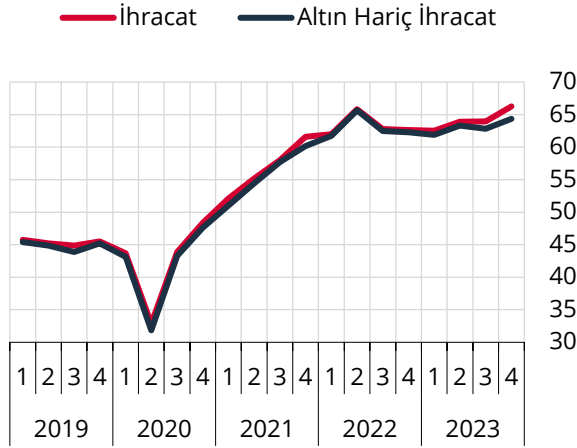
* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

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

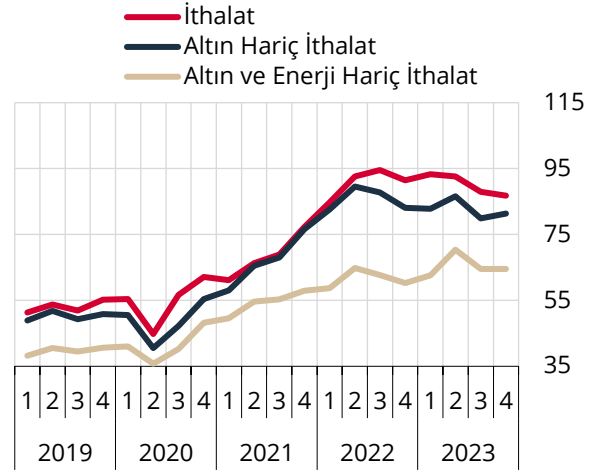
son çeyrekte diğer bölgelere, özellikle Avrupa'ya, yapılan ihracat azalmıştır (Mercek Altı 2.4). Parasal sıkılaştırmanın finansal koşullara yansımalarıyla yurt içi talepte başlayan dengelenmenin de etkisiyle altın ve enerji hariç ithalat değeri yılın üçüncü çeyreğinde azalış kaydetmiş ve son çeyrekte 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.

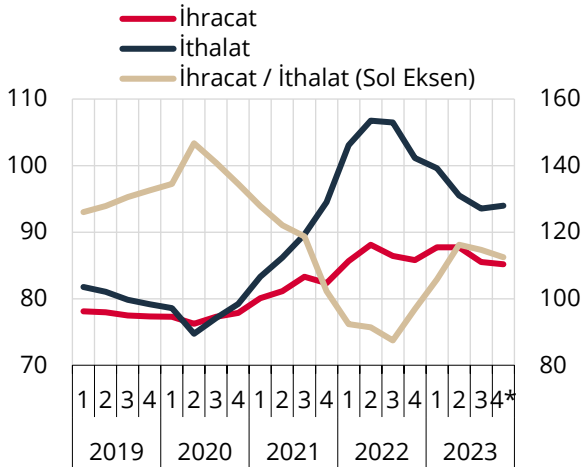
Grafik 2.3.16: İthalat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



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.

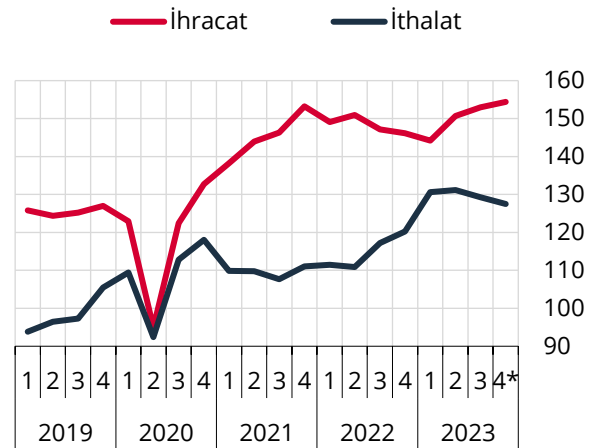
Grafik 2.3.17: Dış Ticaret Birim Değer Endeksleri (2015=100)



Kaynak: TÜİK.

* Ekim-kasım ayları ortalamasıdır.

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

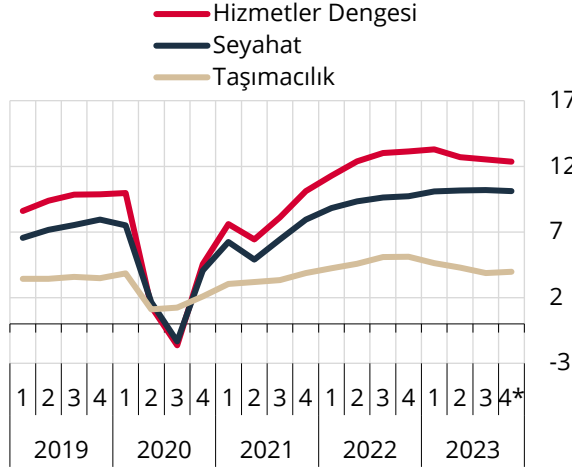


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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.

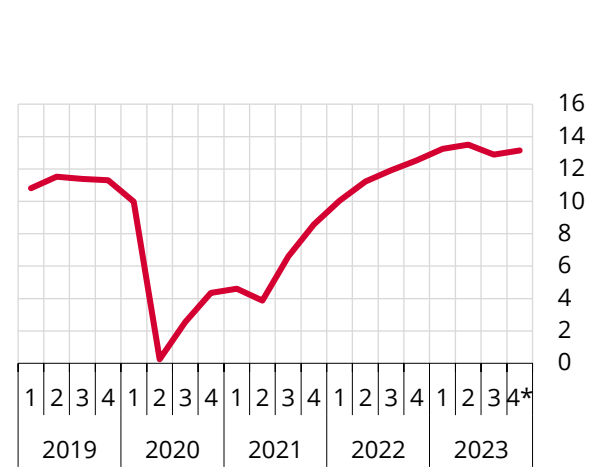
Grafik 2.3.19: Hizmetler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

* Ekim-kasım ortalamalarını yansıtmaktadır.

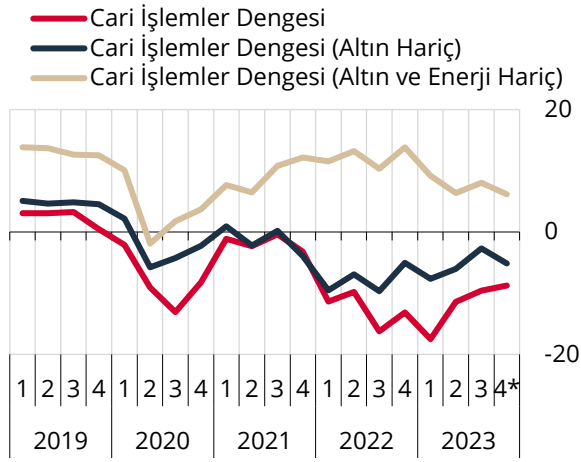
Grafik 2.3.20: Yabancı Ziyaretçi Sayısı (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TCMB.

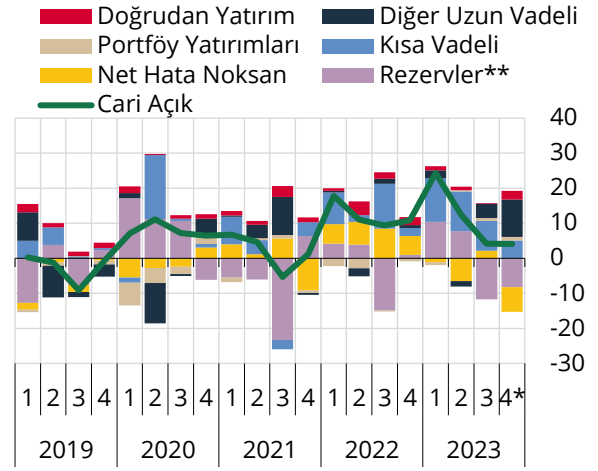
* Ekim-kasım ortalamalarını yansıtmaktadır.

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.

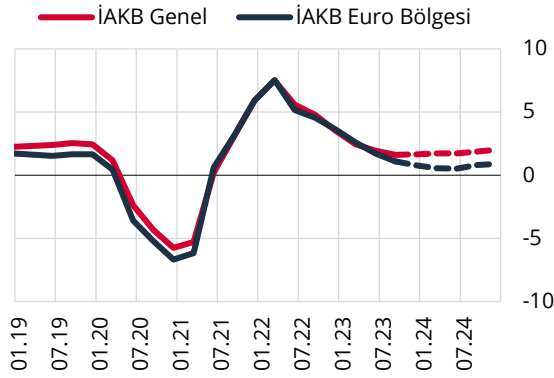
Mercek Altı 2.4

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.

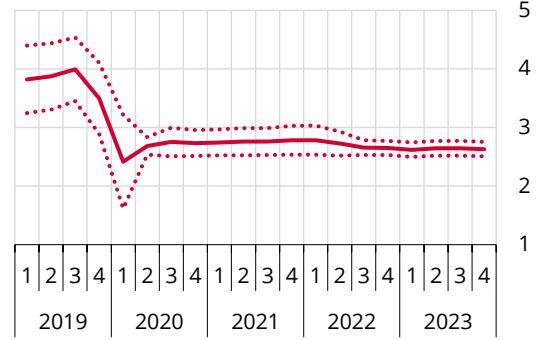
Küresel ölçekte para politikalarının talep üzerindeki etkilerinin belirginleşmesi ve özellikle iktisadi faaliyetin sürükleyicisi konumundaki hizmetler sektörünün ivme kaybetmesi ile büyüme görünümü 2023 yılı ikinci yarısından itibaren zayıflamıştır. Para politikalarında kademeli bir normalleşme beklenmesine 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.

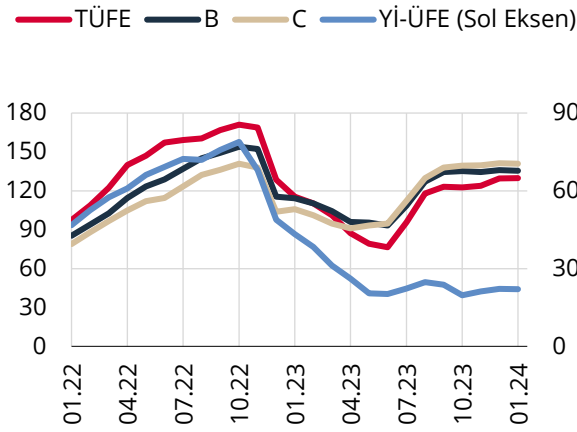
³ 2023 yılı dördüncü çeyrek GSYİH gerçekleşmeleri 29 Şubat 2024 tarihinde yayımlanacaktır. Burada verilen oranlar OVP'de yer alan nominal GSYİH gerçekleşme tahmini kullanılarak hesaplanmıştır.

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).

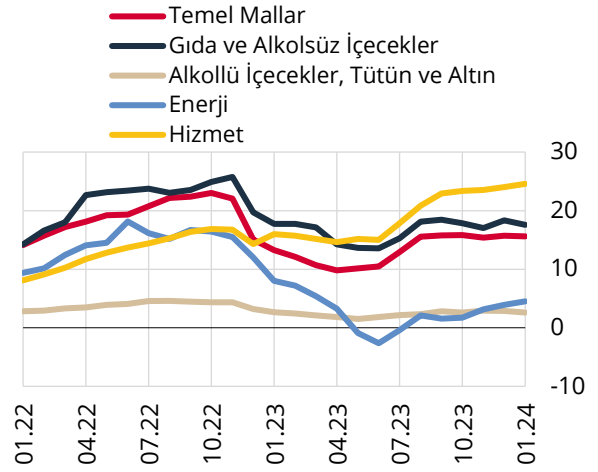
Grafik 2.4.1: TÜFE, Yİ-ÜFE, B Endeksi ve C Endeksi* (Yıllık % Değişim)



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)

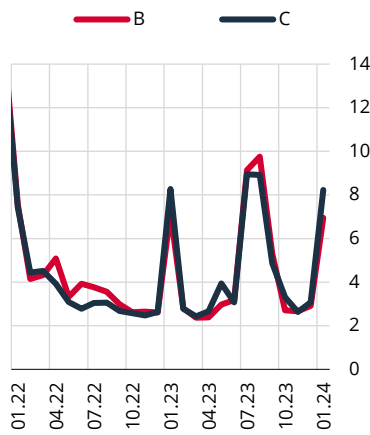


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

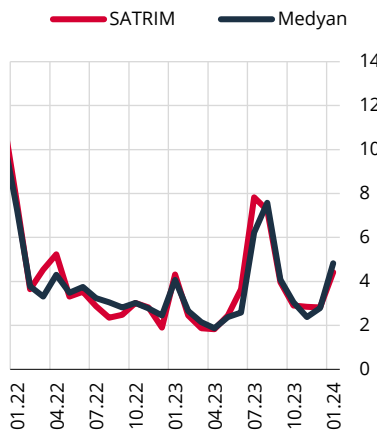
(Grafik 2.4.2). Böylelikle yıl genelinde tüketici enflasyonuna en belirgin katkı hizmetler grubundan gelmiştir (Grafik 2.4.1). Ocak ayında ise aylık hizmet enflasyonu, asgari ücret başta olmak üzere ücret ayarlamalarının emek yoğun hizmet kalemlerine olan yansımaları ve zamana bağlı fiyat belirleme eğilimi 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.

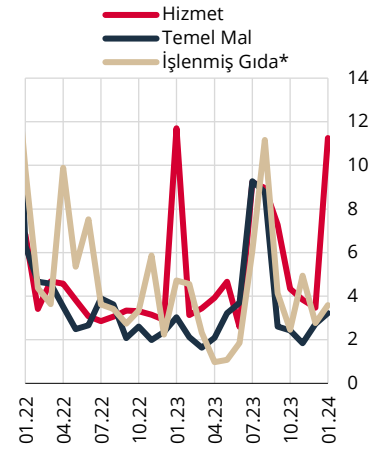
Grafik 2.4.4: Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM* ve Medyan**
(Aylık % Değişim)



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)

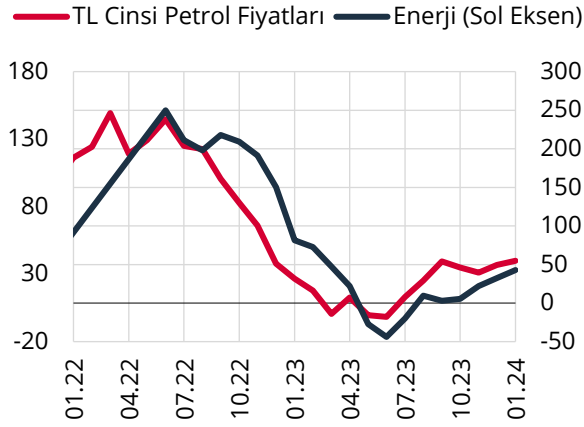


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* İşlenmiş gıda grubunda mevsimsel etki bulunmamaktadır.

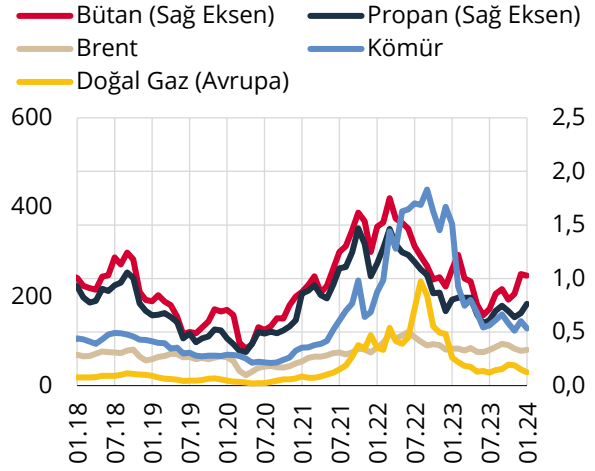
Enerji fiyatları dördüncü çeyrekte, uluslararası petrol fiyatlarındaki gelişmelerin olumlu etkisine rağmen, doğal gazda tüketim artışına paralel olarak bedelsiz kullanım limitinin aşılması neticesinde yükseliş göstermiştir (Grafik 2.4.6 ve Tablo 2.4.1). Yurt içi enerji fiyatları yılın son çeyreğinde 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

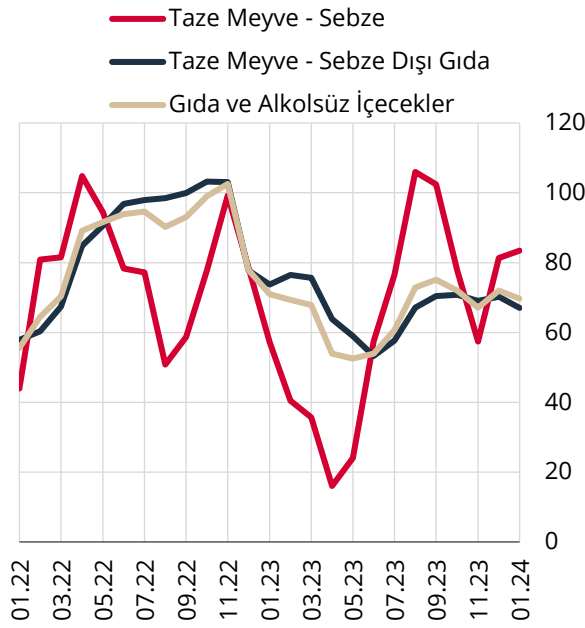
	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2023				2023			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
TÜFE	11,82	5,97	26,27	10,05	50,51	38,21	61,53	64,77
B	12,79	8,78	26,12	8,52	52,11	46,63	67,22	68,02
C	13,99	9,99	24,42	9,28	47,36	47,33	68,93	70,64
1. Mallar	8,39	5,33	24,80	9,04	47,10	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.

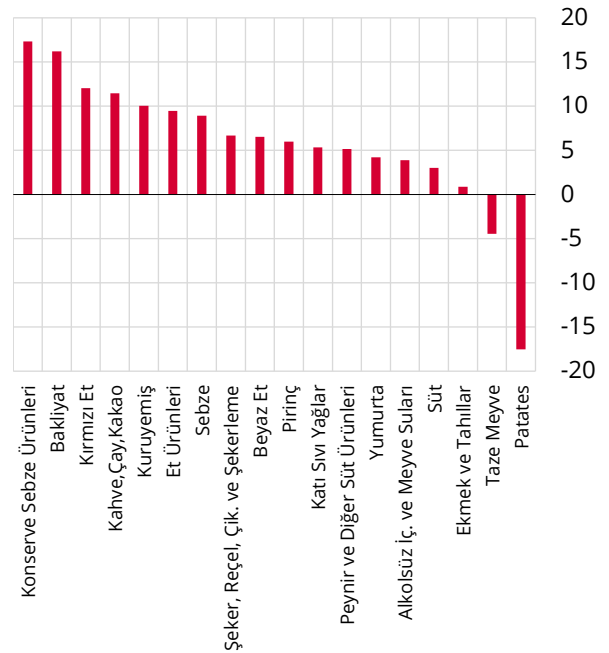
Gıda fiyatlarında yıllık bazda manşet enflasyonun üzerindeki seyir sürmüştür. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu üçüncü çeyrekte yüksek oranda artış kaydettikten sonra ekim ve kasım aylarında gerilemiş, aralık ayında yeniden yükselmiştir. Bu grupta yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe 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.

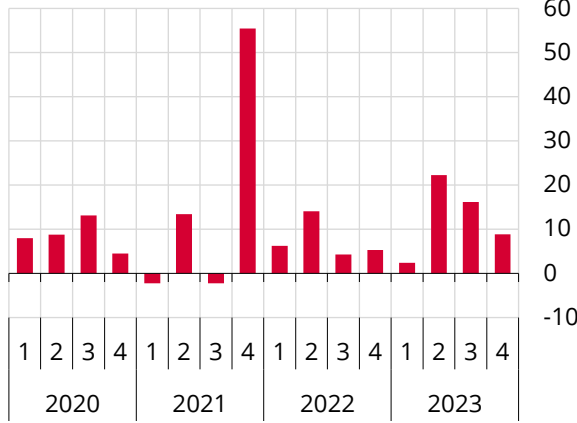
* Gıda alt kalemleri bazında, 2023 Ç4 çeyreklik yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021 dönemi dördüncü çeyrek ortalaması) farkı.

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.

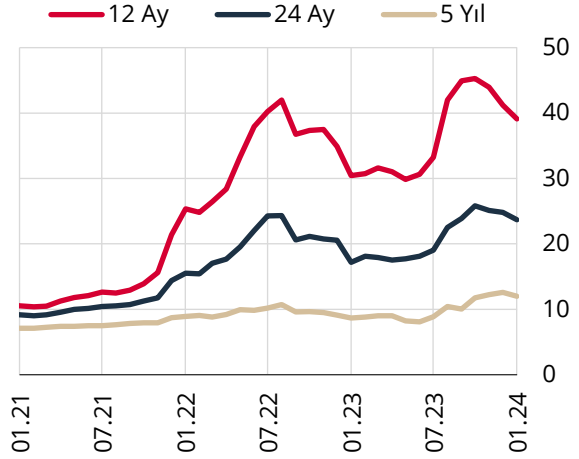
Grafik 2.4.10: Sepet Kur* (Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB.

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

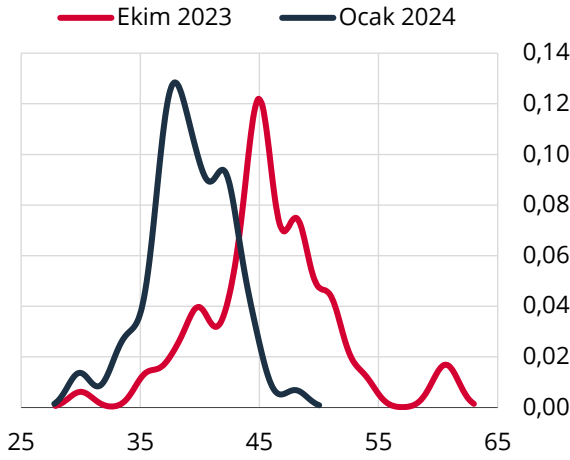
Grafik 2.4.11: Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (%)



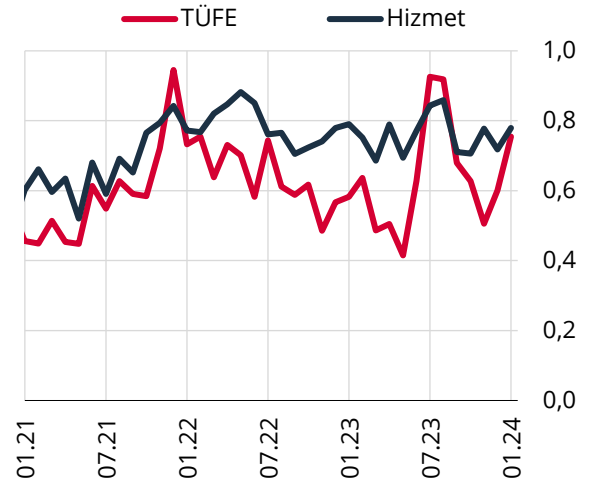
Kaynak: TCMB.

* 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 fiyatlandırma 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, fiyatlandırma 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)

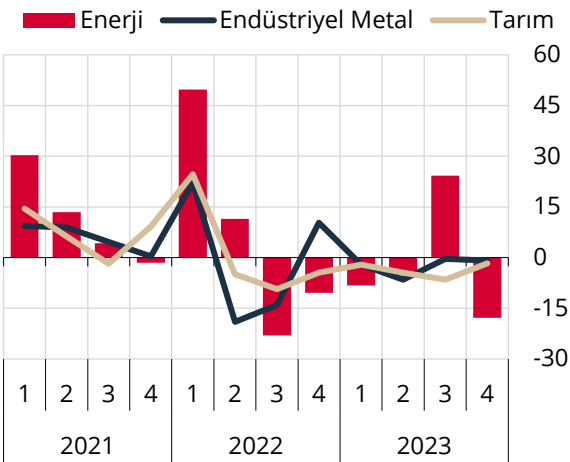
Kaynak: TCMB.

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

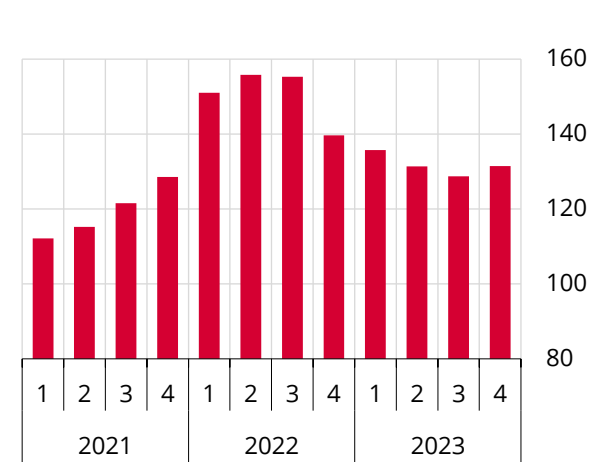
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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.

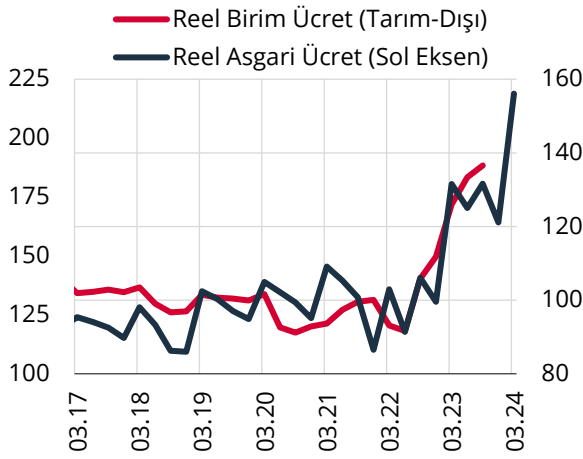
Grafik 2.4.15: İthalat Birim Değer Endeksi* (2019Ç4=100, ABD Doları)

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)

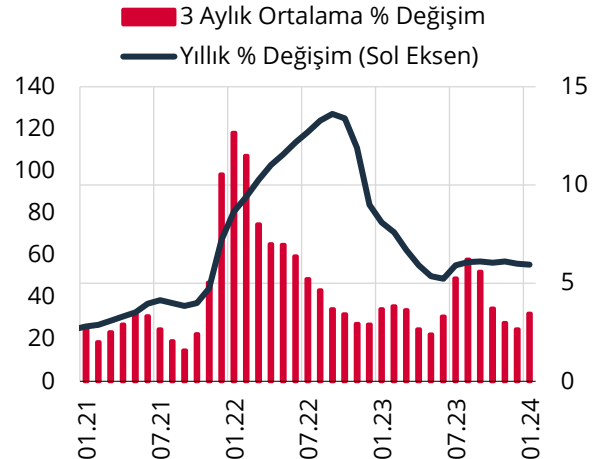


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

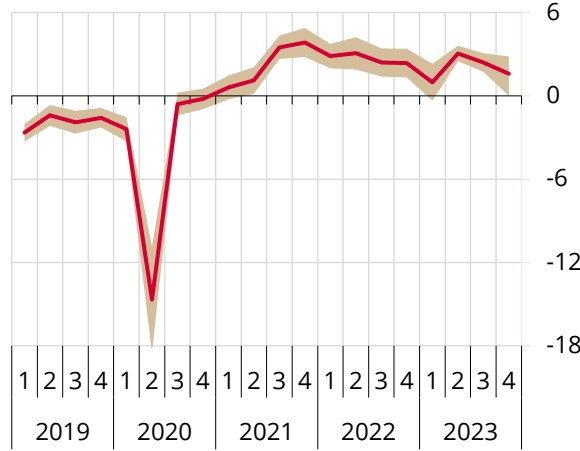
** Net asgari ücret verisi mevsimsellikten arındırılmış TÜFE serisi ile deflate edilmiştir. 2024 yılı ilk çeyrek enflasyon verisi için tahmin kullanılmıştır.

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 seyirinde 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.

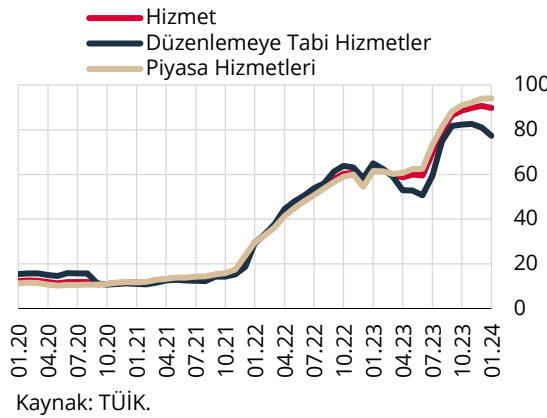
“Düzenlemeye tabi hizmetler”, fiyatı özel sektör veya kamu-kamuya bağlı kurumlar (belediyeler, meslek örgütleri vb.) tarafından belirlenen veya onayı neticesinde oluşan ya da kurala bağlanan hizmet kalemlerini ifade etmektedir. “Piyasa hizmetleri” olarak anılacak olan diğer hizmet kalemlerinin fiyatları 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.

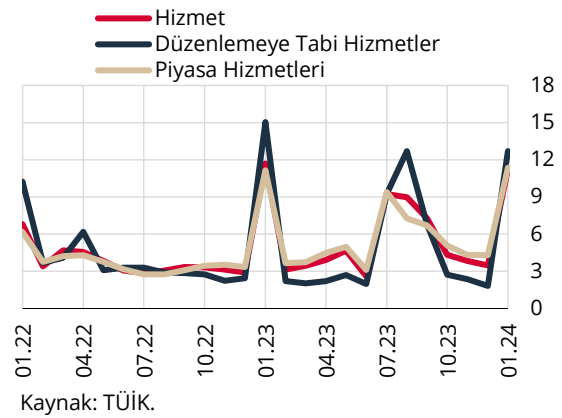
⁷ Düzenlemeye tabi hizmetler; ulaştırma (demiryolu, otoyol ve köprü ücretleri ile belediyelerin uhdesinde olan şehir içi yolcu taşımacılığı hizmetleri vb.), çeşitli sağlık hizmetleri (Türk Tabipler Birliği, Türk Diş Hekimleri Birliği ve Sağlık Uygulamaları Tebliği çerçevesinde belirlenen temel hastane 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)



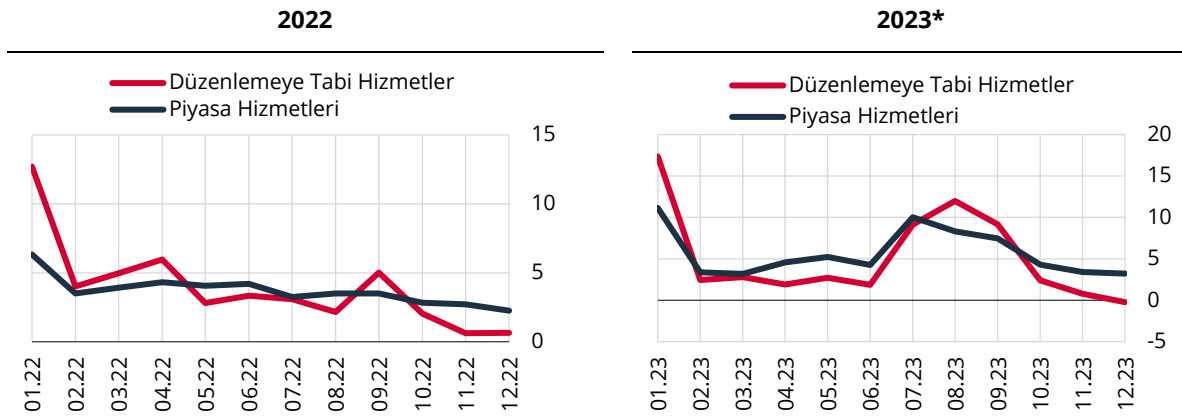
Grafik 2: Hizmet, Düzenlemeye Tabi Hizmetler ve Piyasa Hizmetleri Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim)



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 fiyatlama 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.

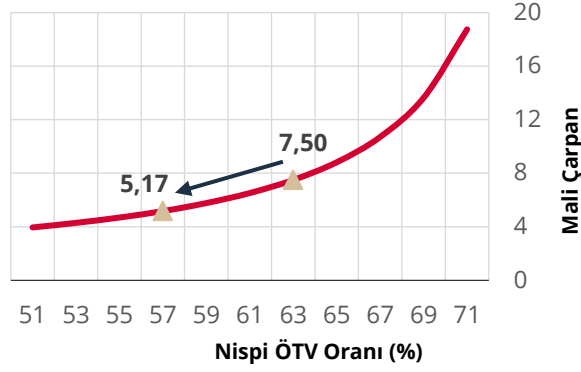
¹⁰ Tütün ürünlerinde fiyat yapısına dair detay için Enflasyon Raporu 2018-III'te yer alan Kutu 3.1 incelenebilir.

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.

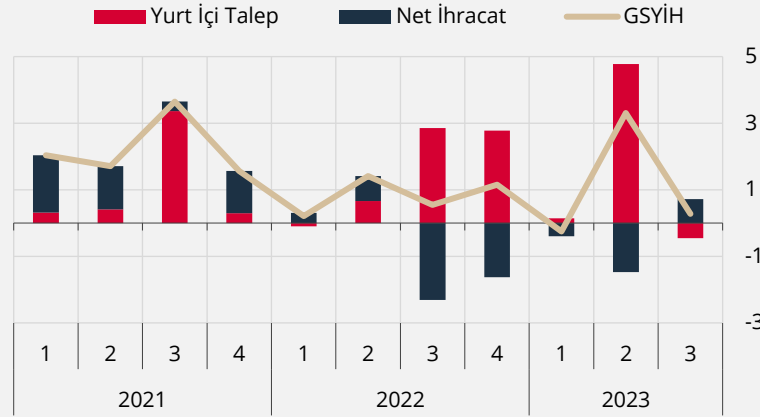
Kutu 2.1

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 sıkılaşımla 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)



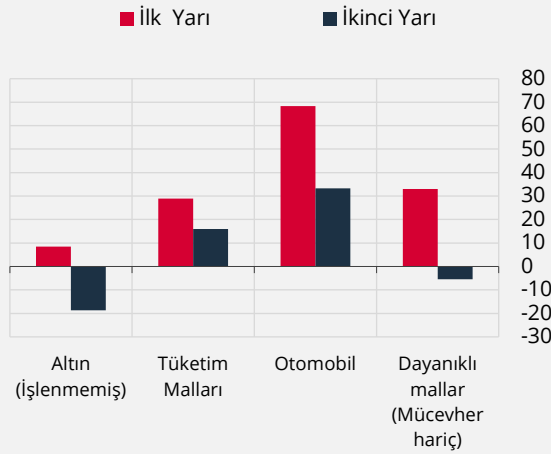
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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.

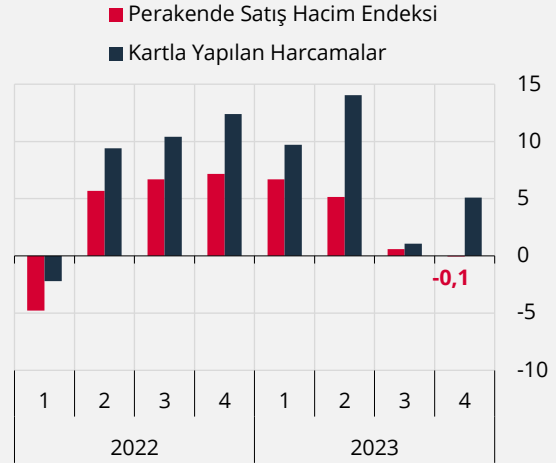
Grafik 2: İthalat* (2023, Mevsimsellikten Arındırılmış, Nominal, Altı Aylık % Değişim)



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)



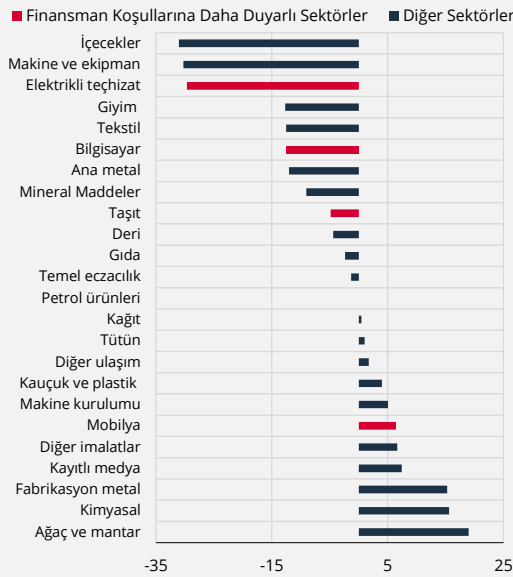
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* 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.

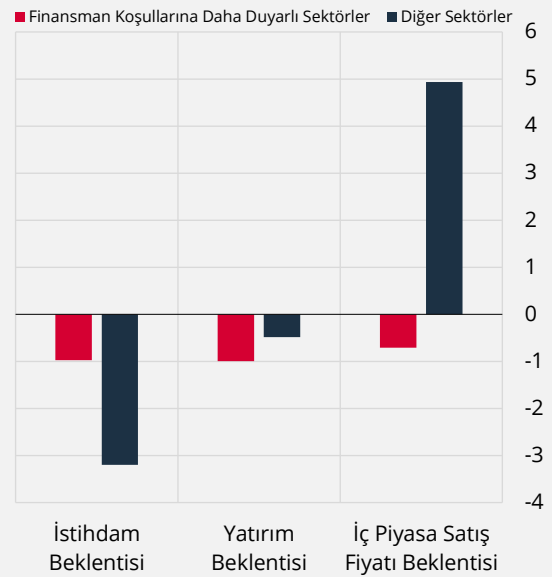
İktisadi yönelim anketinde yer alan sorular ayrıca sektörel düzeyde istihdam, yatırım ve fiyat beklentisi gelişmelerini incelemeye de imkan vermektedir. Bu gelişmeler finansmana daha duyarlı sektörler ile diğer sektörler ayrımında incelendiğinde finansman koşullarına daha duyarlı olan sektörlerden bilgisayar, 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)

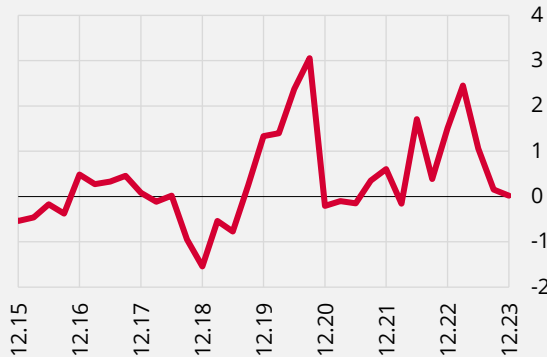


Kaynak: TCMB.

* 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.

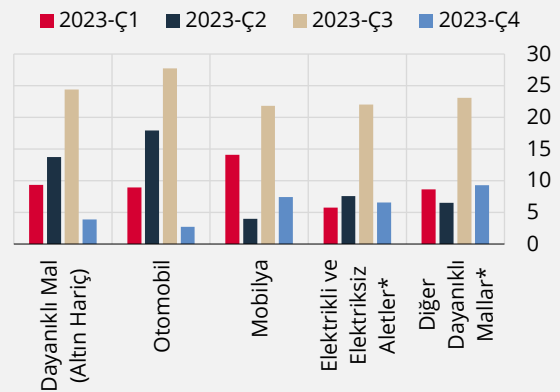
Grafik 6: Tüketici Kredi Büyümesi* (Çeyreklik, Reel, Standart Değer)



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.

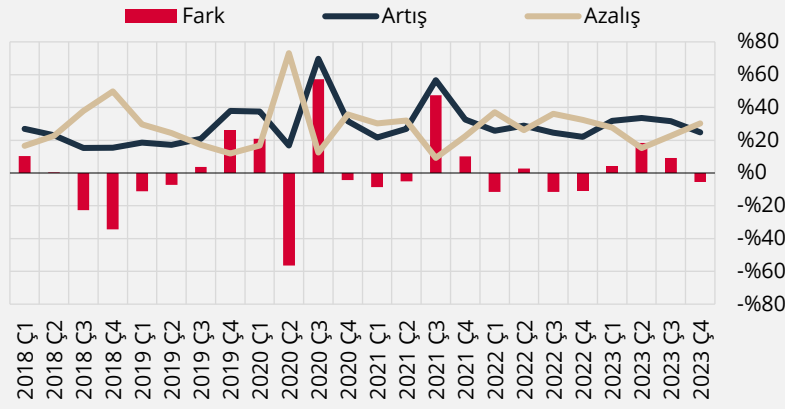
Yurt dışı talep koşullarının üçüncü çeyrekteki seyrini koruduğu gözlenmiştir.

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.

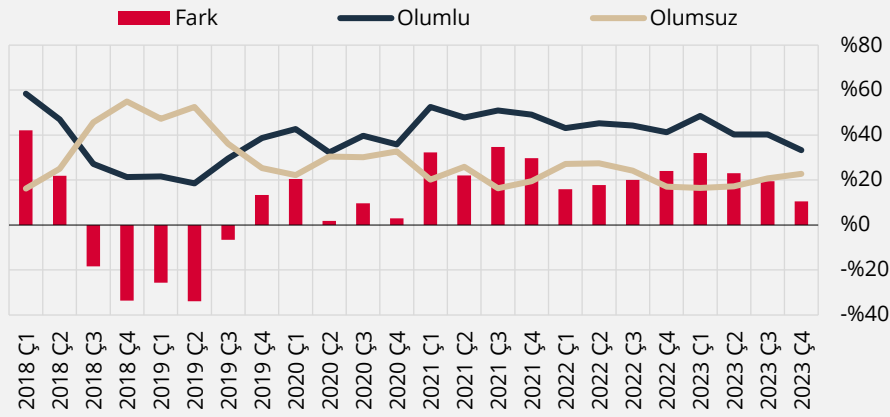
Sektörel gelişmelere bakıldığında, **otomotivde**, iç ve dış talepteki canlılık kapsamında üretim güçlü seyretmiştir. 2024 yılında iç pazarda öngörülen yavaşlamaya karşın, dış talebe ilişkin beklentiler olumludur. Ana sanayi planlamalarının bu doğrultuda büyük ölçüde belirli olmasıyla mevcut güçlü seyrin 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 seyirinden 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.

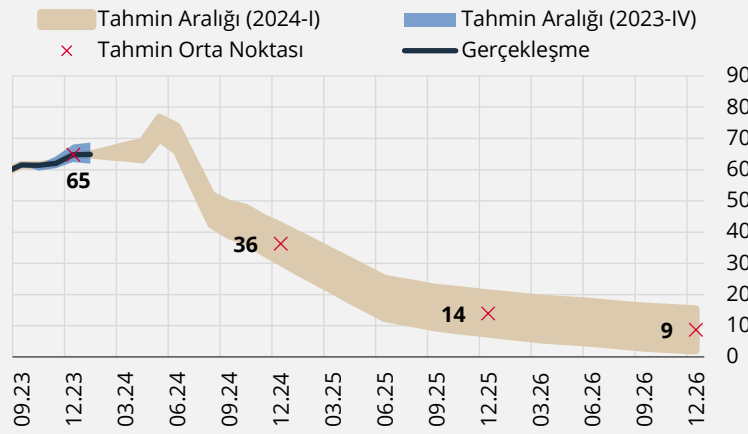
Çeyrek içinde fiyat artışlarının hız kestiği ve fiyat güncelleme sıklığının azaldığı gözlenmiştir. Söz konusu yavaşlamada i) parasal sıkılaştırmanın, ii) son dönem maliyet baskısında gözlenen hafiflemenin, iii) önceki dönemden gelen maliyet artışlarının büyük ölçüde yansıtılmış olmasının, iv) kamunun 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?

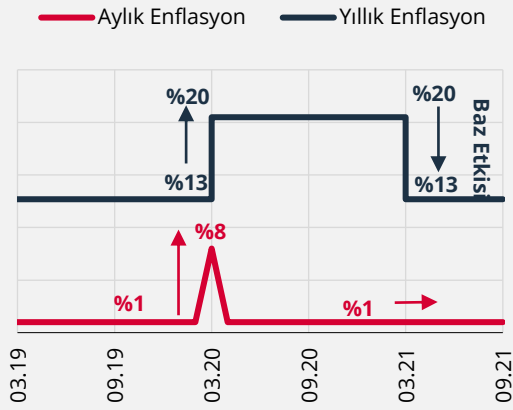
Grafik 2’de baz etkilerine ilişkin örnek bir görsel sunulmaktadır. Aylık fiyat artışları yüzde 1 olan bir ürünün fiyatı Mart 2020’de yüzde 8 yükselmiş, sonraki dönemde ise fiyat artışları normale dönmüştür. Aynı dönemde yıllık enflasyon yüzde 20 seviyesine yükseldikten sonra sabit devam etmiştir. 2021 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.

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

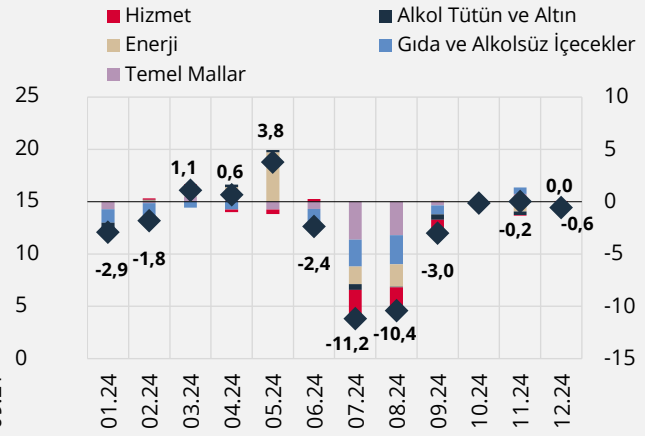
Dolayısıyla, yıllık enflasyon oranlarının bir aydan diğerine değişimi hem cari aydaki hem de baz aydaki, yani 12 ay önceki fiyat hareketlerinin etkisini (baz etkisini) yansıtmaktadır. Baz etkilerinin kayda değer düzeylere ulaşabilmesi için 12 ay önceki aylık değişimin o ayda normalde gözlenmesi beklenen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

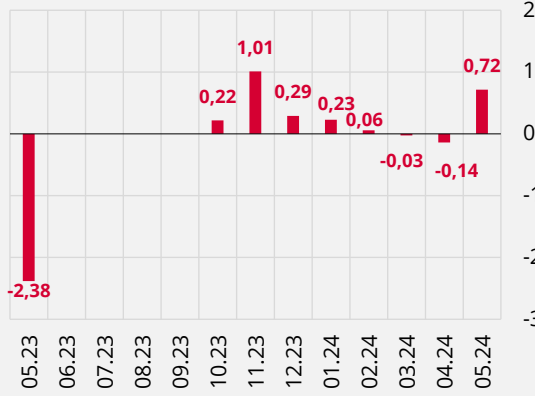
¹ Bu konuda detaylı bilgi Enflasyon Raporu 2019-II, Kutu 3.2 ve Enflasyon Raporu 2016-I, Kutu 3.1’de sunulmaktadır. Ek olarak ECB (2005, 2007)’de baz etkilerine dair değerlendirmeler bulunmaktadır.

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 arındırmada 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

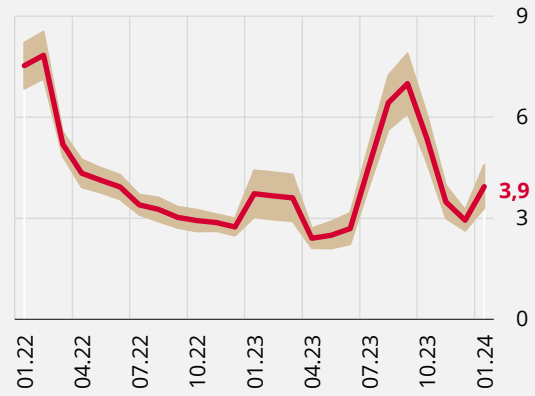
Oluşturduğu baz etkileri ve tüketim miktarı kaynaklı etkiler göz önüne alındığında, enflasyonun seyrinin sağlıklı değerlendirilebilmesi için doğal gaz düzenlemesinden gelen katkıların ayrıştırılması oldukça önem arz etmektedir. Bu düzenleme ile 2023 yılı Mayıs ayında doğal gaz konut abonelerine bedelsiz 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 çarpmaktadır (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, SATRİM, 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.

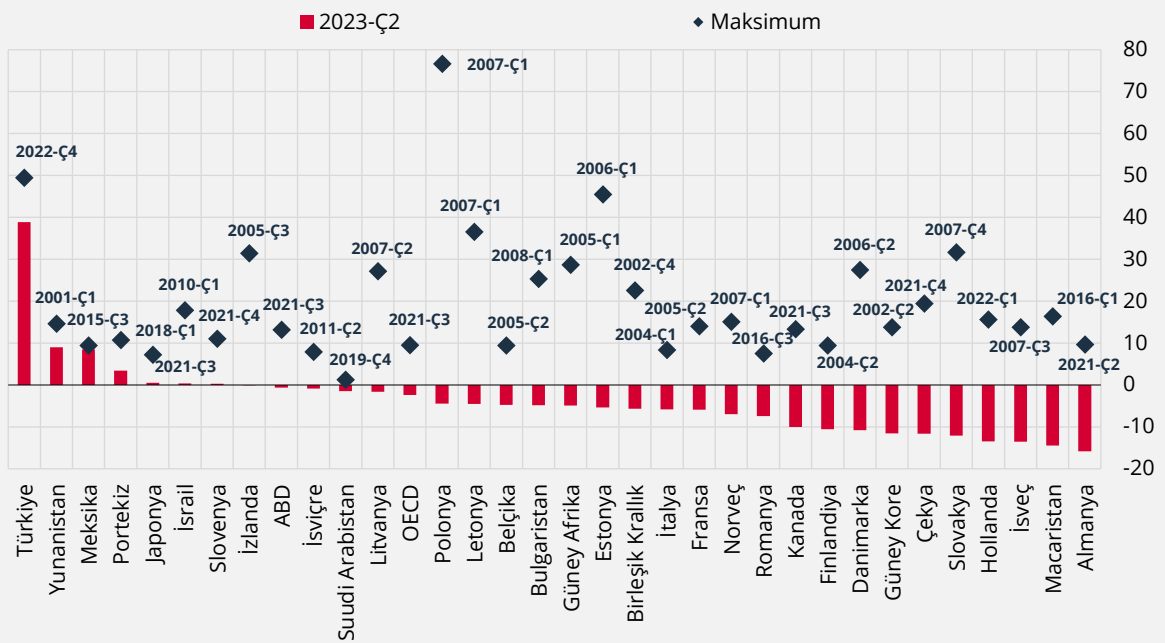
ECB (2005). "Base Effects and Their Impact on HICP Inflation in Early 2005". Monthly Bulletin January: 31-33.

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.

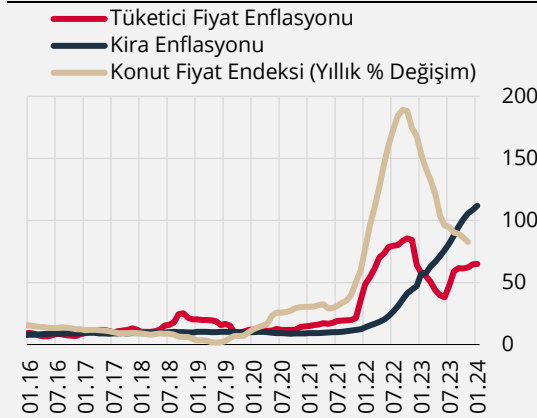
Konut piyasasının son yıllarda yüksek enflasyon ortamında yatırım aracı olma özelliğinin daha da önem kazandığı görülmektedir. Gerek Türk lirası kredilerde gözlenen yüksek artışlarla, gerekse yüksek ve oynak enflasyon ortamında enflasyona karşı bir çeşit korunma güdüsüyle, konut, otomobil ve beyaz eşya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

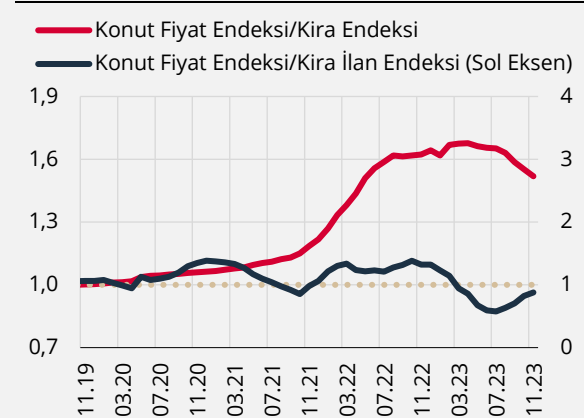
Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'nin bir alt kalemi olan ve kiracılar tarafından ödenen gerçek kiralardan hesaplanan kira endeksinin yıllık artış oranı ise, 2022 yılı sonuna kadar genellikle tüketici fiyat enflasyonunun altında seyretmiştir. Ancak, kira enflasyonunun 2022 yılının başından itibaren güçlendiği 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 endeksine 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 endeksine yansımaların 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.

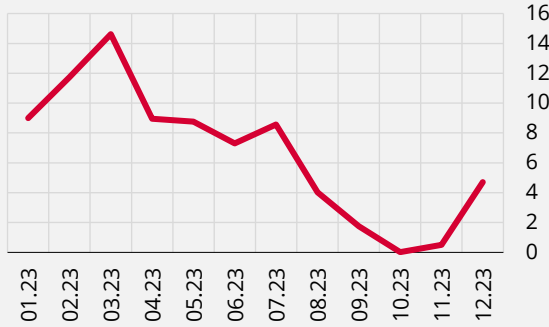
* Kira endeksi, TÜFE sepetindeki kira endeksidir. Kira ilan endeksi, online ilanlardan üç büyük il için alınan kira değerleri (Türk lirası, m²) kullanılarak oluşturulmuştur.

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.

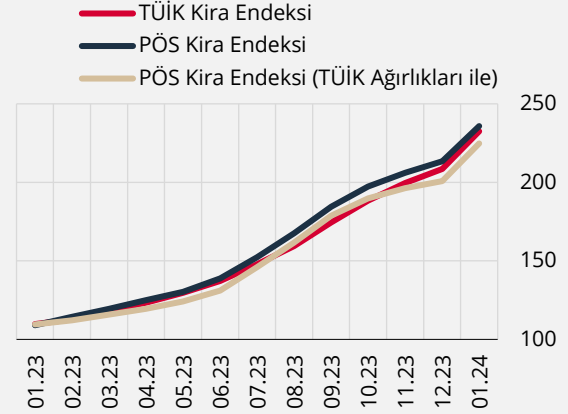
Grafik 4: Online Platform Kira Fiyatları*
(Aylık % Değişim)



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.

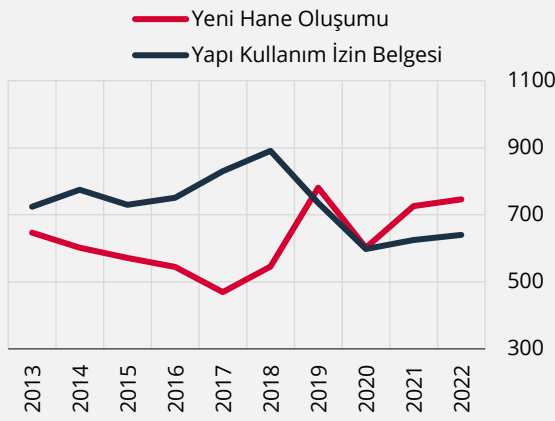
Son dönem verileri, parasal sıkılaştırmanın etkisiyle konut fiyatlarındaki artışların, ücret artışları gibi önemli şoklarla karşılaşmadığında hızla gerileme eğilimi gösterebildiğine, ancak TÜFE'de ölçülen kiralıkların mekanik olarak konut fiyatlarındaki geçmiş artışları yansıtmaya devam edeceğine işaret 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.

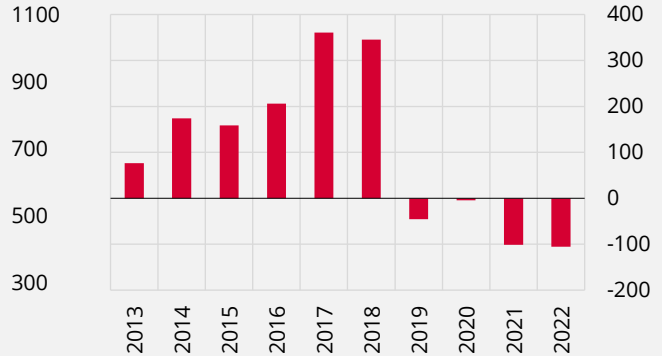
piyasasına yönelik bir diğer uygulama çeşidinin “devlet destekli kiralık sosyal konut sistemi” olduğu görülmektedir. Örneğin, Hollanda’da kamunun sahip olduğu konut stoku, serbest piyasada oluşan kira düzeyine kıyasla daha uygun kiralarla çeşitli gelir gruplarına paylaştırılmaktadır. İtalya’da uygulanan benzer bir politikada ise sosyal konutların kiralı ihtiyacı 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 hisselsi 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>

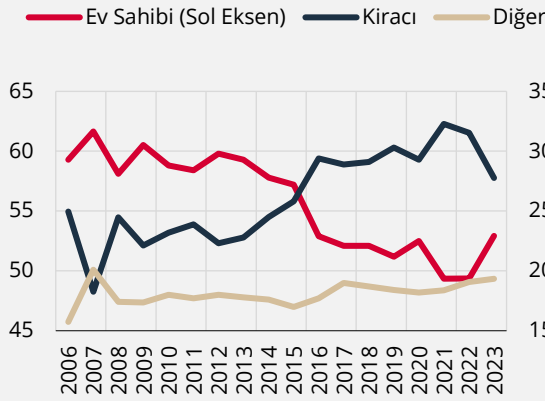
⁵ Ülkemizde kira artışını yüzde 25 ile sınırlayan uygulama 2024 yılı temmuz ayında sona erecektir. PÖS verileri, bu kısıtla uyumlu şekilde kira güncellenmesi oranının oldukça düşük olduğuna işaret etmektedir.

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.

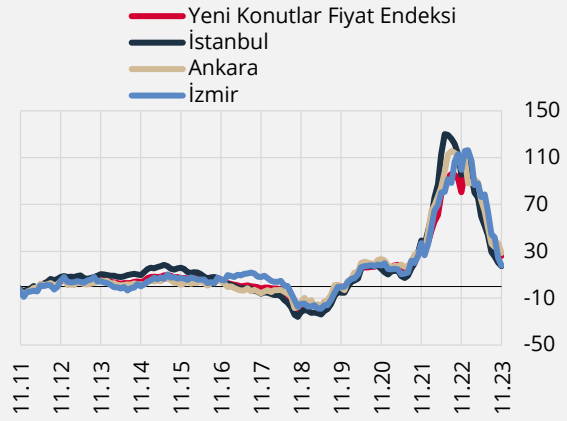
Gelir gruplarına göre konut sahiplik oranı incelendiğinde, son yıllarda konut sahiplik oranının alt gelir gruplarında düşük seviyelerde olduğu görülmektedir (Grafik 8). Konut sahipliğini artırmak için konut arzının sektöre uğramaması, kalıcı fiyat istikrarının sağlanması ile beraber özel sektöre sağlanacak 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 görece 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.