

1.Genel Değerlendirme

Küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlik canlılığını korurken, küresel büyüme görünümü zayıf kalmaya devam etmiştir. Süregelen belirsizliğe rağmen 2025 yılının ilk yarısında küresel iktisadi faaliyet, talebin öne çekilmesi gibi geçici unsurların da etkisiyle ılımlı bir seyir izlemiş ve son dönemde birçok ülkede 2025 yılı büyüme tahminleri bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte, söz konusu unsurların ortadan kalkmasıyla ve küresel ticarete artan korumacılığın etkisiyle, 2026 yılında da büyüme görünümünün olumsuz etkilenmesi beklenmektedir. Küresel talep görünümündeki zayıf seyir ve arz yönlü gelişmeler küresel enerji fiyatlarını baskılamakta, enerji dışı emtia fiyatları değerli ve endüstriyel metal fiyatları kaynaklı olarak yükselmiştir. Küresel dezenflasyon süreci ülkeler arası farklılaşmalar olmakla birlikte genel olarak hız kaybederken, tarife adımları enflasyonist riskleri canlı tutmaktadır. Merkez bankaları söz konusu riskleri gözeterek faiz indirim süreçlerini yavaşlatarak sürdürmüştür. Süregelen belirsizlikler, GOÜ'lere yönelen portföy akımlarında dalgalı bir seyre neden olmaktadır.

Mevcut Rapor döneminde küresel risk iştahındaki zayıf seyrin etkisiyle TL cinsi varlıklara giriş yavaşlamıştır. Küresel risk iştahı, ticaret anlaşmalarına ilişkin belirsizlikler ve özellikle ekim ayında artan küresel oynaklıklar ile zayıf seyrini sürdürürken TL cinsi varlıklara giriş yavaşlamıştır. Bu görünüm altında, Türkiye'nin CDS primi, GOÜ risk primlerine benzer bir seyirle 31 Ekim itibarıyla 245 baz puan düzeyine gerilerken, Türk lirasının ima edilen oynaklığı mevcut Rapor döneminde yatay seyretmiştir. TCMB rezervlerindeki güçlü toparlanma devam ederken, TCMB brüt uluslararası rezervleri 24 Ekim itibarıyla altın fiyatlarındaki artışın da etkisiyle 185,5 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir.

Mevcut Rapor döneminde finansal koşullardaki sıkılık devam ederken, TL mevduat payı tarihsel ortalamasına yakın seyretmektedir. 11 Eylül ve 23 Ekim tarihli PPK toplantılarında politika faizindeki toplam 350 baz puan indirimin mevduat ve kredi faizlerine yansıdığı gözlenmiştir. Parasal sıkılaştırma süreci ve KKM hesaplarından çıkış stratejisi kapsamında alınan kararların etkisiyle mevduat kompozisyonunda TL ağırlığı yüksek seviyesini korumaktadır. Kredi faiz oranlarındaki gerilemeye karşın, kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesinde mevcut Rapor döneminde gerileme görülmektedir.

2025 yılının ikinci çeyreğinde büyüme öngörülerin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), yıllık bazda yüzde 4,8, çeyreklik bazda ise yüzde 1,6 oranında artmıştır. Nihai yurt içi talep yıllık bazda büyümenin sürükleyicisi olurken, çeyreklik bazda ise ilk çeyrekte gösterdiği gerilemeyi sürdürmüştür. Toplam yatırımlar çeyreklik bazda artarken, özel tüketim ve kamu tüketimindeki azalışlar nihai yurt içi talebin çeyreklik bazda büyümeyi sınırlamasına neden olmuştur. Bu dönemde, ihracat gerilerken, küresel ticaret belirsizliklerinin etkisiyle öne çekilmiş ithalat kaynaklı olarak net ihracat büyümeyi azaltıcı yönde etkilemiştir. Bu çerçevede, ikinci çeyrekte büyüme öngörülerin üzerinde gerçekleşmiş olsa da nihai yurt içi talebin zayıf seyrini koruduğu değerlendirilmektedir.

Öncü veriler, yurt içi talebin üçüncü çeyrekte dezenflasyonist düzeyde olduğuna işaret etmektedir. Bu dönemde, perakende satış hacim endeksinin çeyreklik büyümesi yavaşlamış ve endeks eğiliminin altına gerilemiştir. Beyaz eşya satışları üçüncü çeyrekte azalarak eğiliminin altında seyretmiştir. Otomobil satışları ise ikinci çeyrekteki gerilemenin ardından üçüncü çeyrekte artış kaydetmiştir. Bu dönemde kartla yapılan harcamalar, çeyreklik bazda artmıştır. Diğer yandan, kart kullanım oranında son yıllarda tüketicilerin ödeme tercihindeki değişikliğe bağlı olarak görülen artışın etkisi dışlandığında, tüketim harcamalarının daha ılımlı gerçekleştiği değerlendirilmektedir. Nitekim, kart harcamaları üçüncü çeyrekte uzun dönem eğiliminin altında seyretmektedir. Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden edinilen tespitler de çeyreklik olarak sınırlı artışla birlikte iç talepteki zayıf seyrin devam ettiğini teyit etmektedir. Üretim tarafında ise sanayi üretimi ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte yatay seyretmiştir. Tipik oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında ise sanayi üretimi çeyreklik bazda sınırlı olarak gerilemiştir. İYA ve PMI gibi anket bazlı göstergeler yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretimindeki zayıf seyrin devam ettiğini ima etmektedir. Hizmet üretim endeksi yılın ikinci çeyreğindeki yatay seyrini üçüncü çeyrekte de sürdürmüştür. İnşaat üretim endeksi ikinci çeyrekte ivme kaybetmekle birlikte ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte hızlanmıştır.

İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğine kıyasla daha az sıkıdır. Mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin ortalamalarına göre üçüncü çeyrekte istihdam yüzde 0,2 oranında (65 bin kişi) artmıştır. İşsizlik oranı bir önceki çeyreğe kıyasla 0,1 puan gerilemiş, işgücüne katılım oranı yatay seyretmiştir. Atıl işgücü oranının, çeyreklik olarak gerilerken yüksek seviyesini sürdürmesi işgücü piyasasının, işsizlik oranının

ima ettiği ölçüde sıkı olmayabileceğine işaret etmektedir. 2025 yılının ikinci çeyreğinde kişi başı reel ücretlerdeki yükselişin, kısmi emek verimliliğindeki artışın üzerinde gerçekleşmesiyle tarım dışı reel birim ücretlerin artış kaydettiği görülmektedir.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler dengesi üçüncü çeyrekte iyileşme kaydetmiştir.

Dış ticaret açığı mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak gerek altın ve enerji ticaret dengelerindeki gerekse altın ve enerji hariç dış ticaret dengesindeki iyileşmenin etkisiyle üçüncü çeyrekte azalmıştır. İhracatta bu dönemde gözlenen zayıf görünüm, sektörler ve bölgeler geneline yayılmıştır. Bu durum, küresel ticarete artan belirsizlikler nedeniyle ikinci çeyrekte öne çekilen talebin üçüncü çeyrekteki düzeltilmesinin bir yansıması olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, öne çekilmenin daha belirgin gözlemlendiği ithalat tarafında üçüncü çeyrekteki azalış ihracata kıyasla daha yüksek oranda gerçekleşmiştir. Bu dönemde altın ithalatındaki gerileme ve enerji fiyatlarındaki düşük seyir de ithalattaki düşüşü desteklemiştir. Dış ticaret haddindeki iyileşme üçüncü çeyrekte de devam etmiştir. Geçici veriler ekim ayında dış ticaret açığında yükselişe işaret ederken, küresel altın fiyatlarında gözlenen yükselişin altın talebini artırdığı izlenmektedir. Altın fiyatlarındaki gelişmeler ve altın ithalatının seyri cari işlemler dengesi açısından önem arz etmektedir. Üçüncü çeyrekte mevsimsel etkilerle verilen cari fazla ve sermaye girişleri ile birlikte rezervler güçlü bir toparlanma kaydetmiştir. Bu dönemde doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve krediler kaynaklı net sermaye girişleri gözlenmiştir. Net hata noksan kalemi negatif bakiye vermiş, resmi rezervler artarak yılın ilk yarısındaki azalışın önemli bölümünü telafi etmiştir.

Tüketici enflasyonu ekim ayında yüzde 32,9'a gerilemiş ve bir önceki Rapor'da sunulan tahmin aralığının üst bandının üzerinde gerçekleşmiştir.

Son üç aydaki gelişmeler alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık enflasyona gıda grubu artış yönünde katkı verirken, diğer ana alt grupların enflasyonu düşürücü yönde katkı verdiği izlenmiştir. Hizmet grubunda üçüncü çeyrekte özellikle okula dönüş etkisi belirgin olmuş, zamana bağlı fiyat belirleme ve geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi yüksek olan kalemlerdeki gelişmeler öne çıkmıştır. Vergi ve yönetilen kalemlerin manşet enflasyon üzerindeki etkisi ise bir önceki Rapor dönemine kıyasla zayıflamıştır. Rapor döneminde, uluslararası enerji fiyatları gerilerken enerji dışı emtia, endüstriyel ve değerli metaller öncülüğünde artmıştır. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasına yakın seyretmiş, haziran ayında önemli ölçüde yükselen küresel ve Çin'e yönelik taşımacılık endeksleri ilerleyen aylarda gerilemiştir. Küresel arz yönlü unsurlardaki bu ılımlı seyre karşın, yurt içinde 2025 yılına ait bitkisel üretim tahminleri kuraklık ve don gibi arz yönlü unsurların etkisiyle aşağı yönlü güncellenerek, tarım ve gıda ürünlerinin arzına yönelik belirginleşen olumsuz seyre işaret etmiştir. Bu dönemde Türk lirası görece istikrarlı bir seyir izlemiş ve değer kaybı sınırlı olmuştur. Üçüncü çeyreğe dair veriler, talep koşullarının dezenflasyonist düzeyde olduğuna ancak dezenflasyon sürecinin yavaşladığına işaret etmektedir. Üretici fiyat artışı ekim ayında önceki aylara kıyasla yavaşlamış, yıllık enflasyon yüzde 27,0 olmuştur. Enflasyon beklentilerindeki gerileme eğilimi kesintiye uğramış; beklentiler ve fiyatlama davranışları dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmayı sürdürmüştür.

Enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2025 yıl sonunda yüzde 31 ile yüzde 33 aralığında; 2026 yıl sonunda ise yüzde 13 ile yüzde 19 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Enflasyonun 2027 yıl sonunda tek haneli seviyelere geriledikten sonra orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. 2025, 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla yüzde 24, yüzde 16 ve yüzde 9 olarak belirlenen ara hedefler bu Rapor döneminde korunmuştur. 2025 yılı tahmin aralığının yukarı güncellenmesinde gıda fiyatı varsayımındaki artış belirleyici olmuştur. Ayrıca, ana eğilim ve enflasyon beklentilerindeki gerileme öngörülenden sınırlı gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, Türk lirası cinsi ithalat fiyatı varsayımındaki güncelleme tahminleri artış yönünde etkilemiştir. Bu gelişmelerin yanı sıra son dönemde çıktı açığının öngörülenin üzerinde seyretmesi tahmini yukarı yönde etkilemiştir. 2026 yılına ilişkin gıda ve ithalat fiyatları varsayımlarındaki güncelleme yıl sonu enflasyon tahminini artırıcı yönde etkilemektedir. Ancak, para politikasına dair öngörülen patikanın önceki Rapor dönemine göre daha yukarıda olduğu bir görünüm altında para politikası duruşunun talep koşulları üzerindeki etkisinin belirginleşmesi ve enflasyon beklentilerinin iyileşmesi yıl sonu enflasyon tahminini aşağı yönlü etkilemektedir. Söz konusu yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesi nedeniyle 2026 yıl sonu enflasyon tahmin aralığı korunmuştur.

Orta vadeli tahminler üretilirken sıkı para politikası duruşunun fiyat istikrarı sağlanana kadar sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eş güdümün devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır.

Enflasyon beklentilerinin kısa vadede ara hedeflere, orta vadede ise yüzde 5 hedefine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Enflasyon beklentileri, Eylül ayında aylık enflasyonun öngörülenin üzerinde gelmesinin etkisiyle artış göstermiştir. Bu durumun fiyatlama davranışları üzerinde oluşturduğu riskler dikkate alınarak ekim ayında Kurul faiz indirimini sınırlı

tutmuştur. Tahminler, ara hedefler göz önünde bulundurularak para politikasının enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir çerçevede oluşturulmuştur. Sıkı para politikası duruşu talep, kur ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini desteklemeye devam edecektir. Parasal aktarım mekanizmasını destekleyen makroihtiyati politikaların etkisiyle kredi büyümesinin öngörülen dezenflasyon patikası ile uyumlu bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir. Son olarak, tahmin döneminde diğer ekonomi politikalarının para politikası ile eşgüdümünü sürdürmesi talep, maliyet ve beklenti kanalları üzerinden enflasyondaki düşüğe katkı sağlayacaktır.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, politika faizini eylül ve ekim aylarında toplamda 350 baz puan indirmiştir. TCMB, enflasyonun ana eğiliminin ağustos ayında yavaşladığı ve talep koşullarının dezenflasyonist düzeyde olduğu değerlendirilmesiyse eylül ayında politika faiz oranını yüzde 43'ten yüzde 40,5'e indirmiştir. TCMB, ekim ayı toplantısına enflasyonun ana eğiliminin eylül ayında yükseldiğine ve talep koşullarının dezenflasyonist düzeyde olmakla birlikte dezenflasyon sürecindeki yavaşlamaya dikkat çekmiştir. Başta gıda olmak üzere son dönem fiyat gelişmelerinin enflasyon beklentileri ve fiyatlandırma davranışları kanalıyla dezenflasyon süreci üzerinde oluşturduğu risklerin belirginleştiğini vurgulamıştır. Bu gelişmeler karşısında TCMB, ekim ayında sınırlı bir indirim yaparak politika faizini yüzde 39,5 düzeyine getirmiştir.

TCMB, politika faizine ilişkin atılacak adımların; enflasyon gerçekleştirmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini göz önünde bulundurarak ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği sıklığı sağlayacak şekilde belirleneceğini tekrarlamıştır. Politika faizine ilişkin kararlarının, enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla gözden geçirileceği ifade edilmiş, enflasyon görünümünün ara hedeflerden belirgin bir biçimde ayrışması durumunda, para politikası duruşunun sıkılaştırılacağı belirtilmiştir. TCMB, fiyat istikrarı sağlanana kadar sürdürülecek sıkı para politikası duruşunun talep, kur ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini güçlendireceğini ifade etmiştir.

Parasal aktarımı güçlendirmek amacıyla kredilere yönelik düzenlemelerde bazı değişiklikler yapılmıştır. 16 Ağustos 2025 tarihinden itibaren kredi büyüme oranlarının hesaplama dönemi dört haftadan sekiz haftaya çıkarılarak kredi büyüme sınırlarının yönetilmesinde esneklik sağlanmıştır. 1 Ekim 2025 tarihinden geçerli olmak üzere, Türk lirası cinsinden kredi kartı nakit çekim veya kullanım işlemleri ile kredili mevduat hesapları için uygulanan aylık azami faiz oranlarında 25 baz puan indirim yapılmıştır. Ayrıca, 1 Kasım 2025 tarihinden itibaren kartla yapılan mal ve hizmet alımlarında bankalarca POS kullanan üye işyerlerinden alınabilecek azami üye işyeri ücreti kredi kartı ve banka kartı için farklılaştırılmış ve banka kartı işlemlerinde %1,04'e düşürülmüştür.

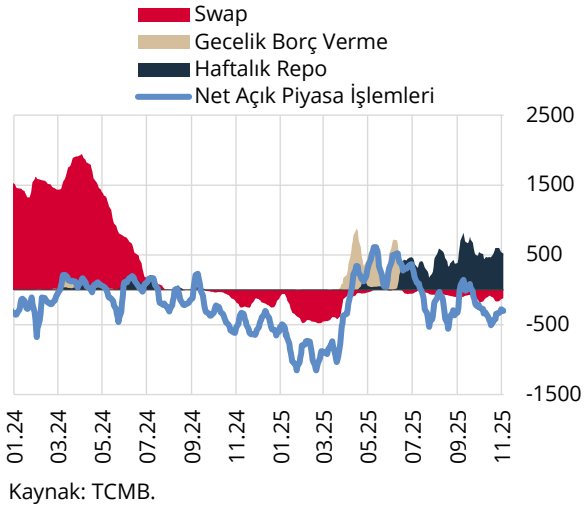
KKM hesap açma ve yenileme işlemleri sonlandırılmış ve makroihtiyati tedbirlerde bazı güncellemelere gidilmiştir. 23 Ağustos 2025 tarihi itibarıyla KKM hesap açma ve yenileme işlemleri sonlandırılmış ve buna bağlı olarak KKM'nin yenilenmesi ve TL'ye geçişine ilişkin hedefler kaldırılmıştır. Ayrıca, 17 Ekim 2025 tarihinde yapılan değişiklikle Türk lirası mevduat payı artış hedefleri aşağı yönlü güncellenmiştir.

Mevcut Enflasyon Raporu döneminde sistemdeki fazla likidite dalgalı bir seyir izlemiş ve kısa bir dönem için piyasada geçici likidite açığı oluşmuştur. Eylül ayı başına kadar sistemdeki fazla likidite, Hazine ve Maliye Bakanlığının (HMB) TCMB nezdindeki TL hesap bakiyesindeki yükseliş ve bankaların serbest mevduat talebindeki artış ile gerileme kaydetmiştir. Söz konusu unsurlar, 14 Ağustos tarihinde sistemde bulunan 691 milyar TL fazla likiditenin gerileyerek, 3 Eylül tarihi itibarıyla 159 milyar TL seviyesinde likidite açığı oluşmasına neden olmuştur. Eylül ayının ortalarından itibaren HMB hesap bakiyesinde ödemeler kaynaklı gözlenen gerileme ile piyasada tekrar fazla likidite oluşmuştur. Takip eden dönemde fazla likidite, çeşitli faktörlerin net etkisi ile dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 1.1.1).

Mevcut Rapor döneminde piyasadaki fazla likidite ağırlıklı olarak gecelik vadedeki sterilizasyon işlemleri ile çekilmiştir. Sterilizasyon ağırlıklı olarak TCMB politika faiz oranından gerçekleşen gecelik vadedeki depo alım ihaleleri kanalıyla yapılmıştır. Bu dönemde, sterilizasyon amacıyla ayrıca, bir hafta vadeli altın karşılığı ters swap ihaleleri düzenlenmeye devam edilmiştir. Fazla likiditenin sınırlı bir kısmı ise TCMB gecelik borç alma faiz oranından gerçekleşen gecelik kotasyon işlemleri ile çekilmiştir.

Rapor dönemi boyunca fonlama bir hafta vadeli repo ihaleleri kanalıyla yapılmış ve TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi, politika faizine eşit olmuştur. TCMB'nin fonlamasının tamamını ve sterilizasyon işlemlerinin büyük bir kısmını politika faiz oranı üzerinden yapması ile gecelik faiz oranları da TCMB politika faiz oranına yakın düzeylerde seyretmiştir (Grafik 1.1.2).

Grafik 1.1.1: TCMB APİ ve Swap İşlemleri
(1 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar Türk Lirası)



Grafik 1.1.2: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)

