

ENFLASYON RAPORU

2026-II

14 Mayıs 2026



İçindekiler

| | |
|--|-----------|
| 1. Genel Değerlendirme | 1 |
| 1.1 Para Politikası Kararları..... | 3 |
| 2. Ekonomik Görünüm | 5 |
| 2.1 Küresel Ekonomi..... | 5 |
| 2.2 Finansal Koşullar..... | 10 |
| 2.3 İktisadi Faaliyet..... | 15 |
| 2.4 Enflasyon..... | 24 |
| 3. Orta Vadeli Öngörüler | 50 |
| 3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar..... | 50 |
| 3.2 Orta Vadeli Görünüm..... | 52 |
| 3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları..... | 54 |
| Kutular | |
| Kutu 2.1 Dışsal Şok Dönemlerinde Döviz Talebi: 2025 ve 2026 Analizi..... | 31 |
| Kutu 2.2 Bireysel Kredilerde Limit Artışlarının Harcama Etkileri..... | 34 |
| Kutu 2.3 Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular..... | 38 |
| Kutu 2.4 Jeopolitik Gelişmelerin Enflasyona Yansımaları: Emtia Kanalı..... | 42 |
| Kutu 2.5 Petrol Fiyatlarındaki Dalgalanmalar ve Firma Enflasyon Beklentileri..... | 46 |

1. Genel Değerlendirme

Şubat ayı sonunda başlayan ABD/İsrail-İran Savaşı sonrası enerji fiyatları keskin bir şekilde artarken küresel ekonomik görünüme ilişkin belirsizlikler yükselmiştir. Mevcut durumda enerji fiyatları yüksek düzeyini korumakta ve haber akışına bağlı olarak oynak bir seyir izlemektedir. Öncü göstergeler küresel iktisadi faaliyette yavaşlama, girdi maliyetlerinde artış ve tedarik zincirlerinde aksamalara işaret etmektedir. Başta savaş bölgesinde yer alan ülkeler olmak üzere, birçok ekonomide büyüme öngörülerini aşağı yönde güncellenmiştir. Manşet enflasyon küresel ölçekte artarken çekirdek enflasyon görece ılımlı bir seyir izlemektedir. Yaşanan arz şokuna karşı küresel para politikasının ilk tepkisi sınırlı olmuştur. Bununla birlikte gelişmiş ülkelerde beklenen faiz indirimlerinin ötelenmesi ve bazılarında faiz artışlarının fiyatlandırıldığı görülmektedir. Enflasyonist baskıların sürmesi durumunda, beklentilerin çıpalandırılması ve ikincil etkilerin kontrol altına alınmasına yönelik küresel ölçekte daha fazla parasal sıkılaştırma gerekebileceği değerlendirilmektedir. Bundan sonraki süreçte; savaşın gelişimi, enerji nakliyatındaki aksamaların boyutu ve süresi küresel ekonomik görünüm açısından belirleyici olacaktır. Rapor döneminde gelişmekte olan ülkelere portföy girişlerinde dalgalı bir seyir gözlenirken son dönemde artan jeopolitik riskler nedeniyle küresel belirsizlik yüksek seyrini sürdürmektedir.

Rapor döneminde ABD/İsrail-İran Savaşı'nın etkisiyle finansal piyasalarda yüksek oynaklık gözlenmiş ve başta emtia piyasaları olmak üzere finansal piyasalarda belirsizlik artmıştır. Bu durum, finansal varlık fiyatlamalarının ve portföy hareketlerinin seyrinde etkili olmuştur. Türkiye CDS primi, artan belirsizlikle beraber GOÜ risk primlerine benzer biçimde yükselerek, 11 Mayıs itibarıyla 226 baz puan seviyesine gelmiştir. TCMB brüt uluslararası rezervleri, 52,7 milyar ABD doları azalarak 165,5 milyar ABD doları seviyesine gerilemiştir.

Mevcut Rapor döneminde finansal koşullar sıkılaştırmıştır. Jeopolitik gelişmeler karşısında TCMB sıkı para politikasını destekleyici kararlar almıştır. Bu kararların mevduat ve kredi faizlerine yansıdığı görülmektedir. Para politikasındaki sıkı duruşun etkisiyle mevcut Rapor döneminde TL mevduat tercihi devam etmiştir. Kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesinde ticari krediler kaynaklı artış görülürken, ihtiyaç kredisi büyümesinin yavaşlaması toplam kredilerdeki artışı yavaşlatmıştır.

2025 yılının dördüncü çeyreğinde yıllık ve çeyreklik bazda büyüme oranları gerilemiş, iktisadi faaliyet potansiyelinin altında bir büyüme kaydetmiştir. Dördüncü çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), yıllık bazda yüzde 3,4, çeyreklik bazda ise yüzde 0,4 oranında artmıştır. Özel tüketim ve toplam yatırımlar yıllık büyümeye pozitif katkı vermiştir. Çeyreklik bazda ise özel tüketimde artış olurken toplam yatırımlar sınırlı olarak gerilemiştir. Söz konusu dönemde, mal ve hizmet ithalatında artış, ihracatında ise düşüş gerçekleşmiştir. Böylelikle net ihracatın çeyreklik büyümeye katkısı negatif yönde olmuştur. Bu çerçevede, iktisadi faaliyet, son çeyrekte hız kesmeye devam ederek potansiyelinin altında bir büyüme sergilemiştir. 2025 yılı genelinde ise büyüme yüzde 3,6 oranında gerçekleşmiştir. Özel tüketimin yıllık büyümeye verdiği katkı sınırlı olarak gerilemiş, yatırımların katkısı artmış, net ihracat ise büyümeyi sınırlamıştır.

2026 yılının ilk çeyreğine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette ivme kaybına işaret etmekte, talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin sürdürülmesini ima etmektedir. Söz konusu dönemde, altın hariç perakende satışların büyümesi bir önceki çeyreğin sınırlı üzerinde gerçekleşmiş; ancak satışlar uzun dönem eğiliminin altında seyretmeye devam etmiştir. Beyaz eşya ve otomobil satışları ilk çeyrekte azalmıştır. Aynı dönemde kartla yapılan harcamalar çeyreklik bazda sınırlı bir artış göstermekle birlikte, harcamaların çeyreklik büyümesi yavaşlamıştır. Nisan ayına ilişkin veriler, kart harcamalarındaki zayıf seyri sürdürdüğüne işaret etmektedir. Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden elde edilen bulgular da yurt içi satışlarda yılın ilk çeyreğinde yavaşlama olduğunu ima etmektedir. Üretim tarafında ise sanayi üretimi ilk çeyrekte yataya yakın seyretmiştir. Tipik oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında sanayi üretimi çeyreklik bazda sınırlı olarak gerilemiştir. İktisadi Yönelim Anketi (İYA) ve PMI gibi anket bazlı göstergeler mart ayında jeopolitik gelişmeler kaynaklı sektör faaliyetinde gerileme ima ederken nisan ayında kısmen ayrılmıştır. İYA, üretim beklentilerindeki zayıflamanın ivme kaybetmekle birlikte devam ettiğine işaret ederken PMI üretim endeksi söz konusu zayıflamanın nisan ayında daha kuvvetli olduğunu ima etmektedir. Yılın ilk çeyreğinde hizmet üretim endeksi artış gösterirken ulaştırma ve konaklama gibi hanehalkı talebiyle daha yakından ilişkili olan alt kalemlerde görünüm daha zayıf olmuştur. İnşaat üretim endeksinin çeyreklik ve yıllık büyüme oranları gerilemiştir.

İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğine kıyasla daha az sıkıdır. Mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin ortalamalarına göre istihdam ilk çeyrekte yüzde 0,9 oranında (301 bin kişi) azalmıştır. Söz konusu dönemde işsizlik oranı çeyreklik bazda sınırlı gerilerken işgücüne katılım oranı azalmıştır. Âtıl işgücü oranının yüksek seviyesini sürdürmesi işgücü piyasasının, işsizlik oranının ima ettiği ölçüde sıkı olmayabileceğine işaret etmektedir. 2025 yılının dördüncü çeyreğinde kişi başı reel ücretlerdeki ılımlı artışı yanı sıra verimlilikteki azalışın etkisiyle tarım dışı reel birim ücretler sınırlı artmıştır.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı 2026 yılının ilk çeyreğinde artmıştır. İlk çeyrekte ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığındaki artışla cari açık yükselmiştir. Hizmetler dengesi fazlasındaki gerileme ve gelir dengesindeki bozulma da bu dönemde cari dengeyi olumsuz etkilemiştir. Yılın ilk çeyreğinde dış talep ılımlı seyrini korumuş ve ihracat fiyatlarındaki artış eğilimi sürmüştür. Buna karşın ihracat bir önceki çeyreğe göre sınırlı olarak azalmıştır. Savaşın başlamasıyla mart ayında ilgili bölge ülkelerine yapılan ihracatta düşüş olmakla birlikte toplam ihracatta aylık bazda azalış gözlenmemiştir. İthalat ise ilk çeyrekte altın ithalatındaki azalış kaynaklı gerilemiştir. Savaşın enerji fiyatlarında tetiklediği hızlı yükseliş, mart ayında enerji ithalatında belirgin artışa neden olmuştur. Mal grubu bazında bakıldığında, ilk çeyrekte yatırım ve tüketim malı ithalatı bir önceki çeyreğe göre azalmış, ara malı ithalatı ise artmıştır. Geçici veriler nisan ayında ihracatta artışa, ithalatta ise gerilemeye işaret etmektedir. Böylelikle, dış ticaret açığı ilk çeyrek ortalamasının altında bir görünüm sergilemiştir. İhracattaki artışta jeopolitik gelişmelerin ve artan lojistik maliyetlerinin talebi arızı olarak Türkiye'ye kaydırmasının rol oynadığı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, savaşın gidişatına dair belirsizliğin sürmesi ve enerji fiyatlarının yüksek seviyelerde oynak seyretmesi yılın geri kalanında dış ticaret açığı üzerinde yukarı yönlü riskleri artırmaktadır. Finansman tarafına bakıldığında ise ilk çeyrekte sermaye girişlerinin azaldığı görülmektedir. Ocak ve şubat aylarında sermaye girişleri gözlenirken söz konusu girişler portföy, kısa ve uzun vadeli yatırım kalemleri arasında dengeli dağılmıştır. Savaş belirsizliğinin gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarına neden olduğu mart ayında hem portföy hem kısa vadeli yatırım kalemlerinden çıkışlar yaşanmıştır. Öncü veriler nisan ayında sermaye girişlerinin tekrar başladığına işaret etmektedir.

Tüketici enflasyonu nisan ayında yüzde 32,37 olarak gerçekleşmiş ve bir önceki Rapor döneminde sunulan tahmin aralığının üzerinde kalmıştır. Son üç aylık dönemdeki gelişmeler alt kalem bazında değerlendirildiğinde, yıllık enflasyona enerji ve gıda grupları artırıcı yönde katkıda bulunurken temel mallar ile alkol-tütün-altın gruplarının katkısı azaltıcı yönde olmuştur. Rapor döneminde yaşanan jeopolitik gelişmeler hem belirsizliğe hem de arz şoklarına yol açarak enflasyonist baskıları artırmıştır. Yurt içi enerji fiyatları küresel enerji emtia fiyatlarındaki gelişmeler sonucu önemli ölçüde yükselmiştir. Ham petrol fiyatlarındaki artışların tüketici fiyatlarına olan etkisini sınırlamak üzere akaryakıt ürünlerinde eşel mobil sistemi uygulanmaya başlanmıştır. Diğer taraftan, söz konusu küresel gelişmelerin tetiklediği maliyet artışları ve mevcut sübvansiyon yükü çerçevesinde, yönetilen fiyatlar kapsamındaki elektrik ve doğal gaz tarifelerinde güncellemeye gidilmiştir. Doğal gazda, elektrik fiyatlarına benzer şekilde, meskenler için fazla tüketim yapan hanelerin daha yüksek ödediği kademeli fiyat uygulamasına geçilmesinin de etkisiyle fiyat artışı belirgin olmuştur. Enerji ve hammadde akışındaki kesintiler, enerji harcamalarını artırmasının yanı sıra nakliye, plastik, ambalaj, kimyasallar ve tarımsal girdi maliyetlerini de yükselterek küresel ölçekte maliyet baskısı oluşturma riski taşımaktadır. Rapor döneminde Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasının üzerinde seyrederken Hürmüz Boğazı'ndaki gelişmeler, alternatif rota arayışları nedeniyle teslimat sürelerini uzatmış, artan güvenlik riskleri sigorta primleri ve navlun maliyetlerini yükseltmiştir. Diğer taraftan, Türk lirasında dönem boyunca gözlenen istikrarlı seyir maliyet baskılarını sınırlamıştır. Bu görünüm altında emtia kanalının etkisiyle üretici fiyatları kaynaklı maliyet baskıları güçlenmiştir. İlk çeyrek verileri iktisadi faaliyette yavaşlama sinyali verirken önümüzdeki dönemde talep koşullarının dezenflasyona verdiği desteğin artacağı değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, küresel tedarik zincirindeki sorunların önümüzdeki dönemde yurt içine yansımalarının belirginleşmesi durumunda maliyet yanında tedarik kaynaklı fiyat artışı baskısı da görülebilecektir. Mevcut Rapor döneminde enflasyon beklentilerinde bozulma izlenirken jeopolitik gelişmelerin enflasyon görünümü üzerindeki olası ikincil etkileri önem taşıyacaktır.

Enflasyon ara hedefleri 2026, 2027 ve 2028 yılları için sırasıyla yüzde 24, yüzde 15 ve yüzde 9 olarak güncellenmiştir. Son dönemde yaşanan olağandışı jeopolitik gelişmeler varsayım setinde olağanüstü güncellemelere neden olmuş, ER 2025-III'te paylaştığımız çerçeve dikkate alındığında ara hedeflerde güncelleme ihtiyacı doğmuştur. Bu bağlamda, enflasyon tahminlerinde de değişikliğe gidilmiş ve küresel görünüm kaynaklı yüksek oynaklıklar nedeniyle tahmin aralığı iletişimine ara verilmiştir.

Enflasyon tahmini 2026 yıl sonunda yüzde 26, 2027 yıl sonunda ise yüzde 15 olarak yukarı yönlü güncellenmiştir. Enflasyonun, 2028 yıl sonunda yüzde 9'a geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 enflasyon hedefi etrafında istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Tahmin patikasının yukarı yönlü güncellenmesinde, son dönemde jeopolitik gelişmelerin etkisiyle artan enerji fiyatları öne çıkmaktadır. Büyük ölçüde petrol ve diğer enerji fiyatları kaynaklı TL cinsi ithalat fiyatları varsayımlarının belirgin şekilde yukarı yönlü güncellenmesi enflasyon tahminlerinin yükselmesinde belirleyici olmuştur. Buna ek olarak, gerçekleştirmeler kaynaklı olarak gıda enflasyonu varsayımında yapılan güncelleme de yıl sonu tahminini yukarı çekmiştir. Ayrıca, enerji kalemleri öncülüğünde yönetilen-yönlendirilen fiyat ayarlamalarının ve enflasyon ana eğiliminin öngörülenden yüksek olması, enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesinde etkili olmuştur. Para politikasının ER 2026-I'dekine göre daha uzun süre daha sıkı durması arz şoklarının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki etkisini sınırlayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Diğer yandan, küresel belirsizliklerin de etkisi ile önümüzdeki dönemde talep koşullarının zayıflayacağı değerlendirilmektedir.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasının ER 2026-I'e göre daha uzun süre daha sıkı olacağı ve ekonomi politikalarında eşgüdümün korunacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Jeopolitik gelişmelerin enflasyon görünümü üzerinde oluşturabileceği riskleri sınırlamak amacıyla bir hafta vadeli repo ihalelerine ara verilerek ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin yüzde 40'ta gerçekleşmesi sağlanmış ve parasal sıkılık makroihtiyati politikalarla güçlendirilmiştir. Tahminler, ara hedefler gözetilerek para politikasının enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir çerçeve baz alınarak oluşturulmuştur. Sıkı parasal duruş altında arz şoklarının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki etkisinin sınırlı kalacağı ve ana eğilimin önümüzdeki dönemde gerileyeceği öngörülmektedir. Ayrıca, para politikasının gecikmeli etkileri ve yapılan düzenlemelerin katkısıyla kira ve eğitim gibi ataleti yüksek olan hizmet kalemlerinde fiyat artış hızında yavaşlama ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışında zayıflama beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde jeopolitik gerilimin seyri ve süresi, dezenflasyon süreci açısından kritik önem arz etmektedir. Tahmin döneminde diğer ekonomi politikalarının para politikasıyla eşgüdüm içinde sürdürülmesinin de dezenflasyon sürecini destekleyeceği değerlendirilmektedir.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, şubat ayı sonundaki jeopolitik gelişmeler neticesinde parasal duruşu sıkılaştıran ve parasal aktarım mekanizmasını destekleyen adımlar atmıştır. Jeopolitik gelişmelere bağlı olarak belirsizlikler artmış, küresel risk iştahında bozulma ve enerji fiyatlarında yükseliş gözlenmiştir. Söz konusu unsurların enflasyon görünümü üzerinde oluşturabileceği riskleri sınırlamak amacıyla TCMB, mart ayı PPK kararı öncesinde sıkı para politikasını destekleyici tedbirler almıştır. Bu kapsamda, 2 Mart tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihalelerine ara verilmiş ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin TCMB gecelik vadede borç verme faiz oranı seviyesinde oluşması sağlanmıştır. Buna ilave olarak, 2-13 Mart döneminde 4 hafta vadeli TL depo alım ihalesi açılmış ve sterilizasyonun ortalama vadesi uzatılmıştır. Ayrıca, likidite araçlarının çeşitliliğini artırmak amacıyla likidite senetleri ihraç edilmeye başlanmıştır. Tahvil piyasasındaki likidite koşullarını desteklemeye yönelik olarak 2 Mart tarihinden itibaren doğrudan tahvil alımlarına başlanmıştır. Türk lirası piyasalarına ilişkin atılan adımlara ilave olarak döviz piyasasının sağlıklı çalışması, döviz kurlarında gözlenebilecek oynaklıkların engellenmesi ve döviz likiditesinin dengelenmesi amacıyla Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım işlemlerine başlanmıştır.

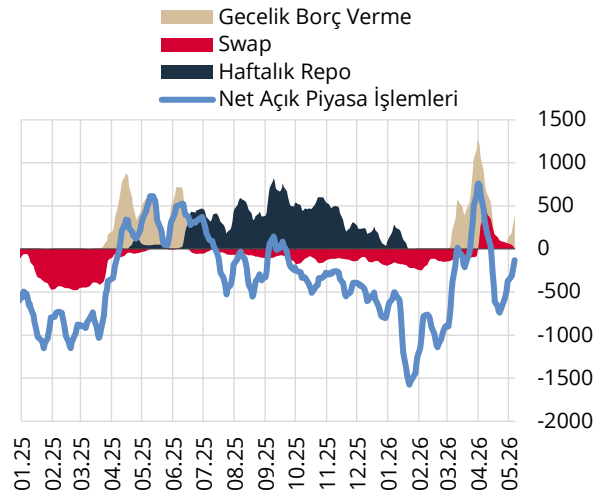
TCMB, politika faizini mart ve nisan aylarında sabit tutmuştur. Enflasyonun ana eğiliminin şubat ayında yataya yakın seyrettiğini değerlendiren TCMB, jeopolitik gelişmelerin maliyet kanalı ve iktisadi faaliyet üzerinden enflasyon görünümüne etkilerini yakından takip ettiğini vurgulayarak mart ayında politika faizini yüzde 37 seviyesinde sabit bırakmıştır. TCMB, nisan ayı toplantısında enerji fiyatlarında yüksek seyir ve belirgin oynaklık gözlemlendiğini belirterek yurt içi enerji fiyatlarının maliyet kanalı ve iktisadi faaliyet üzerinden enflasyon görünümüne etkilerinin yakından takip edildiğinin altını çizmiştir. Nisan ayında da politika faizini değiştirmeyen TCMB, enflasyonun ana eğiliminin mart ayında gerilediğini, nisan ayında ise öncü verilerin ana eğilimin bir miktar yükseleceğine işaret ettiğini vurgulamıştır. Ayrıca TCMB, göstergelerin iktisadi faaliyette yavaşlamaya işaret ettiğini, yakın dönemdeki gelişmelerin enflasyon görünümü üzerindeki olası ikincil etkilerinin önem taşıyacağını ifade etmiştir.

TCMB, parasal aktarımı güçlendirmek amacıyla kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık uygulamasında değişiklikler yapmıştır. Buna göre, deprem bölgesine kullandırılan TL kredilere ilişkin istisnalar kaldırılmış, istisna krediler arasında yer alan esnaf kredilerinin kapsamı daraltılmıştır.

Mevcut Enflasyon Raporu döneminde likidite fazlası gerilemiş ve bir süre sistemde geçici likidite açığı oluşmuştur. Piyasadaki likidite, ağırlıklı olarak TCMB kaynaklı döviz işlemlerinin etkisiyle dalgalı bir seyir izlemiştir. Şubat ayı sonlarından itibaren jeopolitik gelişmeler neticesinde artan belirsizlikler, riskten kaçınma eğiliminin belirginleşmesine ve Türk lirası varlıklarda satış baskısı oluşmasına neden olmuştur. Bu süreçte TCMB'nin döviz kurlarındaki oynaklıkları sınırlamaya yönelik işlemleri ile döviz pozisyonunda gerileme gerçekleşmiştir. TCMB'nin döviz işlemleri neticesinde piyasadaki fazla likidite düzeyi azalış eğilimine girmiş ve 23 Mart-10 Nisan dönemi boyunca sistemde likidite açığı oluşmuştur (Grafik 1.1.1). Rapor dönemi boyunca Hazine ve Maliye Bakanlığının (HMB) TL hesap bakiyesinin seyri ile zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemesi de likidite koşulları üzerinde etkili olmuştur. TCMB, piyasada likidite açığı oluşmasının ardından bankaların Türk lirası ve döviz likidite yönetimlerine katkıda bulunmak amacıyla 31 Mart tarihinden itibaren geleneksel yöntemle alım yönlü swap ihaleleri ile Türk lirası fonlama yapmaya başlamıştır. Swap kanalıyla yapılan TL fonlama tutarı 6 Nisan tarihinden itibaren likidite ihtiyacına bağlı olarak azalış eğilimine girmiştir.

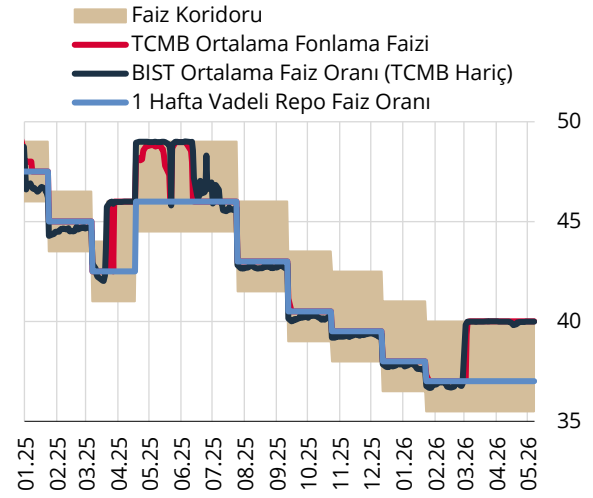
Mevcut Rapor döneminin büyük bir bölümünde sistemin fonlama ihtiyacı TCMB gecelik borç verme faiz oranı üzerinden karşılanmıştır. 2 Mart tarihinden itibaren TCMB fonlaması ve gerçekleştirilen sterilizasyon işlemlerinin TCMB gecelik borç verme faiz oranından gerçekleşmesi ile piyasadaki gecelik faiz oranları da TCMB üst koridoruna yakın düzeylerde seyretmiştir (Grafik 1.1.2). Likidite fazlasının sterilizasyonu gecelik vadedeki TL depo alım ihaleleri kanalıyla yapılmaktadır. Rapor döneminde, 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 ve bir hafta vadeli depo alım ihaleleri ile çekilmiştir.

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



Kaynak: TCMB.

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



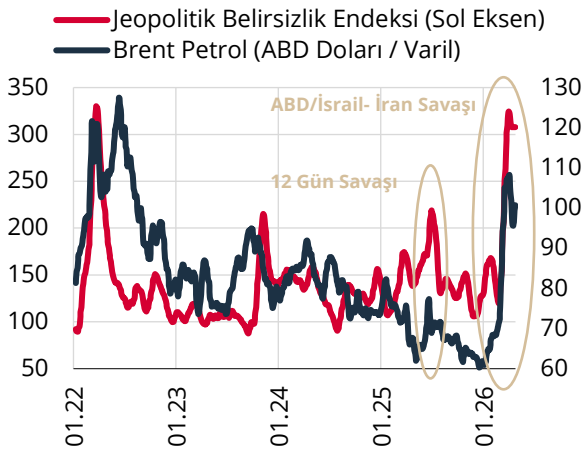
Kaynak: BİST, TCMB.

Ekonomik Görünüm

2.1 Küresel Ekonomi

Şubat ayı sonunda başlayan ABD/İsrail-İran Savaşı sonrası enerji fiyatları keskin bir şekilde artarken küresel ekonomik görünüme ilişkin belirsizlikler yükselmiştir. Körfez ülkelerine İran tarafından yapılan misilleme saldırıları ve Hürmüz Boğazı'ndan tanker geçişinin durması ile enerji arzında aksamalar ve nakliye maliyetlerinde artışlar görülmüştür. Enerji fiyatlarındaki artışın geçtiğimiz yılın haziran ayında gerçekleşen ABD/İsrail-İran Savaşı'na kıyasla çok daha belirgin olduğu görülmektedir (Grafik 2.1.1). ABD'de yürürlükte olan gümrük tarifelerinin bir bölümü, yargı süreci sonrasında iptal edilmiştir. İptal edilen tarifelerin yerine yenileri getirilmiş olsa da süreç sonrasında ortalama tarife oranlarının gerilediği görülmektedir. Bu olumlu gelişmeye rağmen, artan jeopolitik riskler nedeniyle nisan ayı küresel bileşik PMI endeksi şubat ayına göre 1,6 puan gerilemiştir. Öncü göstergeler girdi maliyetlerinde artışlara ve tedarik zincirlerinde aksamalara işaret etmektedir. Mart ayında, ilgili PMI endeksi, imalat sanayinde tedarik sürelerinin uzadığını işaret ederek 2022 yılı üçüncü çeyreğinden bugüne kadar olan en düşük düzeyine gerilemiştir. Girdi fiyatları endeksindeki artış eğilimi dikkat çekicidir (Grafik 2.1.2).

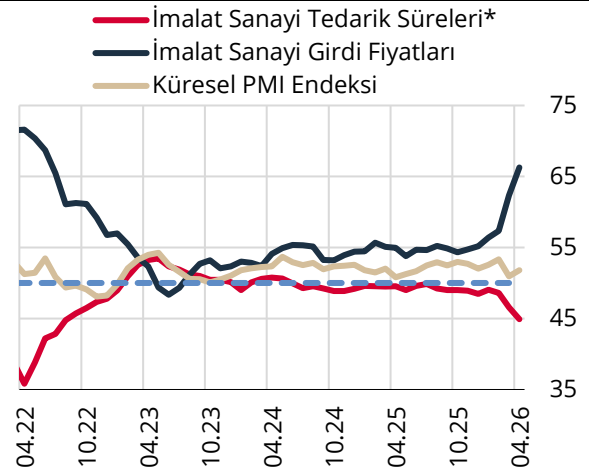
Grafik 2.1.1: Jeopolitik Belirsizlik Endeksi ve Ham Petrol Fiyatları*



Kaynak: S&P Global, Geopolitical Risk Index, Iacoviello vd. (2021)

* Yedi günlük hareketli ortalama.

Grafik 2.1.2: Küresel PMI Endeksleri (Seviye)



Kaynak: S&P Global.

* Endeksin düşmesi tedarik sürelerinin uzadığı anlamına gelmektedir.

Enerji fiyatları haber akışına bağlı olarak dalgalanmakta ve savaş öncesi düzeyinin belirgin şekilde üzerinde seyretmektedir. Brent petrol fiyatları varil başına bir önceki Rapor dönemine göre yüzde 49, yıllık olarak ise yüzde 70'in üzerinde artmıştır. Bu dönemde petrol fiyatlarının spot fiyatı ile vadeli fiyatı arasındaki ayrışma dikkat çekmiş; jeopolitik riskler kaynaklı belirsizlik, ham petrol fiyatlarındaki oynaklığı önemli oranda artırmıştır (Mercek Altı 2.1). Avrupa için gösterge niteliğinde olan doğal gaz fiyatları yukarı yönlü oldukça güçlü hareketler sergilemiştir. Belirsizliğin sürdüğü ve risklerin her iki yönde varlığını koruduğu görülmektedir. Savaşın gelişimi, enerji altyapısında oluşan ve oluşacak hasar ile enerji nakliyatındaki aksamaların boyutu ve süresi, fiyatların seyri üzerinde etkili olmaya devam edecektir. Enerji dışı emtia fiyatlarında ise değerli metaller hariç daha ılımlı artışlar gerçekleşmiştir. Bir önceki Rapor dönemine göre, endüstriyel metaller yüzde 10,7 oranında yükselirken değerli metal fiyatları yüzde 2,2 oranında azalmıştır. Tarımsal emtia fiyatları ise bir önceki Rapor dönemine göre yüzde 10,1 oranında yükselmiştir (Tablo 2.1.1). Özellikle doğal gaz olmak üzere, enerji fiyatlarındaki artışların, Rusya-Ukrayna savaşında olduğu gibi, önümüzdeki dönemde gübre fiyatları aracılığıyla tarımsal emtia fiyatlarını etkileme riski bulunmaktadır.

Tablo 2.1.1: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)

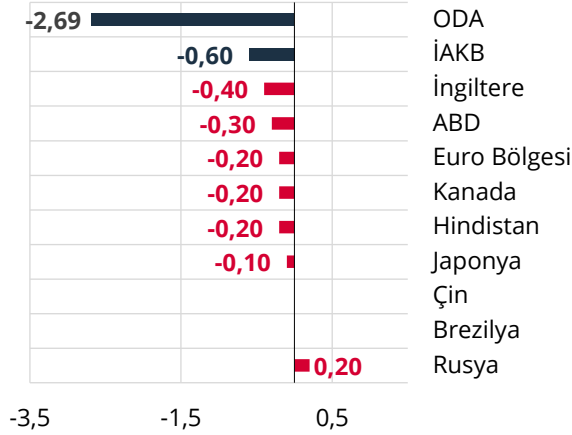
| | Şubat 2026 | Mart 2026 | Nisan 2026 | Mayıs 2026 | Yıllık | Bir Önceki Rapor Dönemine Göre* |
|--------------------|------------|-----------|------------|------------|--------|---------------------------------|
| Emtia Ana Endeksi | 3,7 | 19,0 | 3,7 | 2,5 | 41,3 | 27,7 |
| Enerji | 6,8 | 39,4 | 5,3 | 3,4 | 61,8 | 52,7 |
| Tarımsal Emtia | -0,7 | 4,8 | 1,1 | 3,9 | 1,4 | 10,1 |
| Endüstriyel Metal | -0,5 | 1,0 | 4,3 | 1,9 | 38,0 | 10,7 |
| Değerli Metal | 4,3 | -3,1 | -3,0 | -1,1 | 48,0 | -2,2 |
| Enerji Hariç | 1,1 | 0,9 | 1,7 | 1,4 | 21,6 | 6,1 |
| Brent Petrol | 6,8 | 45,8 | 18,0 | -10,7 | 70,4 | 49,1 |
| Doğal Gaz (ABD) | -25,2 | -3,0 | -11,7 | 4,3 | -19,0 | -9,5 |
| Doğal Gaz (Avrupa) | -4,8 | 63,1 | -14,5 | 0,7 | 28,9 | 40,1 |
| Kömür | 7,2 | 16,0 | 0,0 | -1,2 | 33,5 | 12,7 |
| Alüminyum | -2,0 | 9,8 | 6,3 | 0,2 | 46,8 | 19,0 |
| Bakır | -0,7 | -3,7 | 4,3 | 3,1 | 30,8 | 10,9 |
| Demir | -6,6 | 5,1 | 2,0 | 3,1 | 11,0 | 11,9 |
| Buğday | 6,0 | 8,4 | 1,1 | 2,4 | 17,1 | 12,6 |
| Soya | 6,8 | 4,2 | -0,3 | 2,1 | 13,3 | 5,5 |
| Pirinç | 2,7 | 3,0 | -0,8 | 6,0 | -9,6 | 6,2 |
| Mısır | -0,3 | 5,2 | 0,1 | 2,0 | 2,6 | 6,8 |
| Pamuk | -2,9 | 6,4 | 12,8 | 11,0 | 24,7 | 40,9 |
| Şeker | -4,0 | 4,2 | -4,8 | 6,0 | -14,3 | 8,4 |

Kaynak: Bloomberg.

* 12 Şubat 2026 ile 11 Mayıs 2026 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir. Renklendirmenin kırmızı ve yeşil olması, fiyatlarda sırasıyla artış ve düşüş olduğunu göstermektedir.

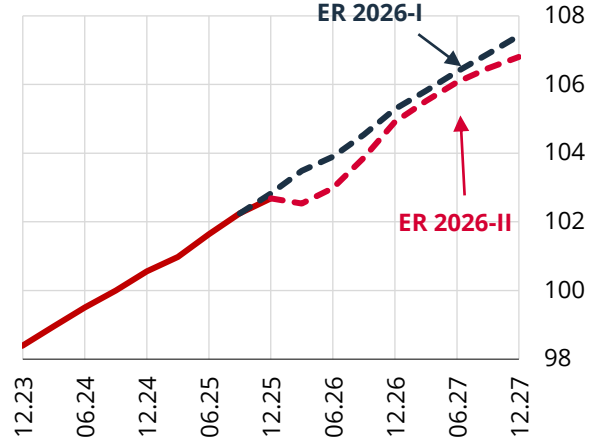
Verimlilik artışları ve destekleyici para ve maliye politikalarının etkisiyle 2025'te ılımlı bir görünüm ortaya koyan küresel iktisadi büyüme, savaş nedeniyle belirgin olarak zayıflamıştır. Başta savaş bölgesinde yer alan ülkeler olmak üzere, birçok ekonomide büyüme öngörülerini aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 2.1.3). Enerji fiyatlarının neden olduğu olumsuz arz şokunun yanı sıra, küresel ölçekte yükselen enflasyon nedeniyle harcanabilir gelirin azalması ve hâlihazırda zayıf seyreden tüketici ve üretici güveninin savaştan olumsuz etkilenmesi daha zayıf bir büyüme beklentisine neden olmaktadır. Özellikle net enerji ithalatçısı olan ekonomilerde olumsuz etkiler daha belirgin olarak gözlenmektedir. Enerji fiyatlarındaki yüksek seyrin daha uzun süre devam etmesi durumunda enflasyon üzerindeki ikincil etkiler belirginleşecektir. Söz konusu etkilere karşı verilecek olası bir küresel para politikası tepkisi sonucunda mevcut büyüme görünümünün daha da bozulma olasılığı söz konusudur. Savaştan doğrudan etkilenen Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi ülkeleri ile ABD, Türkiye'nin önemli ticaret ortakları arasındadır. Bu durum, Avrupa ülkelerinin büyüme tahminlerindeki güncellemelerle birlikte göz önüne alındığında, Türkiye'nin dış talep görünümünün belirgin şekilde bozulacağı beklentisini oluşturmaktadır. İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi'nin (İAKB) 2026 yılında bir önceki Rapor dönemine kıyasla yüzde 0,6 puan azalışla yüzde 1,7 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir. 2027 yılında ise söz konusu endeksin baz etkilerinin de yardımıyla bir miktar toparlanarak yüzde 2,6 oranında büyümesi beklenmektedir (Grafik 2.1.4).

Grafik 2.1.3: 2026 Büyüme Tahmin Güncellemeleri (Rapor Dönemleri Arası, % Puan)



Kaynak: Consensus Economics, S&P Global, TCMB.

Grafik 2.1.4: İAKB Endeksi (Eylül 2024=100)*

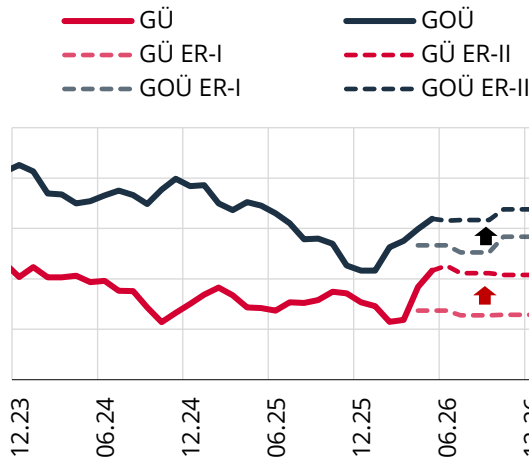


Kaynak: Consensus Economics, S&P Global, TCMB.

* İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (İAKB)
Türkiye'nin ticaret ortaklarının büyüme oranları ve tahminlerinin ihracat payları ile ağırlıklandırılması ile hesaplanmıştır.

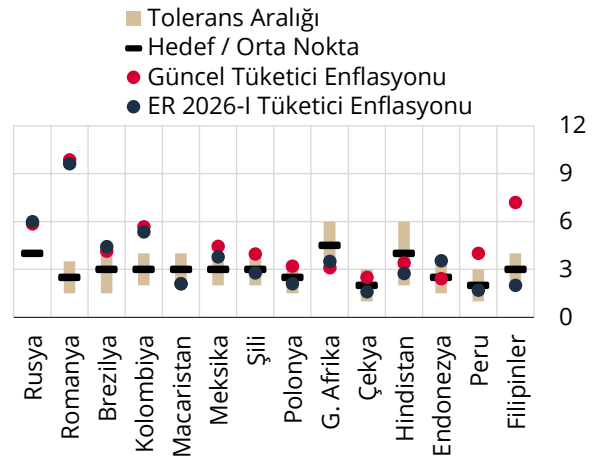
Küresel enflasyon görünümü artan enerji fiyatları nedeniyle belirgin şekilde bozulmuştur. Rapor dönemi boyunca yükselen enerji fiyatları hem gelişmiş ülkeler (GÜ) hem de gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur (Grafik 2.1.5). GÜ'de enflasyonda genele yayılan bir artış görülürken nisan ayı itibarıyla manşet enflasyon ABD'de yüzde 3,8; Euro Bölgesinde ise yüzde 3 seviyesine yükselmiştir. GOÜ'de ise ülkelerarası farklılaşmalar daha belirgindir. Bununla birlikte birçok ülkede manşet enflasyonun geçtiğimiz Rapor dönemine göre arttığı, bazı ülkelerde ise hedefin üzerinde ve tolerans aralığının dışında kaldığı görülmektedir (Grafik 2.1.6). Savaş kaynaklı petrol ve gaz tedarikindeki sıkışıklığın sürmesinin yanı sıra gıda fiyatları ve üretim maliyetlerindeki ikincil etkiler nedeniyle küresel enflasyon görünümünde bozulmanın devam edebileceği değerlendirilmektedir. Enerji fiyatları haber akışına bağlı olarak dalgalı bir seyir izlese de tedarik sorunlarının daha uzun bir döneme yayılma olasılığı, enflasyondaki artışların kalıcı olması riskini beraberinde getirmektedir. Bu durumun ikincil etkiler ile birlikte grece ılımlı seyreden çekirdek enflasyon oranlarında da artışa neden olabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 2.1.5: Küresel Enflasyon ve 2026 Tahminleri (GSYİH Ağırlıklı, Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.1.6: Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu (%)

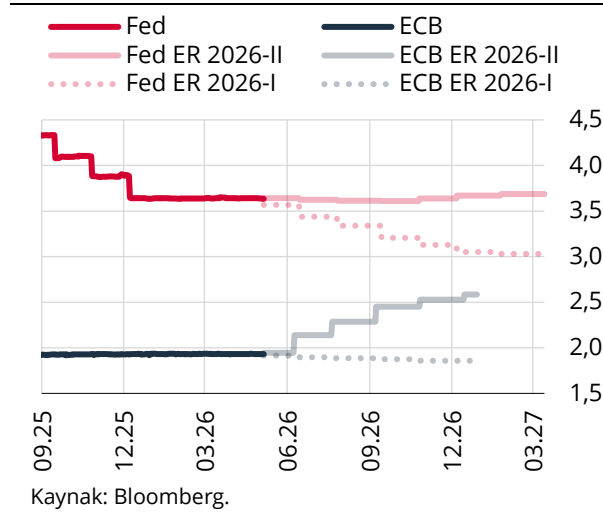


Kaynak: Bloomberg.

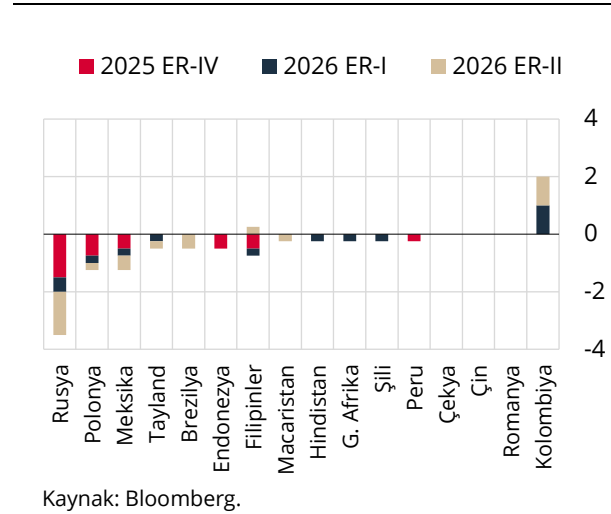
Enflasyonist risklerdeki artış ile birlikte merkez bankaları iletişimlerindeki temkin tonunu artırmış, GÜ merkez bankalarından beklenen faiz indirimleri ötelenirken faiz artışı olasılıkları da piyasa fiyatlamalarına yansımıştır.

Fed, ocak ve mart ayının ardından nisan ayında da politika faizini sabit tutmuştur. Piyasalar, 2026 yılında Fed'in politika faizinde yüksek olasılıkla değişikliğe gitmeyeceğini fiyatlamaktadır. Bununla birlikte piyasa fiyatlamaları 2026 ve 2027 yıllarında hem faiz indirimine hem de faiz artırımına pozitif olasılık atfetmektedir. Fiyatlanan faiz patikası geçtiğimiz Rapor dönemine göre belirgin şekilde yukarı kaymıştır. Yıl boyunca faizi sabit tutması beklenen ECB için, piyasaların yıl sonuna kadar 50 baz puandan fazla faiz artırımını fiyatladıkları görülmektedir (Grafik 2.1.7). Rapor döneminde diğer GÜ'de faiz indirimine giden merkez bankası bulunmazken Norveç Merkez Bankası 25 baz puanla faiz artışına gitmiş, Avustralya Merkez Bankası yüksek enflasyonist baskılara dair vurgusunu sürdürerek faiz artışlarına 25 baz puan ile devam etmiştir. Söz konusu dönemde GOÜ'de ise ülkelerarası farklılaşmalar daha belirgindir (Grafik 2.1.8). Rusya Merkez Bankası 150 baz puan; Brezilya ve Meksika 50'er baz puan; Macaristan, Polonya ve Tayland merkez bankaları 25'er baz puan faiz indirimine giderken Kolombiya Merkez Bankası 100, Filipinler Merkez Bankası ise 25 baz puan faiz artırmıştır. Çin ise büyümeyi destekleyici parasal genişleme adımlarını daha ılımlı bir para politikası izleneceği yönündeki iletişimiyle birlikte sürdürmüştür. GOÜ merkez bankalarının da iletişimlerinde savaş ile ilgili risklere vurgu yaptıkları görülmektedir. İndirim süreçlerini daha önce tamamlamış olan bazı merkez bankaları bekleme devam ederken faiz indiren merkez bankaları da temkinli ilerleyeceklerini ve gelişmeleri takip edeceklerini belirtmektedir. Filipinler Merkez Bankası süregelen indirim sürecini keserek yaptığı faiz artışında doğrudan jeopolitik risklere referans vermiştir. Yaşanan arz şokuna karşı küresel para politikasının ilk tepkisi sınırlı olmuştur. Ancak, sürecin uzaması ile birlikte enflasyon beklentilerinin çıpalanması ve ikincil etkilerin kontrol altına alınmasına yönelik olarak daha fazla parasal sıkılaştırmanın gerekebileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 2.1.7: Politika Faizleri ve Piyasa Fiyatlamalarının İma Ettiği Faiz Patikaları (Efektif, %)



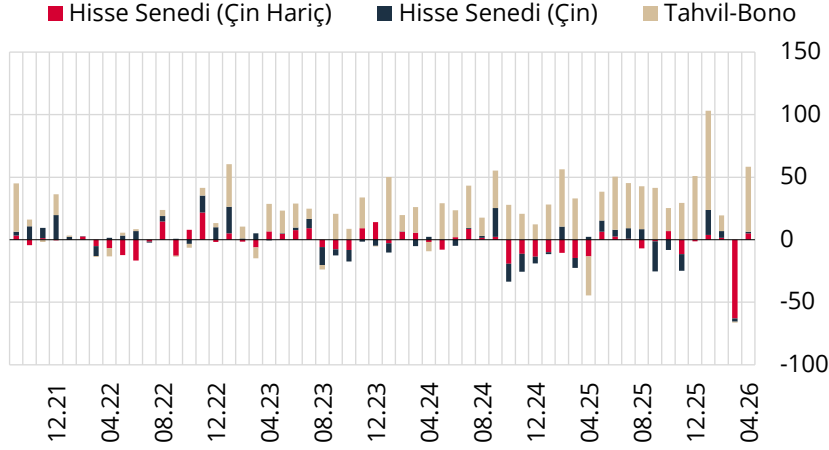
Grafik 2.1.8: GOÜ Politika Faiz Değişimleri (% Puan)



Artan küresel belirsizliklerin etkisiyle GOÜ'ye yönelen portföy akımlarında mart ayında görülen çıkışlar nisan ayında kısmen tersine dönmüştür.

Rapor dönemi genelinde portföy hareketlerinin hisse senedi piyasalarında ağırlıklı olarak çıkış yönünde tahvil piyasalarında ise ağırlıklı olarak giriş yönünde olduğu görülmektedir (Grafik 2.1.9). Gelişmiş ülkelerin 2026 yılında izleyecekleri para politikası portföy hareketlerinin seyri üzerinde etkili olabilecektir. Atılacak olası sıkılaştırma adımları, küresel risk iştahı üzerinde etkili olma potansiyeline sahiptir.

Grafik 2.1.9: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Akımları
(Aylık, Milyar ABD Doları)



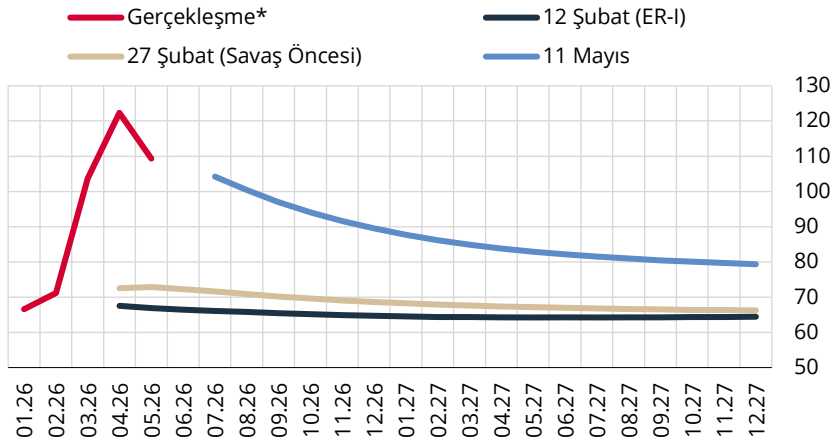
Kaynak: IIF.

Mercek Altı 2.1

Petrol Fiyatlarının Seyri ve Oynaklığı

Hürmüz Boğazı'nın açılması ve kapanmasına yönelik değişken haber akışı, Brent petrolün spot ve vadeli fiyatlarında belirgin ayrışmaya yol açmıştır. Gözlenen fiyat dinamikleri hem bir önceki Rapor dönemine hem de savaş öncesine kıyasla vadeli fiyat patikasının yukarı yönlü kaydığını göstermektedir. Bununla birlikte, vadeli fiyatların spot fiyatlardan belirgin biçimde ayrıştığı dikkat çekmektedir. Vadeli fiyat eğrisinin eğimi, yakın vadede petrol fiyatlarında aşağı yönlü bir beklentiye işaret etse de yıl sonu itibarıyla önceki döneme kıyasla daha yüksek fiyat seviyelerini ima etmektedir. Bu görünüm, petrol piyasasındaki fiyatlamalarda kısa vadeli arz riskleri ile orta vadeli fiyat beklentilerinin farklılaştığını ortaya koymaktadır (Grafik 1).

Grafik 1: Brent Petrol Spot ve Vadeli Fiyatları



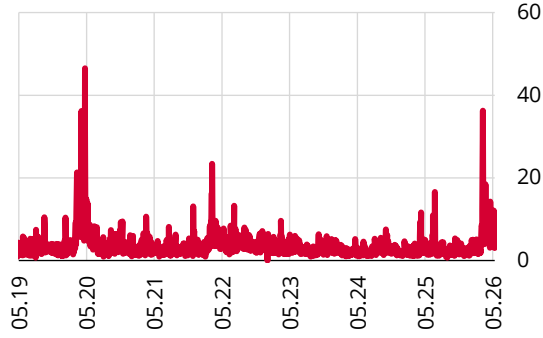
Kaynak: Bloomberg.

* 11 Mayıs itibarıyla.

Jeopolitik gelişmelerin etkisiyle petrol fiyatının oynaklığı belirgin bir şekilde artmıştır. Gün içi oynaklıkta özellikle belirli tarihlerde keskin sıçramalar yaşanması, piyasanın haber akışına yüksek duyarlılık gösterdiğine işaret etmektedir. Buna paralel olarak ima edilen oynaklık göstergesi de tarihsel ortalamasının üzerine çıkmış ve risk algısı önemli biçimde yükselmiştir. Özellikle son dönemde

gözlenen yukarı yönlü ivmelenme, piyasa katılımcılarının geleceğe ilişkin belirsizlikleri daha yüksek fiyatladığını ima etmektedir. Bu çerçevede, jeopolitik gelişmelerin yalnızca spot fiyatları değil, aynı zamanda beklenti kanalı üzerinden finansal piyasalardaki risk primini de artırdığı değerlendirilmektedir (Grafik 2 ve 3).

Grafik 2: Brent Petrol Fiyatları Gün İçi Oynaklık*

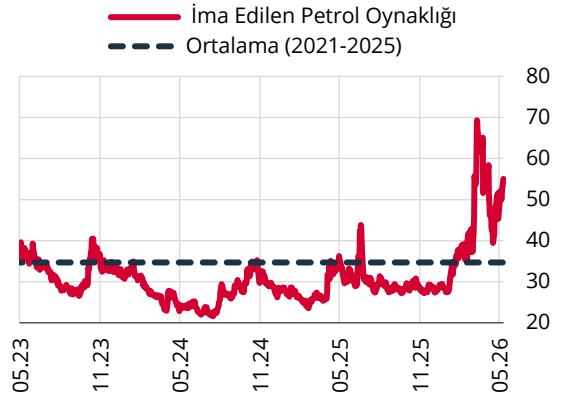


Kaynak: Bloomberg.

* Gün İçi Oynaklık =

$[(\text{En Yüksek} - \text{En Düşük}) / \text{Kapanış Değeri}] \times 100$

Grafik 3: Brent Petrol Fiyatları İma Edilen Oynaklık

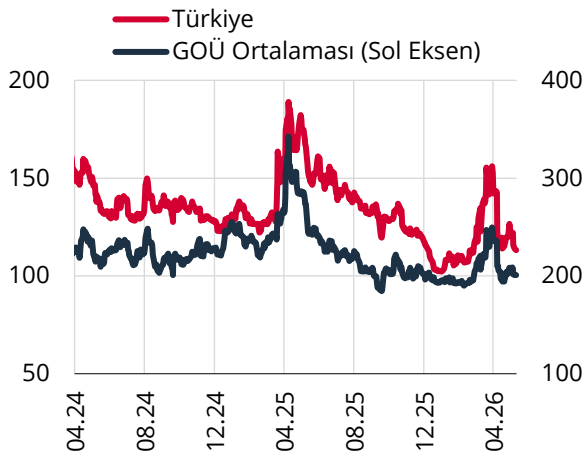


Kaynak: Bloomberg.

2.2 Finansal Koşullar

Rapor döneminde ABD/İsrail-İran Savaşı'nın etkisiyle finansal piyasalarda yüksek oynaklık yaşanmış ve belirsizlik artmıştır. Bu durum, finansal varlık fiyatlamalarını ve portföy hareketlerinin seyrini etkilemiştir. Türkiye CDS primi, küresel belirsizlikteki artış nedeniyle GOÜ risk primlerine benzer şekilde yükselerek, 11 Mayıs itibarıyla 226 baz puan olmuştur (Grafik 2.2.1). Mevcut Enflasyon Raporu döneminde GOÜ varlıklarından portföy çıkışları gözlenmiştir. Türkiye özelinde ise Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) piyasasından 5,7 milyar ABD doları çıkış, hisse senedi piyasasına ise 0,7 milyar ABD doları giriş olmak üzere toplamda 4,9 milyar ABD doları net portföy çıkışı gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.2).

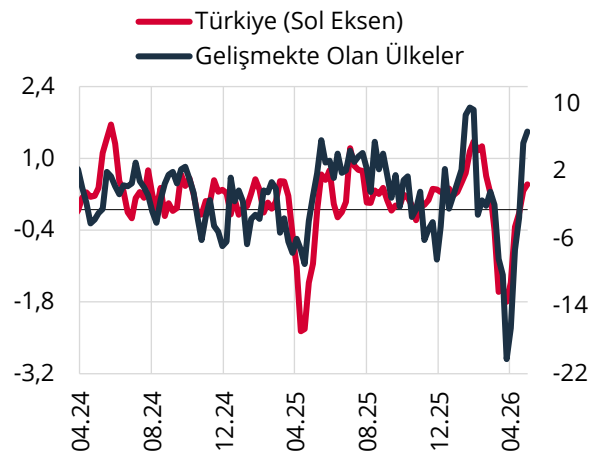
Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke CDS Primleri* (5 Yıl Vadeli, Baz Puan)



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)

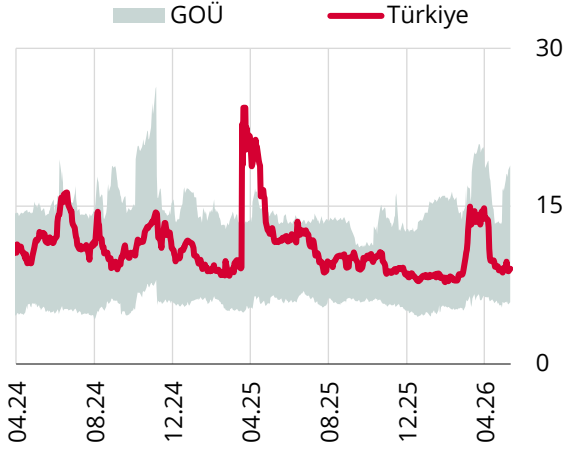


Kaynak: IIF, TCMB.

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

Türk lirasının ima edilen oynaklığı yükselmiştir. Mevcut Rapor döneminde kur oynaklıkları, finansal piyasalardaki gelişmelerle uyumlu olarak yükselmiştir. Türk lirasının ima edilen oynaklığı 1 ay vadede yüzde 9,1 düzeyinde, 12 ay vadede ise yüzde 21,1 seviyesinde bulunmaktadır (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).

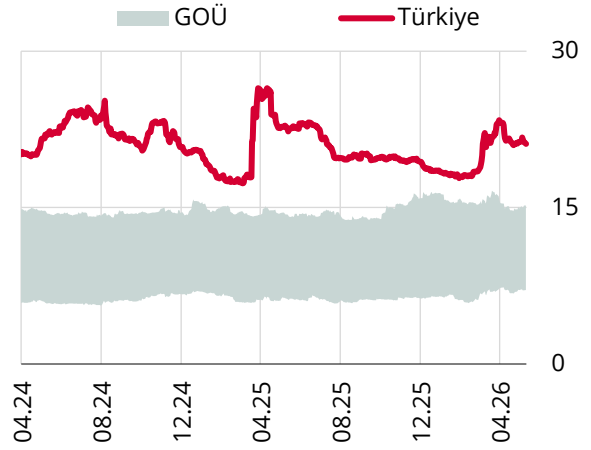
Grafik 2.2.3: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı* (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



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, %)

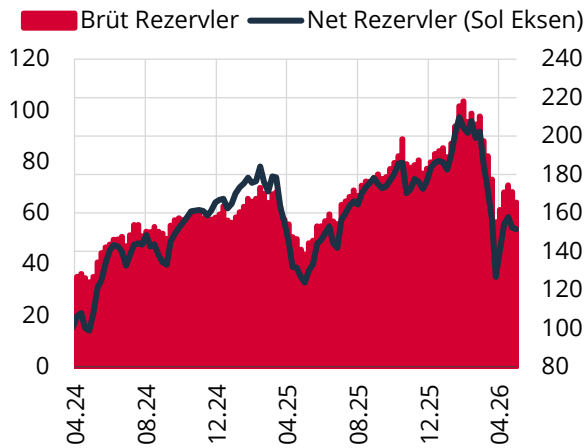


Kaynak: Bloomberg.

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

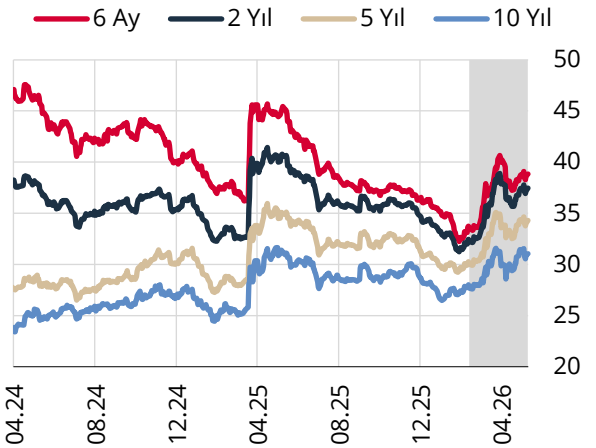
TCMB rezervleri bir önceki Rapor dönemine göre azalmıştır. Mevcut Rapor döneminde, TCMB brüt uluslararası rezervleri, 52,7 milyar ABD doları azalarak 165,5 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.5). ABD/İsrail-İran Savaşı'nın yaşanmakta olduğu dönemde, yurt içi yerleşiklerin net döviz talebi yurt dışı yerleşiklerinkine kıyasla sınırlı kalmıştır. Bu durum, para politikasına duyulan güvenin bir yansıması olarak değerlendirilmektedir (Kutu 2.1). Ayrıca, altın fiyatlarındaki değişimler, küresel risk iştahındaki seyir ile finansal piyasalardaki oynaklık rezervlerde dalgalanmalara yol açabilirken yakın dönemde TCMB rezervlerinde artış eğilimi gözlenmektedir.

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)

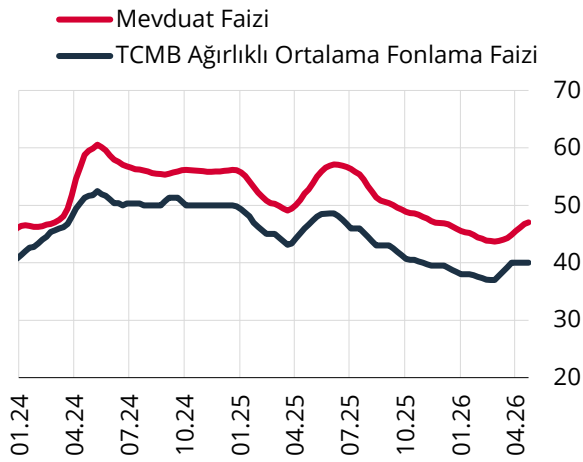


Kaynak: Bloomberg.

DİBS getirileri mevcut Rapor döneminde yükselmiştir. Mevcut Rapor döneminde artan jeopolitik riskler nedeniyle finansal piyasalarda yaşanan oynaklık ve portföy çıkışları sonucunda, kısa vadelerde daha yüksek olmak üzere bütün vadelerde DİBS getirileri yükselmiştir. Jeopolitik gelişmelere bağlı olarak risk algısının iyileşmesi ve küresel risk iştahının artması durumunda, DİBS getirilerinin enflasyon ve para politikası görünümü ile daha uyumlu seyretmesi beklenmektedir.

Mevcut Rapor döneminde, jeopolitik gelişmeler karşısında TCMB tarafından alınan sıkı para politikasını destekleyici kararlar neticesinde finansal koşullar sıkılaştırmıştır. Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alınarak, 1 Mart tarihinde 1 hafta vadeli repo ihalelerine bir süreliğine ara verilmesi kararlaştırılmıştır. Rapor döneminde mart ve nisan aylarında gerçekleştirilen PPK toplantılarında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 37 düzeyinde sabit tutulmuştur. TCMB ayrıca, Merkez Bankası gecelik vadede borç verme faiz oranını yüzde 40'ta, gecelik vadede borçlanma faiz oranını ise yüzde 35,5'te sabit tutmuştur. 1 Mart tarihinde alınan karar sonrasında gecelik piyasa faizleri TCMB faiz koridorunun üst bandına oldukça yakın seviyelerde gerçekleşmektedir. Bu durumun mevduat ve kredi faizlerine yansdığı görülmektedir. 24 Nisan itibarıyla mevduat faiz oranları 46,9 seviyesine, TL ticari kredi faiz oranları yüzde 49,7, ihtiyaç kredisi faiz oranları ise yüzde 62,2 seviyelerine yükselmiştir. Söz konusu haftada konut kredisi faiz oranları yüzde 37,2; taşıt kredisi faiz oranları ise yüzde 39,4 olmuştur (Grafik 2.2.7 ve Grafik 2.2.8).

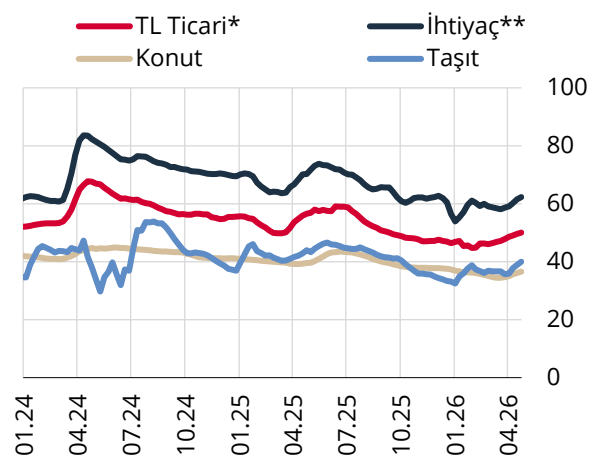
Grafik 2.2.7: Türk Lirası Fonlama Faizleri*
(4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

* Mevduat faizi bileşik, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi ise basit faizdir.

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



Kaynak: TCMB.

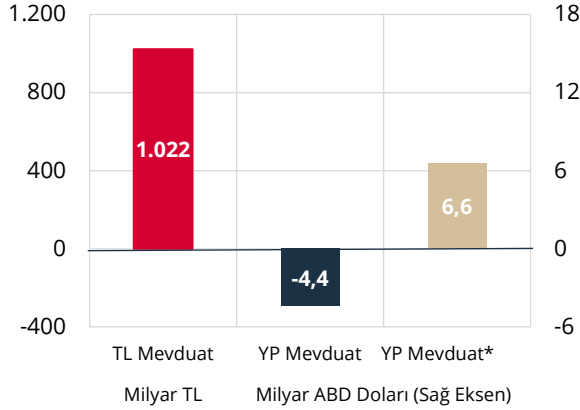
* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

** Kredili mevduat hesapları hariç.

*** Kredi faizleri bileşik faizdir.

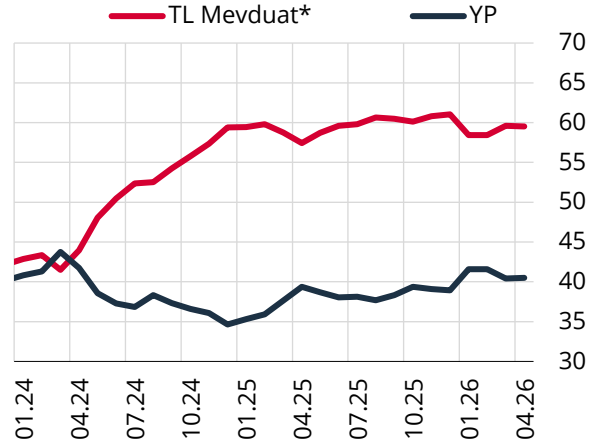
Bankaların mevduat kompozisyonunda TL payı, tarihsel ortalamasına yakın seyretmeye devam

etmektedir. Para politikasındaki sıkı duruşun da etkisiyle mevcut Rapor döneminde mudilerin TL tercihi devam etmiş ve TL mevduat 1 trilyon 22 milyar TL yükselmiştir. YP mevduat bakiyesi mevcut Rapor döneminde 4,4 milyar ABD doları azalmıştır. Parite ve fiyat etkileri arındırılmış YP mevduat bakiyesi ise 6,6 milyar ABD doları artmıştır (Grafik 2.2.9). Bu dönemde jeopolitik belirsizliklere rağmen uygulanan sıkı para politikası ile finansal istikrarı destekleyici adımların da etkisiyle TL mevduat payı yüzde 60 seviyesindeki istikrarlı seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.2.10).

Grafik 2.2.9: Mevduat Değişimi (24 Nisan 2026-30 Ocak 2025)

Kaynak: TCMB.

* Parite ve fiyat etkisinden arındırılmış değişimi göstermektedir. TL mevduat KKM ve DDM hariçtir. YP mevduat değişimleri yurt içi şubelerdeki yurt içi yerleşiklerin mevduat değişimidir.

Grafik 2.2.10: Mevduat Kompozisyonu (% Pay)

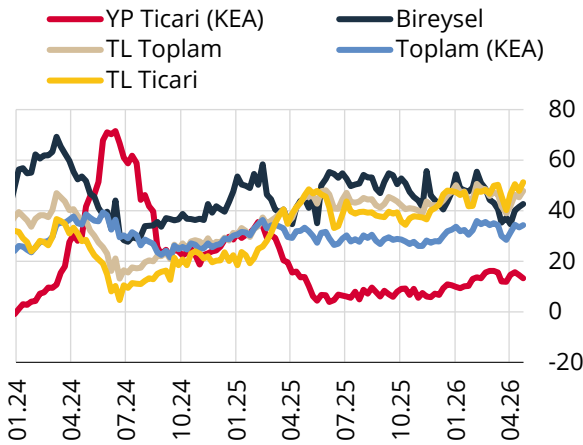
Kaynak: TCMB.

* TL mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

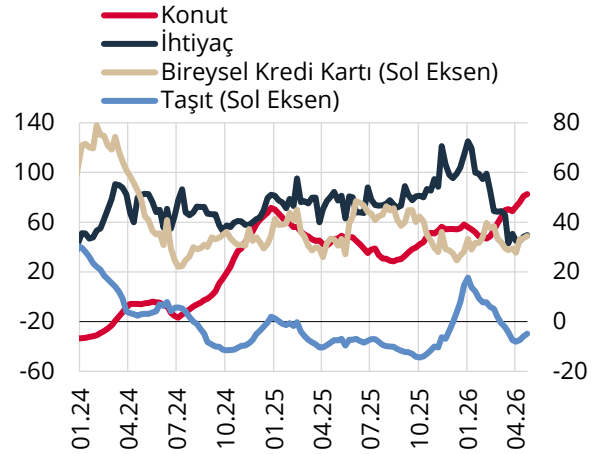
Ticari kredi büyümesi, TL ticari kredilerde daha belirgin olmak üzere önceki rapor dönemine göre artmıştır.

Kur etkisinden arındırılarak hesaplanan 13 haftalık yıllıklandırılmış YP ticari kredi büyümesi 24 Nisan itibarıyla yüzde 13,2; TL ticari kredi büyümesi yüzde 51,2 seviyesindedir. Kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi de Rapor döneminde bir miktar artarak söz konusu hafta itibarıyla yüzde 34,2 olmuştur (Grafik 2.2.11).

Bireysel kredi büyümesi, ihtiyaç kredileri kaynaklı olarak gerilemiştir. Bireysel kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı ihtiyaç kredilerindeki gerilemeye bağlı olarak 24 Nisan itibarıyla yüzde 42,6 olarak gerçekleşmiştir. İhtiyaç kredilerinin ilgili büyüme oranı yüzde 34,8'e düşmüştür. Konut kredilerinin büyüme oranı mevcut Rapor döneminde hızla yükselerek yüzde 51,2 seviyesine ulaşmıştır. Bireysel kredi kartı (BKK) büyümesi ise sınırlı bir artışla yüzde 48,7 olurken taşıt kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı gerilemiştir (Grafik 2.2.12). Kredi limiti değişimleri tüketici harcamaları üzerinde iktisadi açıdan anlamlı ve istatistiksel olarak güçlü etkilere sahiptir. Bireysel kredilerde limitlerin kişilerin gelirleriyle uyumlu bir şekilde belirlenmesinin, finansal risklerin yönetilmesi ve talep koşullarının normalleşmesine katkı sunması beklenmektedir. Bu kapsamda alınan kararların önümüzdeki dönemde bireysel kredi büyümesi üzerinde etkilerinin görülmesi beklenmektedir (Kutu 2.2).

Grafik 2.2.11: Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)

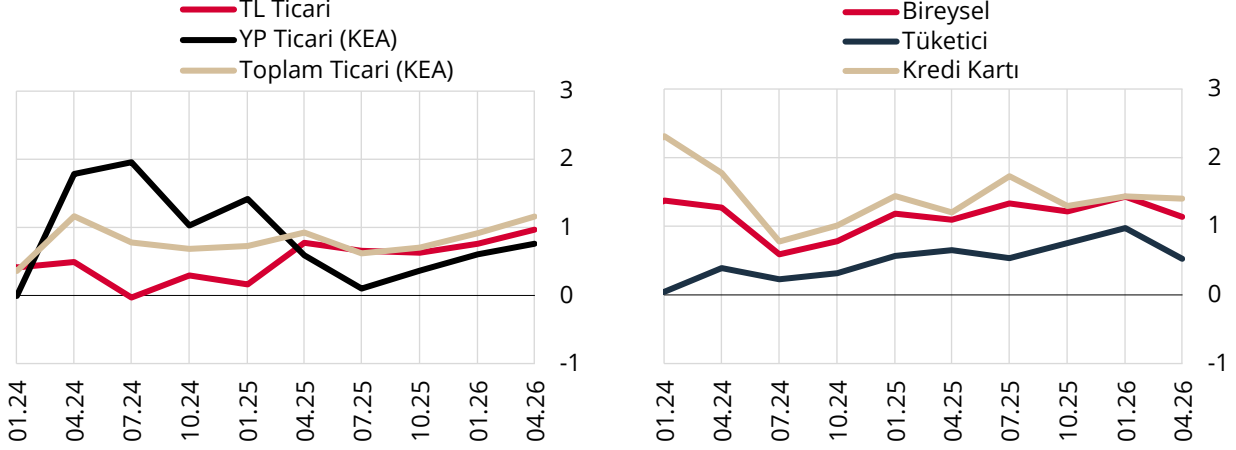
Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.12: Bireysel Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, %)

Kaynak: TCMB.

Ticari kredilerde reel kredi kullanımı, geçtiğimiz Rapor dönemine kıyasla bir miktar yüksek

seyretmektedir. Kur etkisinden arındırılmış (KEA) ve reelleştirilerek standardize edilmiş toplam ticari kredi değişimi mevcut Rapor döneminde hem TL ve hem YP krediler kaynaklı bir miktar yükselmiş ve uzun dönem ortalamasının üzerinde kalmaya devam etmiştir. Bireysel kredilerin standardize değişimleri, uzun dönem ortalamalarının üzerinde seyretmekle beraber gerilemiştir (Grafik 2.2.13).

Grafik 2.2.13: Kredi Değişimleri* (13 Haftalık Ortalama, Reel, Standart Değer)

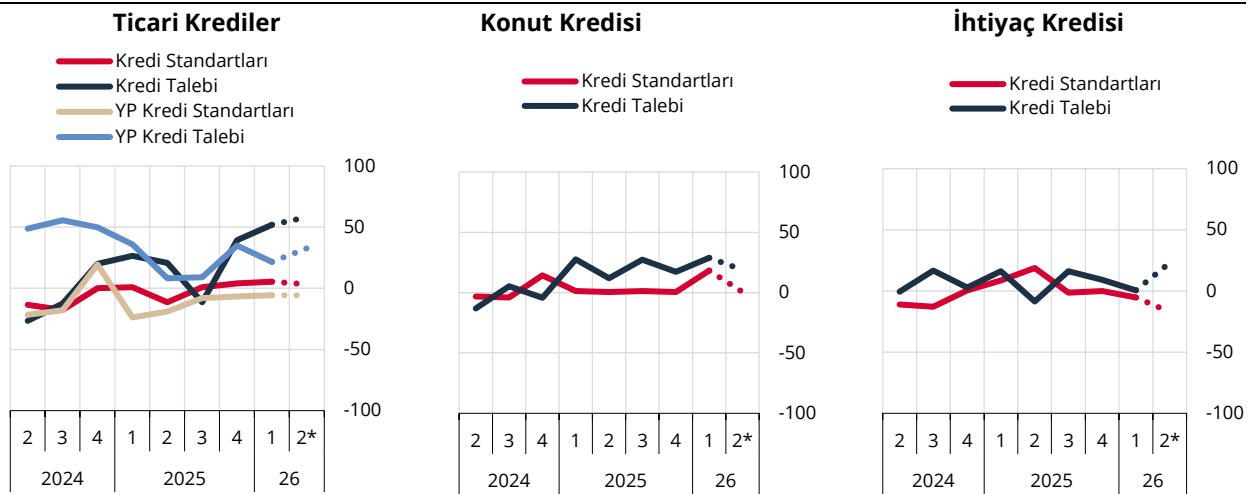
Kaynak: TCMB.

* Seriler TÜFE kullanılarak reelleştirilmiştir. Serilerin ortalama ve standart sapmaları 2006-2019 dönemi esas alınarak hesaplanmıştır. Kredilerin stok bakiyelerindeki haftalık reel değişimler standardize edildikten sonra 13 haftalık ortalamaları alınmıştır. Tüketici kredileri, konut, taşıt ve ihtiyaç kredilerinin; bireysel krediler ise tüketici kredileri ve bireysel kredi kartlarının toplamından oluşmaktadır.

Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne (BKEA) göre bankalar 2026 yılının ikinci çeyreğinde ticari kredi talebinin belirgin şekilde artmasını beklemektedir. Bankalar ticari kredi standartlarının ise yatay seyredeceğini öngörmektedir. Yılın ilk çeyreğinde ticari kredi talebinin arttığı ve standartların değişmediği görülmektedir (Grafik 2.2.14).

Yılın ilk çeyreğinde konut kredisi talebinin yükseldiği ve uygulanan standartların gevşediği

gözlenmektedir. Bankalar ikinci çeyrekte konut kredisi talebinin artmaya devam etmesini ancak standartların değişmemesini beklemektedir. İhtiyaç kredilerinde ise yılın ilk çeyreğinde hem talep hem de standartlar yatay seyretmiştir. Yılın ikinci çeyreği için bankalar, ihtiyaç kredisi talebinin artacağını, ancak kredi standartlarının bir miktar sıkılaşacağını beklemektedir (Grafik 2.2.14).

Grafik 2.2.14: Kredi Standartları ve Kredi Talebi

Kaynak: BKEA, TCMB.

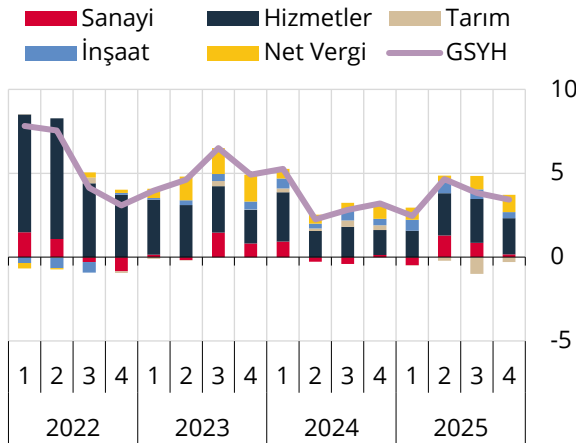
* Bankaların beklentisini göstermektedir. Kredi Standartları ve Kredi Talebi endekslerinin hesaplama yöntemi şu şekildedir: Bankalara kredi standartlarının (kredi talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi standartlarındaki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

2.3 İktisadi Faaliyet

Arz ve Talep Gelişmeleri

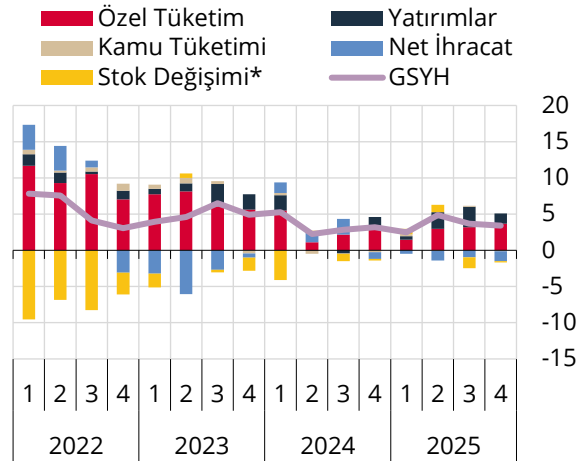
Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), 2025 yılının dördüncü çeyreğinde yıllık ve çeyreklik bazda sırasıyla yüzde 3,4 ve yüzde 0,4 oranlarında artmıştır. Don ve kuraklık olayları nedeniyle bitkisel üretimdeki gerilemenin etkisiyle tarım katma değeri söz konusu dönemde yıllık bazda yüzde 7,2 oranında azalmış ve büyümeyi sınırlamayı sürdürmüştür. Tarım sektörü hariç tutulduğunda yıllık büyümenin daha yüksek gerçekleştiği gözlenmiştir. Üretim yönünden değerlendirildiğinde, son çeyrekte yıllık büyümenin temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmuştur. İnşaat sektörü büyümeye pozitif katkı vermeye devam ederken sanayi sektörünün katkısı gerilemiştir (Grafik 2.3.1). Harcama yöntemiyle incelendiğinde, bu dönemde özel tüketim ve toplam yatırımların yıllık büyümeye pozitif katkı verdikleri görülmüştür (Grafik 2.3.2). Çeyreklik bazda ise yılın ilk yarısında gerileyen özel tüketim son çeyrekte daha kuvvetli olmak üzere yılın ikinci yarısında artarken toplam yatırımlar üçüncü çeyrekteki artışın ardından son çeyrekte sınırlı gerilemiştir. Aynı dönemde, çeyreklik bazda mal ve hizmet ithalatında artış, ihracatında ise düşüş gerçekleşmiştir. Böylelikle, net ihracatın çeyreklik büyümeye katkısı negatif yönde olmuştur. Bu çerçevede, iktisadi faaliyet, son çeyrekte hız kesmeye devam ederek potansiyelinin altında bir büyüme sergilemiştir. 2025 yılı genelinde iktisadi faaliyet ılımlı seyretmiş ve büyüme oranı yüzde 3,6 olarak gerçekleşmiştir. Yıl genelinde büyümeye üretim yönünden en yüksek katkı hizmetler sektöründen gelmiştir. Söz konusu katkının önemli bir kısmı ticaret, ulaştırma, depolama, konaklama ve yiyecek hizmetleri sektörleri kaynaklıdır. Tarım dışındaki tüm sektörlerin üretim yönünden yıllık büyümeye katkısı pozitif gerçekleşmiştir. Harcama tarafından değerlendirildiğinde ise özel tüketimin yıl geneli büyümeye katkısı sınırlı azalırken yurt içi talebin büyümeye katkısında bir önceki yıla kıyasla artış görülmüştür. Net ihracatın katkısı ise negatif gerçekleşmiştir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



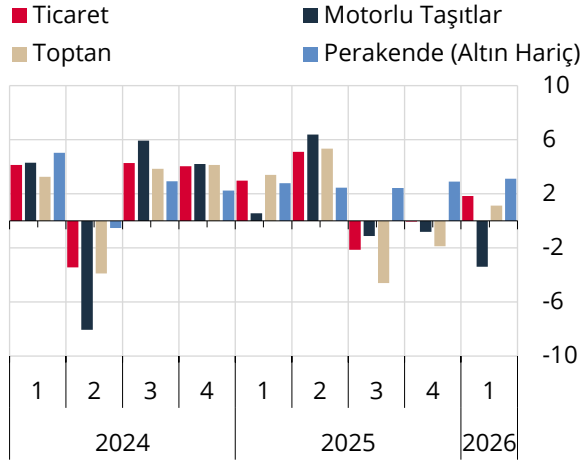
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiksel sapmayı içermektedir.

2026 yılının ilk çeyreğine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette ivme kaybına işaret etmekte, talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin ise sürdürdüğünü ima etmektedir. Mart ayında perakende satış hacim endeksinde aylık bazda yüzde 2,6, çeyreklik bazda ise yüzde 5,4 oranında artış gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.3). Altın hariç perakende satışların çeyreklik yükselişi manşet rakama kıyasla daha düşük olmuştur (Grafik 2.3.4). Aynı dönemde ticaret satış hacim endeksi, aylık bazda yüzde 1,9, çeyreklik bazda ise yüzde 1,8 oranında yükselmiştir. Beyaz eşya satışları ilk çeyrekte azalmıştır (Grafik 2.3.5). 2025 yılının son çeyreğinde kampanyaların da desteğiyle artış gösteren otomobil satışları 2026 yılının ilk çeyreğinde gerilerken nisan ayında sınırlı bir artış göstermiştir. Çeyreklik bazda ise otomobil satışları gerilemeye devam etmiştir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, yılın ilk çeyreğinde kayıtlı iç piyasa siparişlerinde bir miktar artışa, geleceğe yönelik iç piyasa sipariş beklentilerinde ise özellikle mart ayında savaş kaynaklı etkilerle birlikte, gerilemeye işaret etmiştir. Nisan ayına ilişkin iktisadi yönelim anketi verileri, kayıtlı iç piyasa siparişlerinde ılımlı bir seyir ile geleceğe yönelik iç piyasa sipariş beklentilerinde sınırlı bir iyileşme ima etmektedir. PMI verileri ise nisan ayında siparişlerdeki gerilemenin devamına işaret etmektedir. Kartla yapılan harcamalar ilk çeyrekte sınırlı bir artış göstermiş, harcamaların çeyreklik büyümesi ise gerilemiştir

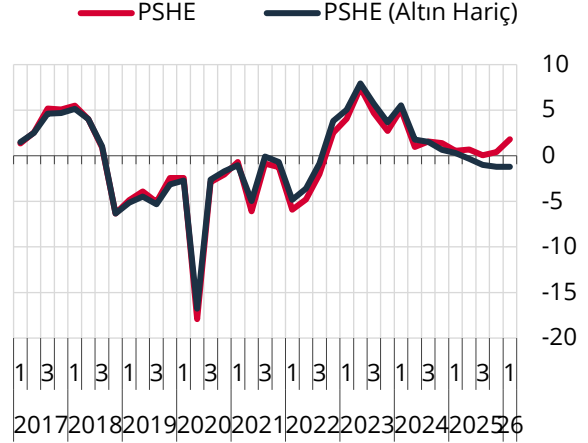
(Grafik 2.3.6). Nisan ayına ilişkin veriler, kart harcamalarının zayıf seyrini sürdürdüğüne işaret etmektedir. Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden edinilen tespitler yurt içi satışlarda yılın ilk çeyreğinde belirgin yavaşlama olduğunu ima etmektedir. Nisan ayında yapılan görüşmeler, yılın ikinci çeyreğinde yurt içi satışlardaki yavaşlamanın devam edebileceğini göstermektedir (Kutu 2.3). Özetle, yakın döneme ilişkin veriler, talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin sürdürdüğünü ima etmektedir.

Grafik 2.3.3: Satış Hacim Endeksleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



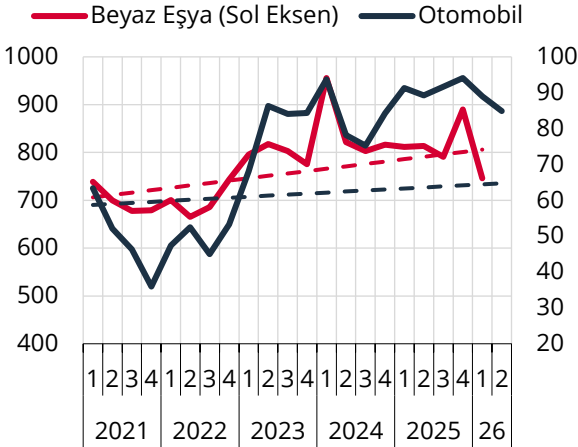
Kaynak: TÜİK.

Grafik 2.3.4: Perakende Satış Hacim Endeksi (PSHE) (HP-Trendden Sapma, %)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

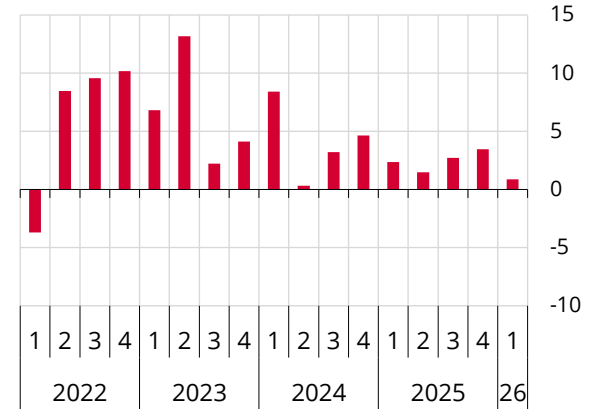
Grafik 2.3.5: Beyaz Eşya ve Otomobil Satışları* (Bin Adet, Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış)



Kaynak: ODMD, TCMB, TURKBESD.

* Kesikli çizgiler 2010-2018 dönemi eğilimini göstermektedir. Otomobil nisan ayı verisidir.

Grafik 2.3.6: Kartla Yapılan Harcamalar* (Reel, %)



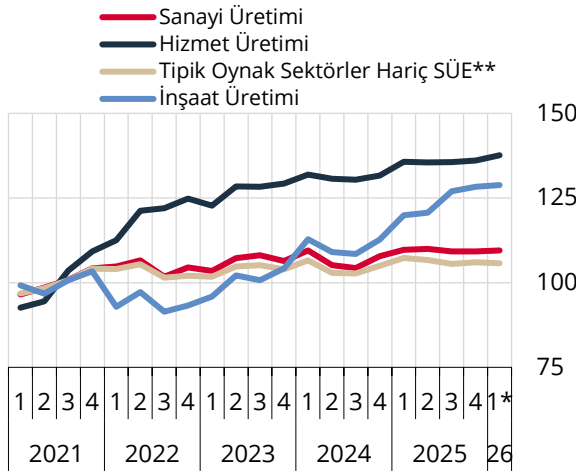
Kaynak: TCMB.

* TÜFE ile reelleştirilmiştir. Kamu ve bireysel emeklilik ödemeleri hariç tutulmuştur.

Sanayi üretim endeksi ilk çeyrekte yataya yakın seyrederken hizmet üretim endeksi artmıştır; tüm veriler değerlendirildiğinde yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyette ivme kaybı olduğu değerlendirilmektedir. Mart ayında sanayi üretim endeksi, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak aylık bazda yüzde 0,8 oranında, takvim etkilerinden arındırılmış olarak yıllık bazda yüzde 1,1 oranında azalmıştır. Çeyreklik bazda sanayi üretimi, ilk çeyrekte yataya yakın seyretmiştir (Grafik 2.3.7). Bu dönemde, inşaat bağlantılı sektörlerde (kauçuk-plastik, mineral ürünler, ana metal, fabrikasyon metal) üretim, ana endeksin yataya yakın seyrinin aksine gerilemiştir. Bu görünümün temelinde, deprem bölgesinde yapılmakta olan konutların 2025 yılında teslim edilmesi hedefiyle uyumlu olarak, özellikle geçtiğimiz yılın ikinci yarısında daha kuvvetli seyreden inşaat bağlantılı sektörlerdeki üretimin yılın ilk çeyreğinde kısmen normalleşmesi yatmaktadır. Ana eğilimi izlemek amacıyla tipik oynaklık sergileyen diğer ulaşım ve benzeri sektörler dışlandığında, sanayi üretiminin çeyreklik bazda sınırlı bir gerileme kaydettiği görülmektedir. Hizmet üretim endeksi şubat ayında

yüzde 1,2 oranında, çeyreklik bazda yüzde 1,1 oranında artmıştır. Ulaştırma ve konaklama gibi hanehalkı talebiyle daha yakından ilişkilendirilebilecek alt kalemlerde çeyreklik görünüm daha zayıftır. İnşaat üretim endeksi, şubat ayı itibarıyla yılın ilk çeyreğinde çeyreklik bazda yüzde 0,4, bir önceki yılın aynı dönemine göre ise yüzde 6,9 oranında yükselmiştir. Böylece, ilk çeyrekte inşaat üretim endeksinin çeyreklik ve yıllık büyüme oranları gerilemiştir. İmalat sanayine yönelik anket göstergeleri, mart ayında savaş kaynaklı etkilerle geleceğe yönelik üretim beklentilerinde bozulma ima etmiştir. Nisan ayı iktisadi yönelim anketi verileri üretim beklentilerindeki zayıflamanın ivme kaybetmekle birlikte devam ettiğine işaret etmiştir. PMI üretim endeksi ise gerilemenin nisan ayında daha kuvvetli olduğunu ima ederek iktisadi yönetim anketinden ayrılmıştır (Grafik 2.3.8). Kapasite kullanım oranı (kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünlerinin imalatı dışlandığında) ilk çeyrekte sınırlı olarak artmıştır. Nisan ayında ise yatay bir seyir izlemiştir. Özetle, yılın ilk çeyreğinde üretim göstergeleri sanayi için yatay bir görünüme, hizmet üretiminde ise artışa işaret etmektedir. Bu dönemde, inşaat üretiminin büyümesi hız kesmiştir. Anket bazlı göstergeler ise mart ayında savaş kaynaklı etkilerle imalat sanayi faaliyetinde zayıflama olduğunu gösterirken nisan ayında kısmen ayrılmıştır. Bu dönemde, PMI verileri üretim açısından daha zayıf bir görünüme işaret etmiştir.

Grafik 2.3.7: Sanayi, Hizmet ve İnşaat Üretim Endeksleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2021=100)

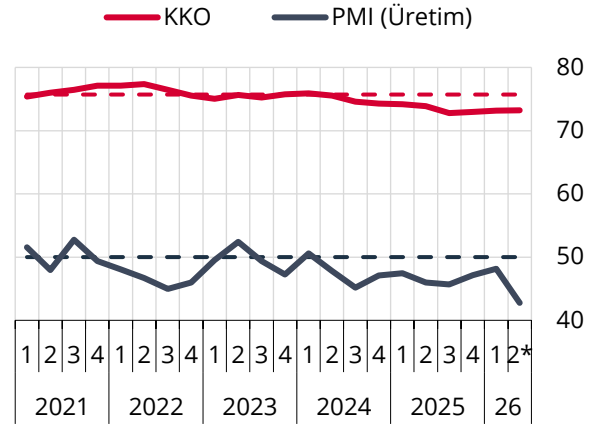


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Hizmet ve inşaat üretim endeksleri şubat ayı itibarıyla.

** Tipik olarak oynak bir seyir izleyen kayıtlı medya, bilgisayar-optik, temel eczacılık ve diğer ulaşım sektörleri dışlandığında sanayi üretimi.

Grafik 2.3.8: Kapasite Kullanım Oranı ve PMI** (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



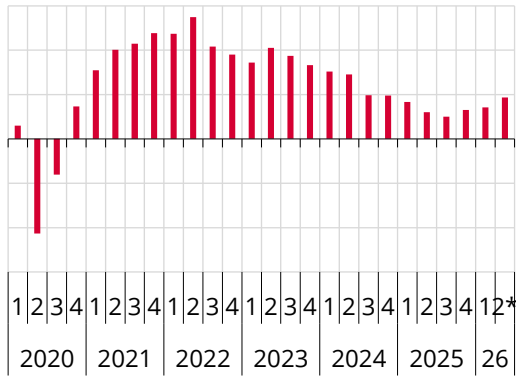
Kaynak: S&P, TCMB, TÜİK.

* Nisan ayı verisidir.

** Kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri imalatı dışlanmıştır. Kesikli çizgiler KKO için 2007-2024 ortalaması, PMI için 50 eşik değeridir.

İmalat sanayi firmalarının yatırım beklentileri mart ayındaki bozulmaya karşın ilk çeyrekte ve nisan ayında iyileşmiştir. Firmaların yatırım eğilimindeki artış savaş kaynaklı belirsizlik nedeniyle mart ayında kesintiye uğramıştır. Buna rağmen, yatırım eğilimi yılın ilk çeyreğinde yükselmiştir (Grafik 2.3.9). Taşıt ve diğer ulaşım hariç sermaye malları üretiminde ilk çeyrekte artış gerçekleşirken ve taşımacılık araçları hariç sermaye malları ithalatı çeyreklik bazda gerilemiştir (Grafik 2.3.10). Nisan ayı itibarıyla İktisadi Yönelim Anketi verileri, yatırım beklentilerinde aylık ve çeyreklik bazda iyileşmeye işaret etmektedir.

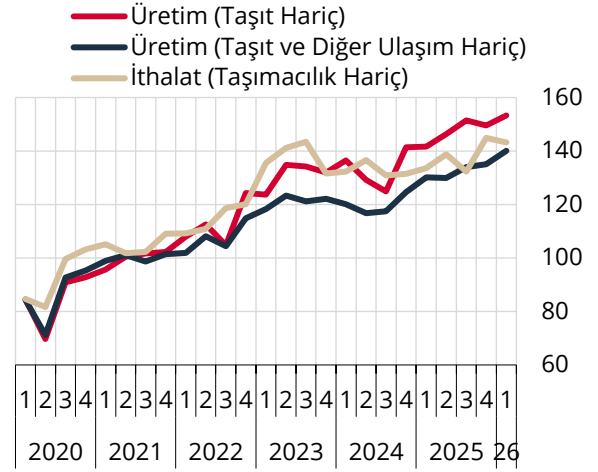
Grafik 2.3.9: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması Beklentileri (Artacak-Azalacak, Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

* Nisan ayı verisidir.

Grafik 2.3.10: Taşıt Hariç Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2021=100)

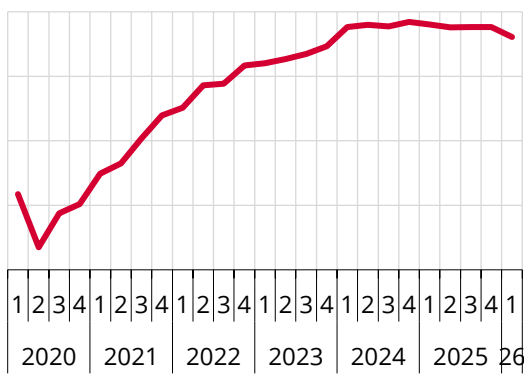


Kaynak: TCMB, TÜİK.

İşgücü Piyasası Gelişmeleri

İstihdam yılın ilk çeyreğinde gerilemiştir. Mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin çeyreklik ortalamalarına göre istihdam yılın ilk çeyreğinde yüzde 0,9 oranında (301 bin kişi) azalmıştır (Grafik 2.3.11). Söz konusu dönemde mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı çeyreklik bazda 0,1 puan azalışla yüzde 8,2 oranına gerilerken işgücüne katılım 0,7 puan düşmüştür (Grafik 2.3.12). İşsizlik oranı üzerinde, nüfus artışının ve istihdamdaki düşüşün sırasıyla 0,21 puan ve 0,85 puan artırıcı; katılım oranının ise 1,12 puan azaltıcı yönde etkisi olmuştur (Grafik 2.3.13).

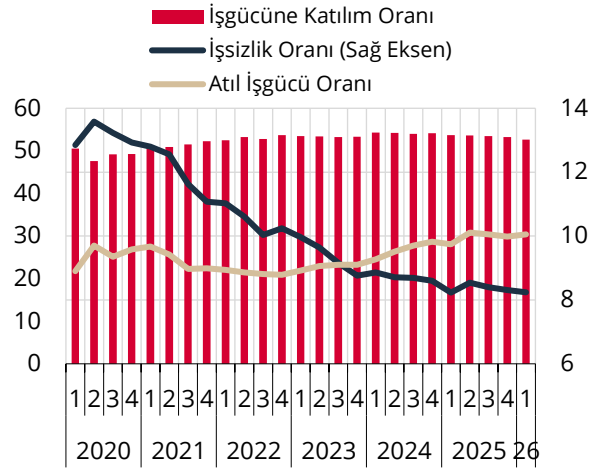
Grafik 2.3.11: Toplam İstihdam*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

* Son çeyrek, aylık bazda yayımlanan verilerin ortalamasıdır.

Grafik 2.3.12: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, %)

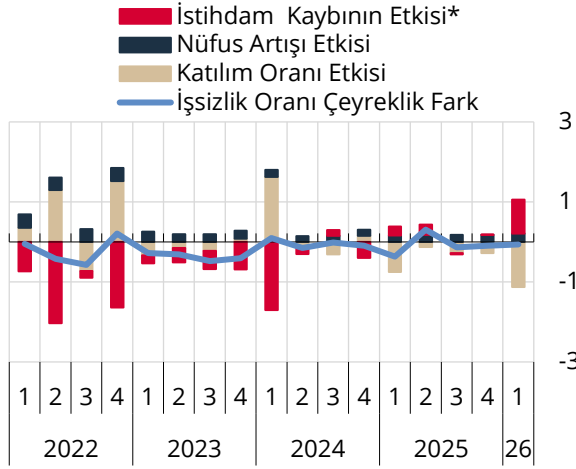


Kaynak: TÜİK.

* Son çeyrek, aylık bazda yayımlanan verilerin ortalamasıdır.

İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğiyle kıyasla daha az sıkıdır. İlk çeyrekte, işgücü piyasasının tamamlayıcı göstergelerinden olan atıl işgücü oranı 0,6 puan artmış ve yüzde 30,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bununla uyumlu şekilde, Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi (BİPE) ilk çeyrekte gerilemiştir (Grafik 2.3.14). Kariyer.net toplam iş ilanı başına başvuru sayısı artış göstererek yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 2.3.15). Bu çerçevede, işgücü piyasasının işsizlik oranının ima ettiği kadar sıkı olmadığı değerlendirilmektedir.

Grafik 2.3.13: Toplam İşsizlik Oranı Değişimine Katkılar** (Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)

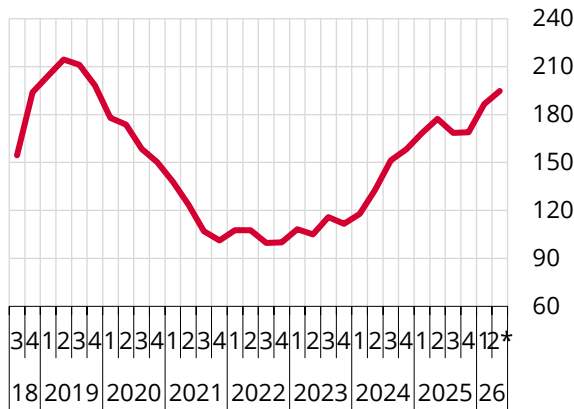


Grafik 2.3.14: Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi (Standardize Edilmiş Değerler)

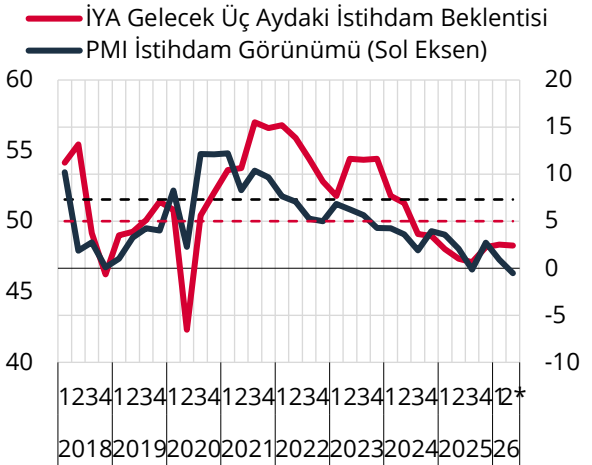


Anket göstergeleri, imalat sanayi firmalarının geleceğe yönelik istihdam beklentilerinde tarihsel ortalamasının altındaki seyrin devamına işaret etmektedir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, ilk çeyrekte firmaların istihdam beklentilerinin tarihsel ortalamasının altında seyretmeye devam ettiğini göstermektedir (Grafik 2.3.16). İYA verileri nisan ayında istihdam beklentilerinde aylık bazda sınırlı artışa işaret ederken PMI istihdam endeksi aynı dönemde bir miktar gerilemiştir.

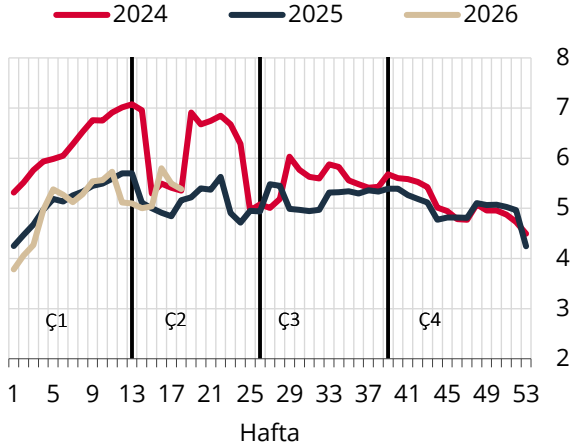
Grafik 2.3.15: Kariyer.net Toplam İlan Başına Başvuru Sayısı (Mevsimsellikten Arındırılmış) (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Grafik 2.3.16: Sanayi Sektöründe İstihdam Görünümü ve Beklentisi** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak)

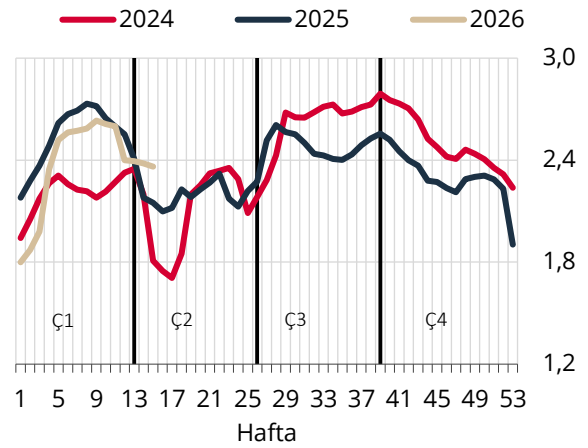


Yüksek frekanslı veriler, işgücü talebinin ve arzının önceki yıl seviyelerinin üzerinde seyrettiğine işaret etmektedir. Kariyer.net'ten alınan verilere göre, yeni iş ilanı ve toplam iş başvurusu sayıları ikinci çeyrekte geçtiğimiz yılın aynı dönemindeki seviyelerinin bir miktar üzerindedir (Grafik 2.3.17 ve Grafik 2.3.18).

Grafik 2.3.17: Yeni İş İlanı* (4 Haftalık Ortalama, Bin Adet)

Kaynak: Kariyer.net.

* Son gözlem 2 Mayıs itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

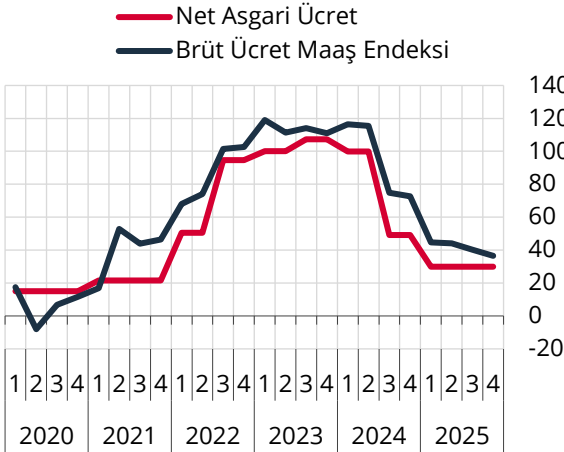
Grafik 2.3.18: Toplam İş Başvurusu* (4 Haftalık Ortalama, Milyon Adet)

Kaynak: Kariyer.net.

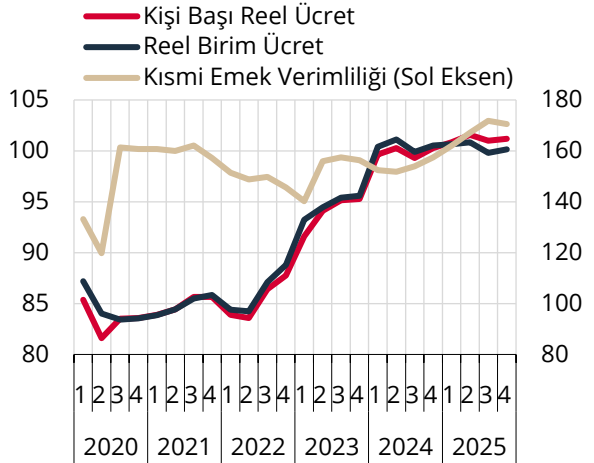
* Son gözlem 2 Mayıs itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

Tarım dışı nominal ücretlerin yıllık artış oranı 2025 yılının dördüncü çeyreğinde yüzde 36,5 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.19). Dördüncü çeyrekte tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam) gerilemiştir. Kişi başı reel ücretlerdeki ılımlı artışın yanı sıra verimlilikteki azalışın etkisiyle tarım dışı reel birim ücretler (kişi başı reel ücret/verimlilik) dördüncü çeyrekte sınırlı artmıştır (Grafik 2.3.20).

Dördüncü çeyrekte tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam) gerilemiştir. Kişi başı reel ücretlerdeki ılımlı artışın yanı sıra verimlilikteki azalışın etkisiyle tarım dışı reel birim ücretler (kişi başı reel ücret/verimlilik) dördüncü çeyrekte sınırlı artmıştır (Grafik 2.3.20).

Grafik 2.3.19: Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret (Nominal, Yıllık % Değişim)

Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

Grafik 2.3.20: Tarım Dışı Kısmi Emek Verimliliği*, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret** (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2021=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam.

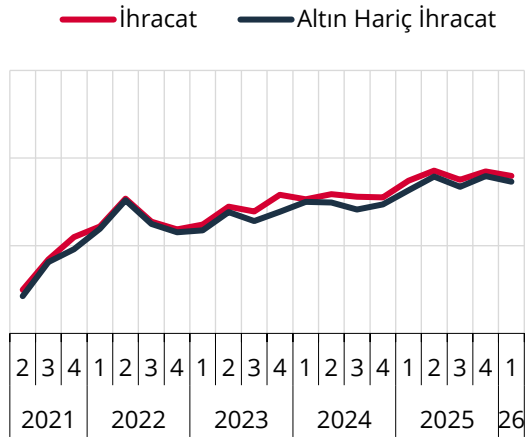
** Kişi başı reel ücret/verimlilik. Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

2026 yılının ilk çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığı yataya yakın seyretmiştir. Yılın ilk çeyreğinde yurt dışı talep ılımlı seyrederek önceki çeyrekteki seviyesini korumuş ve ihracat fiyatlarındaki artış eğilimi sürmüştür. Buna rağmen, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat bir önceki çeyreğe göre sınırlı olarak gerilemiştir (Grafik 2.3.21). Ana metal, kimyasal ürünler, bilgisayar-elektronik ürünleri ihracatı çeyreklik bazda ihracat büyümesine pozitif katkı yaparken kauçuk-plastik ile fabrikasyon metal ürünleri ihracatı yatay seyretmiş, ihracat azalışı diğer sektörlerin geneline yayılmıştır. Mart ayında gerek jeopolitik gelişmelerin gerekse bayram tatili nedeniyle işgünü kayıplarının

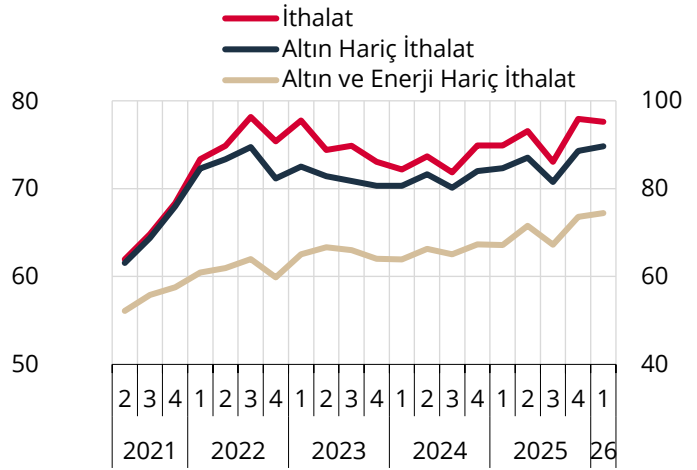
etkisi ihracat büyümesini sınırlasa da ihracatta aylık bazda azalış gözlenmemiştir. Öte yandan, ilk çeyrekte mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ithalat, altın ithalatındaki azalış kaynaklı gerilemiştir (Grafik 2.3.22). Bu dönemde, küresel altın fiyatlarında çeyrek genelindeki yükselişe karşın, altın ithalatı önceki çeyreğe kıyasla 1,7 milyar dolar azalmıştır. Diğer taraftan, enerji ithalatında önceki çeyreğe kıyasla fiyatlarda yaşanan artış neticesinde yükseliş gerçekleşmiş, altın ve enerji hariç ithalat da sınırlı olarak artmıştır. Savaşın enerji fiyatlarında tetiklediği hızlı yükseliş, mart ayında mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış enerji ithalatının aylık bazda yüzde 16,3 oranında artmasına neden olmuştur. Mal grubu bazında bakıldığında, yatırım ve tüketim malı ithalatı bir önceki çeyreğe göre azalırken ara malı ithalatı artmıştır. Altın ve enerji hariç bırakıldığında ara malları ithalatındaki artış daha yüksek gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığı son çeyrekte yataya yakın seyretmiş, altın ve enerji hariç dış ticaret açığı ise artmıştır. Diğer taraftan, geçici dış ticaret verileri nisan ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak ihracatta artışa ithalatta ise gerilemeye işaret etmiştir. Böylece, dış ticaret açığı ilk çeyrek ortalamasının altında bir görünüm sergilemiştir. İhracattaki artışta jeopolitik gelişmelerin ve artan lojistik maliyetlerinin talebi arızı olarak Türkiye'ye kaydırmasının da rol oynadığı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, savaşın gidişatına dair belirsizliğin sürmesi ve enerji fiyatlarının yüksek seviyelerde oynak seyretmesi yılın geri kalanında dış ticaret açığı üzerinde yukarı yönlü riskleri artırmaktadır.

Grafik 2.3.21: İhracat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

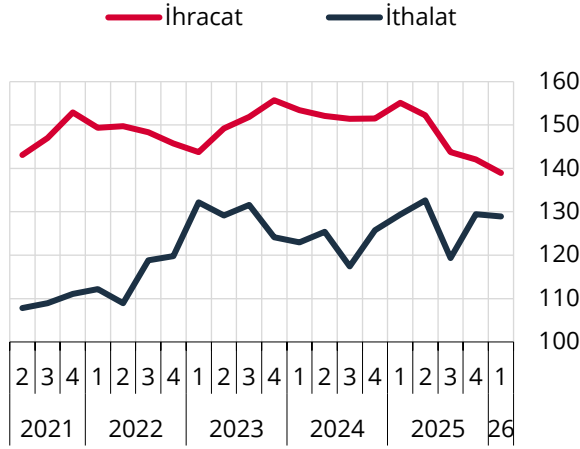
Grafik 2.3.22: İthalat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



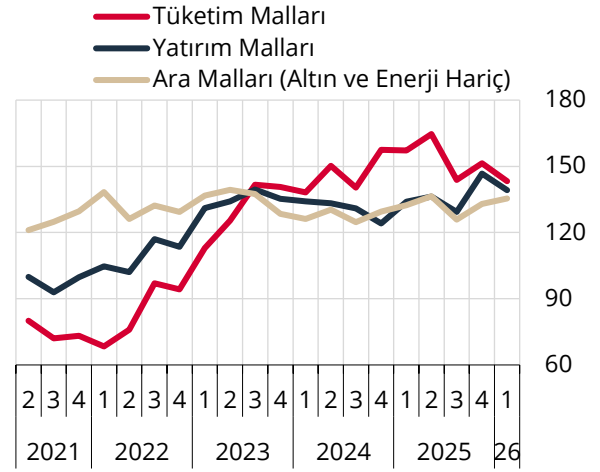
Kaynak: TCMB, TÜİK.

İlk çeyrekte ihracat ve ithalat miktar endeksleri gerilemiş, dış ticaret haddi yüksek seviyesini korumuştur.

Dış ticaret miktar endeksleri, yılın ilk çeyreğinde mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak ihracatta düşüş eğiliminin devamına, ithalatta ise sınırlı bir gerilemeye işaret etmiştir (Grafik 2.3.23). İhracat hacmi değişimine sektörler bazında bakıldığında, bilgisayar-elektronik ürünleri ve kimyasal ürünler sektörlerinin pozitif, diğer tüm sektörlerin ise negatif katkı yaptığı görülmektedir. İthalat hacmindeki azalış ise yatırım ve tüketim malı grupları kaynaklı olurken altın ve enerji hariç ara malı ithalat hacmi artış kaydetmiştir (Grafik 2.3.24). Öte yandan, ilk çeyrekte ihracat ve ithalat fiyatları bir önceki çeyreğe kıyasla artış göstermiş, dış ticaret haddi yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 2.3.25). Bu dönemde euro-dolar paritesinde çeyrek genelindeki artışın da desteğiyle ihracat fiyatlarındaki artış devam etmiş, ithalat fiyatları ise emtia fiyatlarındaki artışın etkisiyle yükselmiştir. Bu çerçevede, dış ticaret birim değer endekslerindeki ihracat fiyatları lehine gelişmeler, Rapor döneminde dış ticaret dengesini olumlu yönde etkilemiştir.

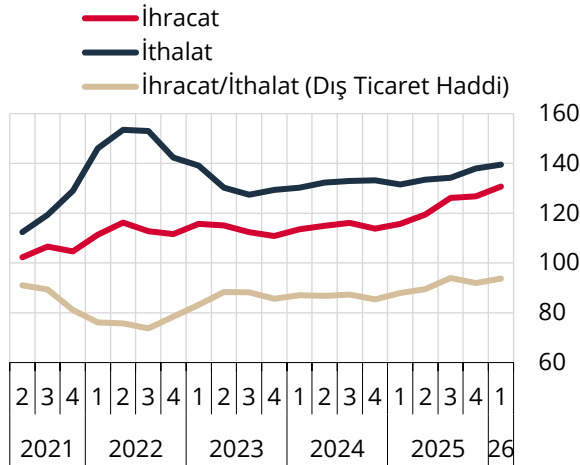
Grafik 2.3.23: Dış Ticaret Miktar Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)

Kaynak: TÜİK.

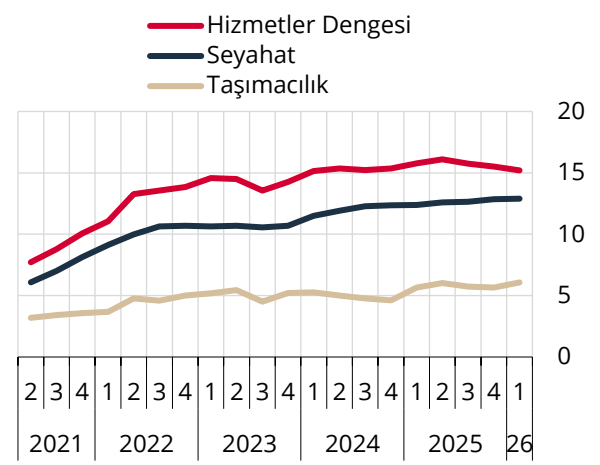
Grafik 2.3.24: Mal Grupları İtibarıyla İthalat Miktar Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Hizmetler dengesi fazlası ilk çeyrekte gerilemiştir. Hizmet dengesinin sürükleyicisi niteliğindeki net seyahat ve net taşımacılık gelirleri yılın ilk çeyreğinde mevsimsellikten arındırılmış olarak mevcut seviyesini korumuştur (Grafik 2.3.26). Bununla birlikte, seyahat ve taşımacılık dışı hizmet sektörlerinin net gelirlerinde görülen azalışlar hizmet dengesindeki gerilemede belirleyici olmuştur. Öncü veriler, mart ve nisan aylarında savaştan doğrudan etkilenen ülkelerden gelen ziyaretçi sayısının yıllık bazda bir miktar gerilediğine işaret etmektedir. İlk çeyreğe ilişkin veriler birlikte değerlendirildiğinde, çeyreklik bazda net seyahat gelirlerindeki yatay seyir ile birlikte toplam ziyaretçi sayısının ve seyahat gelirlerinin önceki senenin aynı döneminin üzerinde olmasının bu dönemde savaş kaynaklı etkileri sınırlaması beklenmektedir. Öte yandan, ikinci çeyrekte hizmetler dengesi üzerinde gerek seyahat gerek seyahat dışı kalemler kaynaklı aşağı yönlü risklerin arttığı değerlendirilmektedir.

Grafik 2.3.25: Dış Ticaret Birim Değer Endeksleri (2015=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

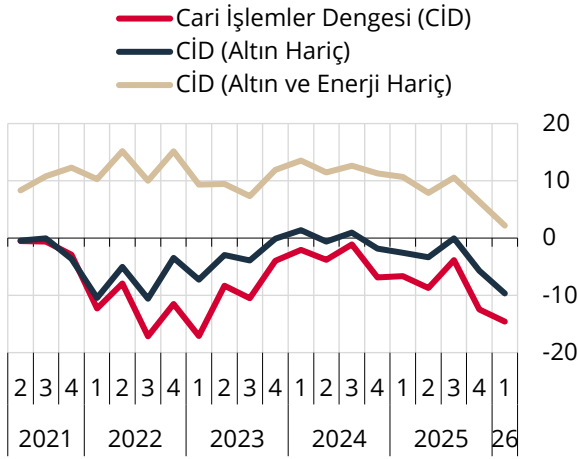
Grafik 2.3.26: Hizmetler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı ilk çeyrekte artmıştır (Grafik 2.3.27). Yılın ilk çeyreğinde dış ticaret açığındaki yatay seyir rağmen ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığında önceki çeyreğe kıyasla görülen artış cari açığın artmasına neden olmuştur. Hizmetler dengesi fazlasındaki gerileme ve gelir dengelerindeki bozulma da bu dönemde cari dengeyi olumsuz etkilemiştir. Enerji ticareti ve altın ticareti açıklarının azalması ilk çeyrekte ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığına pozitif katkı sağlamıştır. Altın ve enerji hariç dış ticaret açığında ise artış gözlenmiştir. Hizmetler dengesi fazlasının telekomünikasyon-bilgi hizmetleri, inşaat ve sigorta-emeklilik sektörleri dengelerindeki kötüleşme kaynaklı

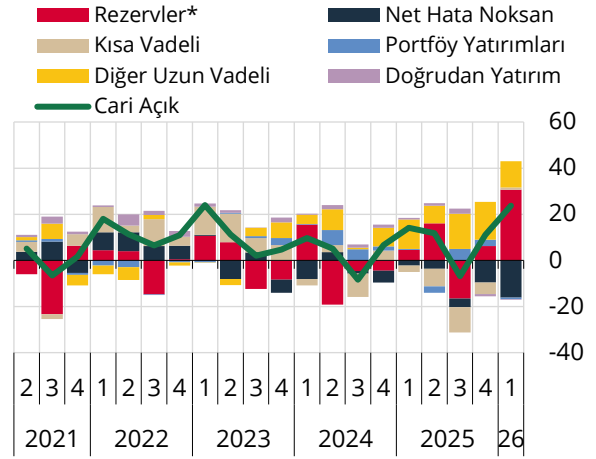
gerileme gösterdiği bu dönemde, birincil gelir dengesi net yatırım gelirlerindeki düşüş kaynaklı azalmıştır. Önümüzdeki dönemde cari açık üzerindeki yukarı yönlü riskleri artıracak temel unsurun yüksek ve oynak seyreden enerji fiyatları kaynaklı net enerji ithalatında meydana gelebilecek artış olduğu değerlendirilmektedir. Öte yandan, küresel talep üzerinde küresel ticaret politikaları kapsamında uygulanan tarifelerin ve korumacı önlemlerin oluşturduğu mevcut aşağı yönlü risklere, jeopolitik gelişmeler ve enerji fiyatlarındaki artışın faaliyeti sınırlayıcı ikincil etkileri kaynaklı riskler de eklenmiştir. Bunlara ek olarak, küresel ticaret politikalarına ilişkin gelişmelerin dış ticarete rekabetçilik görünümüne olumsuz etkilerinin belirginleştiği takip edilmektedir. Mart ve nisan aylarında altın fiyatındaki düşüş ve altın ithalatındaki gerilemeye bağlı olarak, cari dengeye bu kanaldan sağlanabilecek olumlu katkının devam edebileceği değerlendirilmektedir. Finansal koşullardaki sıkılığın devamı ithalat üzerinde yurt içi talep kaynaklı baskıları sınırlamayı sürdürürken TL'deki reel değerlenme ithalat talebini destekleyici konumunu korumaktadır. Bu çerçevede, cari işlemler açığı üzerindeki yukarı yönlü risklerin önceki Rapor dönemine kıyasla arttığı değerlendirilmekte ve 2026 yılında cari açığın GSYH'ye oran olarak uzun dönem ortalamasının altında gerçekleşmesi beklenmektedir.

Grafik 2.3.27: Cari İşlemler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.3.28: Cari Açığın Finansmanı (Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

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

İlk çeyrekte dış finansman ihtiyacı artmış, sermaye girişleri azalmıştır. Cari açıktaki yükseliş ile birlikte dış finansman ihtiyacı ilk çeyrekte artmıştır (Grafik 2.3.28). Ocak ve şubat aylarında sermaye girişlerinde artış yaşanırken söz konusu girişler portföy, kısa ve uzun vadeli yatırım kalemleri arasında dengeli dağılmıştır. Yılın ilk iki ayında portföy yatırımları, yurt dışı yerleşiklerin yurt içindeki mevduatları ve yurt dışından sağlanan krediler kaynaklı net sermaye girişleri önceki çeyreğe kıyasla artmıştır. Mart ayında ise savaş belirsizliği gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarına neden olmuştur. Bu çerçevede ilk çeyrekte net hata noksan kalemi negatif bakiye vermiş, resmi rezervler azalmıştır. Öncü veriler nisan ayında sermaye girişlerinin tekrar başladığına işaret etmiştir.

Kamu Maliyesi Gelişmeleri

2026 yılının ilk üç ayında merkezi yönetim bütçesi 420 milyar TL bütçe açığı ve 456 milyar TL faiz dışı fazla kaydetmiştir. Bu dönemde Hazine, finansman ihtiyacının karşılanmasında iç ve dış borçlanmada net kullanıcı konumunda olmuştur. 2026 yılı mart ayında merkezi yönetim borç stokunun milli gelire oranının yüzde 21,5; iç ve dış borç stokunun milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 12,9 ve yüzde 8,6 olduğu tahmin edilmektedir.

2026 yılının ilk üç ayında, bir önceki yılın aynı dönemine göre, gelirler yüzde 66,4 oranında, harcamalar ise yüzde 42 oranında artış kaydetmiştir. Vergi gelirlerinin faiz dışı harcamaları karşılama oranı yüzde 94,7 olmuştur. Faiz dışı harcamalar içinde önemli bir paya sahip olan cari transferler ve personel giderlerinin ilk üç aydaki yıllık artış oranları sırasıyla yüzde 35,5 ve yüzde 41,1'dir. Görevlendirme giderleri kapsamında Elektrik Üretim A.Ş.'ye ve BOTAŞ'a aktarılan sırasıyla 62,1 milyar TL ve 28 milyar TL ile borç verme

kapsamında Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.'ye aktarılan 17,4 milyar TL söz konusu dönemde kamu teşebbüslerine yapılan aktarımlar arasında öne çıkmaktadır. Son dönemde vergi gelirlerinin artışına en yüksek katkıyı veren kalem olan gelir vergisi 2026 yılı ocak-mart döneminde yüzde 73,7 oranında yüksek bir yıllık artış kaydetmiştir. Vergi gelirleri, kurumlar vergisi ödeme dönemine ilişkin yapılan düzenlemenin (2025 yılının son çeyreğine ait dördüncü dönem geçici kurumlar vergisi beyannamesinin 2026 yılı şubat ayında verilmesi ve ödenmesi) etkisiyle yılın ilk üç ayında yüzde 66,1 oranında yüksek bir artış kaydetmiştir. Diğer yandan yılın ilk üç ayında kaydedilen 3,9 milyar TL tutarındaki yeniden yapılandırma geliri ile 33,6 milyar TL tutarındaki özelleştirme geliri de bütçeye katkı sağlamıştır.

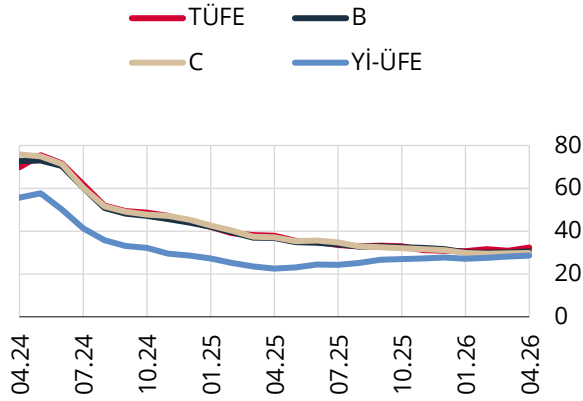
2026 yılı mart ayı itibarıyla, 12 ay birikimli bütçe açığının milli gelire oranının yüzde 2,2 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. 2026 yıl sonu için OVP hedefi yüzde 3,5'tir. Mart ayı itibarıyla 12 ay birikimli faiz dışı harcama ve bütçe gelirlerinin milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 20,1 ve yüzde 21,5 olduğu tahmin edilmektedir.

2026 yılı nisan ayında hazine nakit dengesi 251,2 milyar TL açık vermiştir. Nisan ayı itibarıyla 12 ay birikimli nakit açığın milli gelire oranının yüzde 2,7 düzeyinde gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

2.4 Enflasyon

Tüketici enflasyonu nisan ayında yüzde 32,37 ile bir önceki Rapor döneminde sunulan tahmin aralığının üzerinde gerçekleşmiştir. Rapor döneminde, jeopolitik gelişmelerle birlikte arz şokları kaynaklı enflasyonist etkiler öne çıkmıştır. Başta petrol ve doğal gaz olmak üzere küresel enerji emtia fiyatlarında yaşanan hızlı ve yüksek orandaki artışlar enflasyonist baskıların önemli ölçüde artmasına sebep olmuştur (Kutu 2.4). Diğer taraftan, ham petrol fiyatlarındaki artışların tüketici fiyatlarına yansımaları sınırlamaya yönelik olarak eşel mobil sistemi uygulamaya alınmıştır.¹ Bu sistemle, sahip olunan alan çerçevesinde, oluşan maliyetin yüzde 75'i maktu özel tüketim vergisinden karşılanırken yüzde 25'i yurt içi akaryakıt fiyatlarına yansıtılmaktadır. Enerji ve hammadde akışındaki kesintiler, özellikle petrol ve doğal gaz fiyatlarında artışa neden olarak hem doğrudan enerji harcamalarını artırmakta hem de nakliye, plastik, ambalaj, kimyasal ve tarımsal girdi maliyetleri ile küresel ölçekte maliyet baskısı oluşturma riski taşımaktadır. Bu görünüm altında, Rapor döneminde Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasının üzerinde seyretmiştir. Hürmüz Boğazı'nın kapanması ve alternatif rota arayışları teslimat sürelerini uzatırken güvenlik riskleri nedeniyle sigorta primleri ve navlun fiyatları yükselmiştir. Öte yandan, Türk lirasının dönem boyunca istikrarlı bir seyir izlemesi, maliyet baskılarını sınırlayıcı bir unsur olmuştur. İlk çeyreğe ilişkin göstergelerin iktisadi faaliyette yavaşlamaya işaret ettiği, önümüzdeki dönemde ise talep koşullarının dezenflasyona verdiği desteğin artacağı değerlendirilmektedir. Rapor döneminde, jeopolitik gelişmelere bağlı maliyet artışlarının etkisiyle, yönetilen fiyatlar kapsamında elektrik ve doğal gazın mesken ve sanayi aboneliklerinde fiyat ayarlamalarına gidilmiştir. Bu çerçevede, üretici fiyat artışları hızlanarak üretici kaynaklı baskıların güçlendiğine işaret etmiştir (Grafik 2.4.1). Son üç ayda tüketici fiyatlarındaki gelişmeler alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık tüketici enflasyonuna gıda ve enerji gruplarının artırıcı yönde katkı verdiği, temel mallar ile alkol-tütün-altın gruplarının katkısının ise düşürücü yönde olduğu izlenmiştir (Grafik 2.4.2).

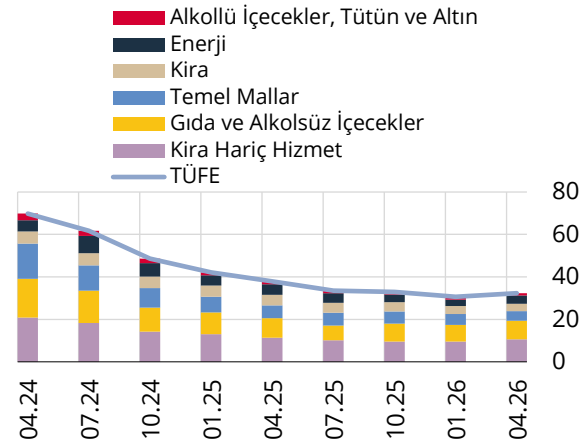
¹ Gökcü ve Sezer (2026) "Akaryakıt Fiyatlarında Eşel Mobil Mekanizması ve Enflasyona Olası Etkileri", Merkezin Güncesi, 31.03.2026.

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

Kaynak: TÜİK.

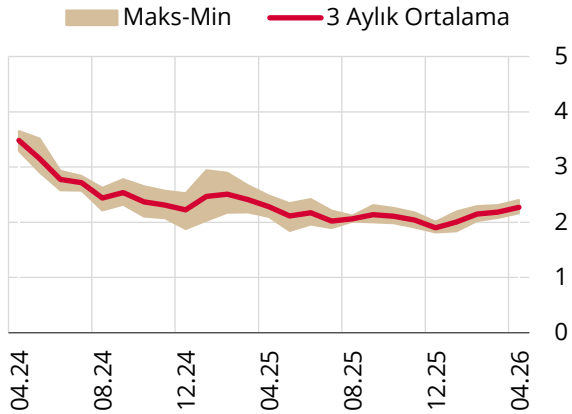
* B endeksi: İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışı TÜFE.

C endeksi: Gıda ve alkolsüz içecekler, enerji, alkol-tütün ve altın dışı TÜFE.

Grafik 2.4.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)

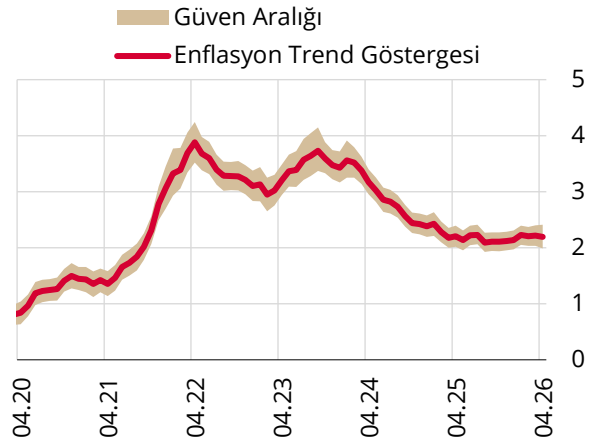
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Enflasyonun ana eğilimi Rapor döneminde yükselmiştir. Ana eğilime ilişkin takip edilen göstergelerin çeyreklik ortalaması 2025 yılı son çeyreğindeki yüzde 1,9 seviyesinden ilk çeyrekte yüzde 2,2'ye yükselmiş; nisan ayı itibarıyla ise yüzde 2,3 olmuştur (Grafik 2.4.3). Tasarımı gereği daha uzun vadeye yönelik olan ve tek seferlik etkileri dışlayan trend enflasyon göstergesinin ise son üç ayda yatay seyrettiği gözlenmiştir (Grafik 2.4.4). Ana eğilim göstergeleri jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle dezenflasyon sürecinde ivme kaybına işaret etmektedir.

Grafik 2.4.3: Ana Eğilim Göstergeleri* (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Mevsimsellikten arındırılmış B, C, SATRIM, Medyan, oynak kalemleri dışlayan (VOLX), dinamik faktör göstergelerinin 3 aylık ortalaması. Taralı alan maksimum ve minimum aralığını göstermektedir.

Grafik 2.4.4: Çok Değişkenli Trend Enflasyon Göstergesi* (%)

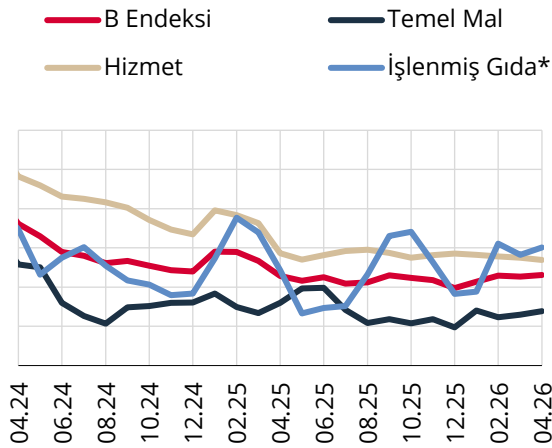
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stock ve Watson (2016) MUCSVO modelinin işlenmiş gıda ile mevsimsellikten arındırılmış temel mallar ve hizmet ana gruplarının aylık fiyat değişimlerine uygulanmasıyla elde edilmiştir.

Fiyat artışları mevcut Rapor döneminde B endeksini oluşturan gruplardan işlenmiş gıdada güçlenirken hizmetlerde bir miktar yavaşlamış, temel malda ise önemli bir değişiklik göstermemiştir (Grafik 2.4.5). Et fiyatlarındaki artışa bağlı olarak et ürünleri enflasyonu yükselirken çiğ süt fiyat artışı süt ve süt ürünlerine yansımıştır. Ayrıca, bir süredir biriken maliyet artışlarının etkisiyle ekmek grubu da fiyat artışlarıyla dikkat çekmiştir. Şubat ve mart ayında ılımlı seyreden temel mal fiyatlarında nisan ayında gözlenen yükselişte giyim ve ayakkabı alt grubu öne çıkmıştır. Temel mal grubu yıllık enflasyonu nisan itibarıyla yüzde 16,5 ile manşet enflasyonun önemli ölçüde altında seyretmektedir (Grafik 2.4.6). Dayanıklı tüketim mallarında enflasyon güç kaybederken bu gelişmeyi tüketici elektroniğindeki fiyat düşüşleri sürüklemiştir. Buna

ilaveten, mobilya, beyaz eşya ve otomobil gruplarında da enflasyon yavaşlamıştır. Otomobil fiyat artışlarında gözlenen yavaşlamada mart ve nisan ayında yoğun olarak gözlenen kampanyalar etkili olmuş, satışlardaki azalma ve rekabet koşulları fiyat artışlarını sınırlandıran faktörler olarak öne çıkmıştır. Rapor döneminde, diğer temel mal fiyatlarındaki seyrirde ilaç ile konutun bakım ve onarımına yönelik ürünlerin etkisi hissedilmiştir. Ayrıca, yaşanan çatışmanın etkisiyle petrokimya ürünleri ile bağlantısı güçlü olan temel mal kalemlerinde de fiyat artışları izlenmiştir. Giyim ve ayakkabı grubunda yeni sezona geçişte fiyat artışları belirgin olmuştur. Mevcut Rapor döneminde, hizmet grubu fiyat artışı bir miktar yavaşlasa da yüksek seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.4.5). Alt kalemler bazında ulaştırma hizmetleri öne çıkmıştır. Jeopolitik gelişmeler neticesinde yükselen akaryakıt fiyatları yolcu taşımacılığı hizmetlerini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu dönemde, özellikle havayolu taşımacılığı fiyat artışıyla dikkat çekerken şehir içi ulaşım hizmetlerinde fiyat ayarlamaları izlenmiş; şehirlerarası otobüs ücretleri üzerinde ise akaryakıt ek olarak bayram etkisi de gözlenmiştir. Rapor döneminde, haberleşme hizmetlerinde fiyat artışlarının güçlenerek sürmesi dikkat çekmiştir. Talep koşullarına duyarlı olan lokanta-otel enflasyonunda şubat ve mart aylarında izlenen yavaşlama eğilimi, nisan ayında gıda enflasyonundaki görünüme de paralel olarak tersine dönmüştür. Rapor döneminde kira enflasyonu yüksek seyrini korumuştur. Diğer taraftan eğitim hizmetlerindeki fiyat artışları, geçmiş enflasyona endeksleme mekanizmasını görece zayıflatan düzenleme değişikliğinin de etkisiyle, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla azalmıştır.

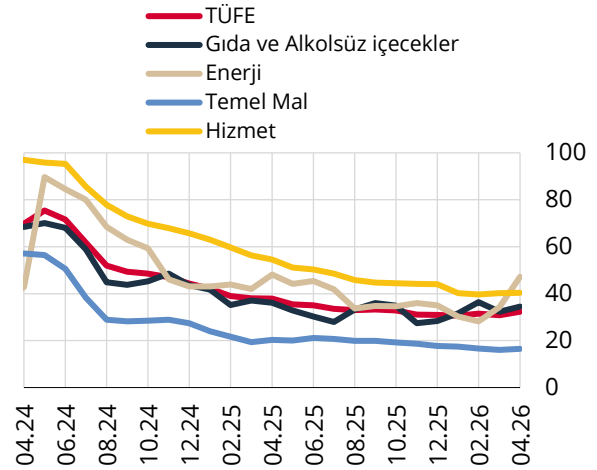
Grafik 2.4.5: B Endeksi ve Bileşenleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* İşlenmiş gıda grubunda anlamlı mevsimsel etki bulunmadığından, veriler mevsimsellikten arındırılmadan sunulmuştur.

Grafik 2.4.6: TÜFE ve Ana Harcama Grupları
(Yıllık % Değişim)

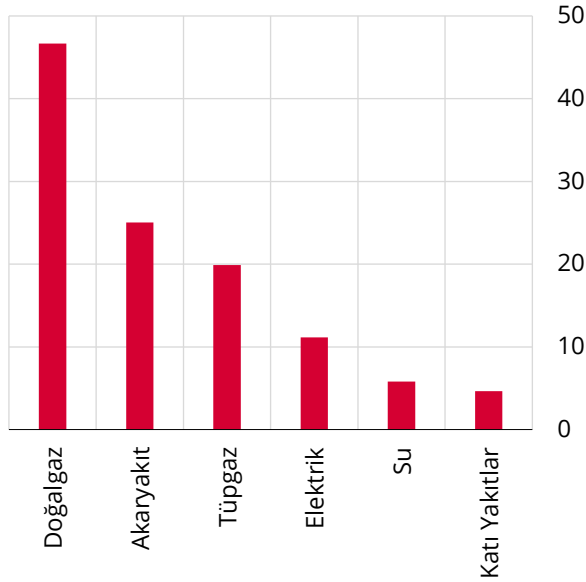


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Enerji fiyatları küresel gelişmelerin etkisiyle önemli ölçüde hızlanmıştır. Enerji fiyatları son üç ayda yüzde 22,20 oranında artmış ve nisan ayı itibarıyla yıllık enerji enflasyonu yüzde 47,22'ye yükselmiştir (Grafik 2.4.6). Bu dönemde, doğal gaz, akaryakıt, tüp gaz ve elektrik fiyatlarında belirgin olmak üzere tüm alt kalemlerde artış kaydedilmiştir (Grafik 2.4.7). Brent tipi ham petrol fiyatı jeopolitik gelişmelerin etkisiyle ocak ayında yükselmeye başlamış ve nisan ayında ortalamada 120 ABD doları civarında gerçekleşmiştir. Bu dönemde, sepet kurdaki ılımlı seyir korunmuştur. Rapor döneminde, uluslararası enerji fiyat artışları benzin, mazot, propan, bütan, doğal gaz ve kömür ile genele yayılırken bu artışların etkileri akaryakıt başta olmak üzere yurt içi enerji fiyatlarında yakından izlenmiştir. Diğer taraftan, eşel mobil uygulaması uluslararası enerji fiyat gelişmelerinin enflasyona yansımalarını önemli ölçüde sınırlamıştır. Yağışlara bağlı olarak hidroelektrik santrallerinin elektrik üretimindeki artan payı neticesinde son kaynak tedarik tarifesi (SKTT) üzerinden elektrik fiyatında gerilemeler izlenmiştir. Buna karşın, nisan ayında yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda yapılan ayarlamalar sonucu mesken grubunda elektrik ve doğal gaz fiyatlarında belirgin artışlar kaydedilmiştir. Elektrikteki fiyat artışı hidroelektriğin elektrik üretimindeki artan rolüne istinaden, meskenlere yönelik ulusal tarife artışının altında kalmıştır. Diğer taraftan, doğal gazda, elektrikteki uygulamaya benzer şekilde, meskenler için fazla tüketim yapan hanelerin daha çok ödediği kademeli fiyat uygulamasına geçilmesiyle fiyat artışı belirgin olmuştur (Grafik 2.4.7).

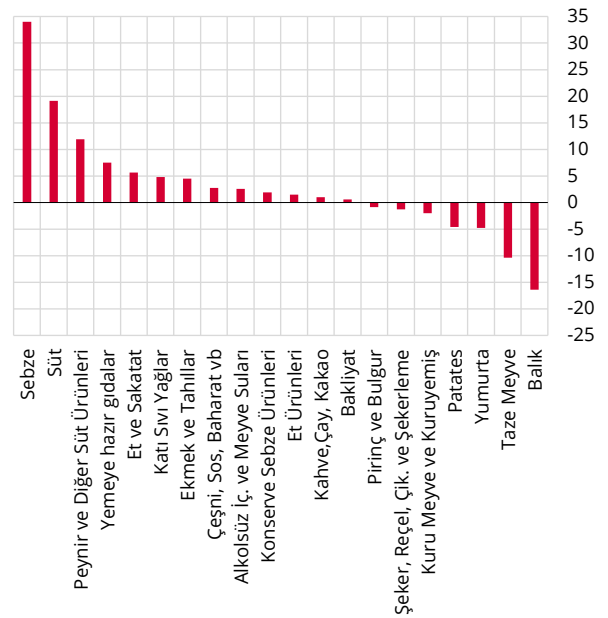
Mevcut Rapor döneminde gıda ve alkolsüz içecekler grubu enflasyonu güçlenmiştir (Grafik 2.4.6). Yılın ilk iki ayında yüksek seyreden gıda fiyat artışları, mart ayında ivme kaybetmiş olsa da nisan ayında yeniden yukarı yönlü bir eğilim sergilemiştir. Nisan ayı itibarıyla gıda ve alkolsüz içecekler grubunda yıllık enflasyon yüzde 34,6 ile manşet enflasyonun üzerinde gerçekleşmiştir. Gıda fiyatlarında Rapor döneminde gözlenen güçlenmede sebze kaynaklı olarak işlenmemiş gıda grubu öne çıkmıştır. Arz koşullarının etkilerinin hissedildiği sebze fiyatları son üç ayda tarihsel ortalamasının oldukça üzerinde artmıştır (Grafik 2.4.8). Sebze fiyatlarının izleyen aylarda hava koşullarındaki normalleşme ile yavaşlaması beklenmektedir. Bu dönemde süt ve süt ürünleri, yemeye hazır gıdalar ile et ve et ürünleri, katı-sıvı yağlar ve ekmek-tahıllar tarihsel ortalamalarının üzerinde artışla öne çıkan gruplar olmuştur. Yumurta, taze meyve ve balıkta ise fiyatlar tarihsel ortalamasına kıyasla gerilemiştir. Kısa vadede jeopolitik gelişmelerin tarımsal emtia ve gıda fiyatları üzerinden doğrudan etkisi görece sınırlı kalmış olmakla birlikte, sürecin uzun sürmesi durumunda başta gübre olmak üzere tarımsal girdi maliyetleri kanalıyla gecikmeli bir baskı oluşması riski bulunmaktadır.

Grafik 2.4.7: Enerji Fiyatları (Son Üç Ay % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK.

Grafik 2.4.8: Gıda Alt Kalemleri Fiyatları* (Son Üç Ay % Değişiminin Tarihsel Ortalamasından Sapması, Sıralanmış)



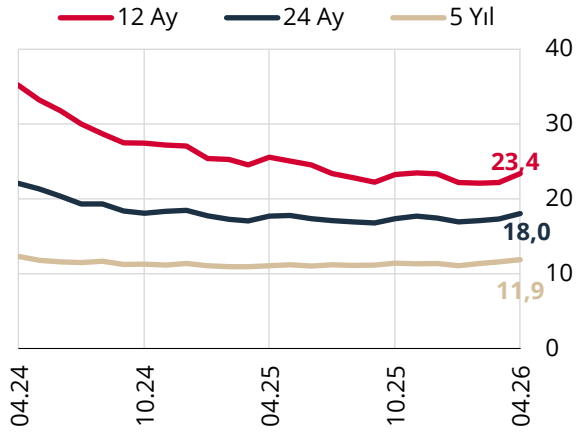
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Rapor dönemi (Şubat-Nisan 2026) yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2022) farkı.

Son üç aylık dönemde alkollü içecekler, tütün ve altın ürünleri grubunda fiyatlar yüzde 7,4 oranında artmıştır. Ocak ayındaki vergi güncellemesinin etkisinin şubat ve mart aylarında gözlemlenmesiyle tütün grubu fiyatları artmıştır. Ayrıca bu dönemde alkollü içecek fiyatları da bir miktar yükselmiştir. Küresel altın fiyatlarındaki gelişmelerin etkisiyle altın grubu Rapor döneminde yüzde 0,8 ile sınırlı bir yükseliş kaydetmiştir. Bu gelişmelerle, nisan ayı itibarıyla alkollü içecekler, tütün ve altın grubunda yıllık enflasyon bir önceki döneme kıyasla 3,5 puan düşüşle yüzde 32,1 olmuştur.

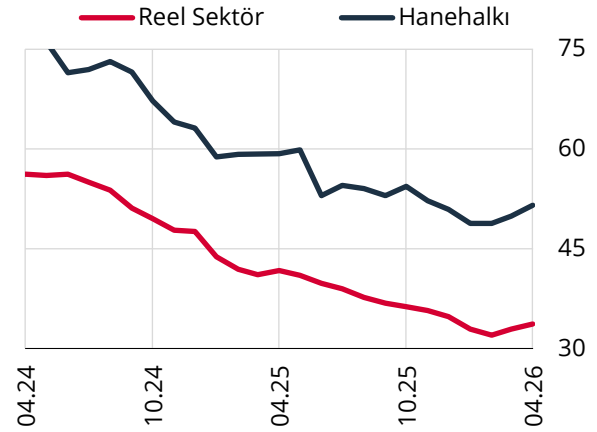
Enflasyonun Belirleyicileri

Jeopolitik gelişmelerin etkisiyle enflasyon beklentilerindeki gerileme eğilimi mevcut Rapor döneminde kesintiye uğramıştır. Piyasa Katılımcıları Anketi nisan ayı verilerine göre, bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla, 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi 1,2 puan, 24 ay sonrasına ilişkin beklenti ise 1,1 puan artarken 5 yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinde 0,8 puanlık bir yükseliş gözlenmiştir (Grafik 2.4.9). 2026 yılı sonuna ilişkin enflasyon beklentisi yüzde 27,5 ile ara hedefin oldukça üzerinde seyretmiştir. Öte yandan, hanehalkı ve reel kesimin 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerindeki düşüş eğilimi de mevcut Rapor döneminde duraksama kaydetmiştir (Kutu 2.5, Grafik 2.4.10).

Grafik 2.4.9: Piyasa Katılımcıları Anketi Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (%)

Kaynak: TCMB.

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

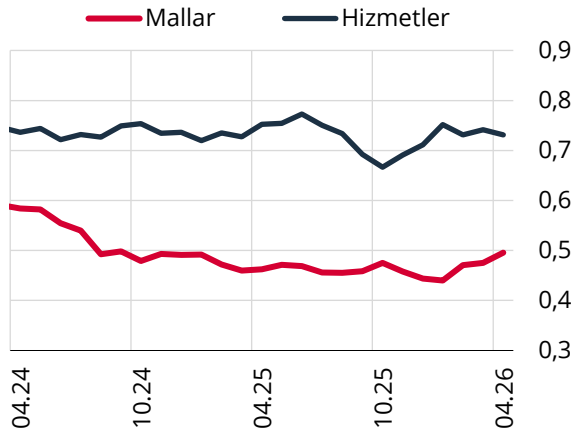
Grafik 2.4.10: Reel Sektör ve Hanehalkı Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (12 Ay Sonrası, %)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyon beklentileri, reel sektör ve hanehalkı için sektörel enflasyon beklentilerinden elde edilmiştir.

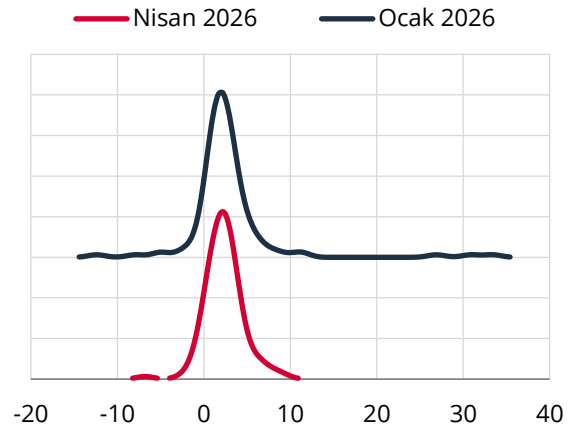
Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir.

Mevsimsel düzeltilmiş veriler üç aylık hareketli ortalamalarla incelendiğinde, mal sektörü yayılım endeksi ocak ayından bu yana bir miktar yükselmiş, hizmetler sektörü yayılım endeksi ise görece yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 2.4.11). Fiyatlama davranışlarını değerlendirmek amacıyla 5'li düzeydeki kalemlerin aylık fiyat değişimlerinin dağılımları incelendiğinde, 2026 yılı nisan ayında dağılımın 2026 yılı ocak ayına kıyasla bir miktar sola kaydığı ve medyan enflasyon etrafındaki uzlaşının güçlendiği izlenmektedir (Grafik 2.4.12).

Grafik 2.4.11: Yayılım Endeksleri* (Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Hareketli Ortalama)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

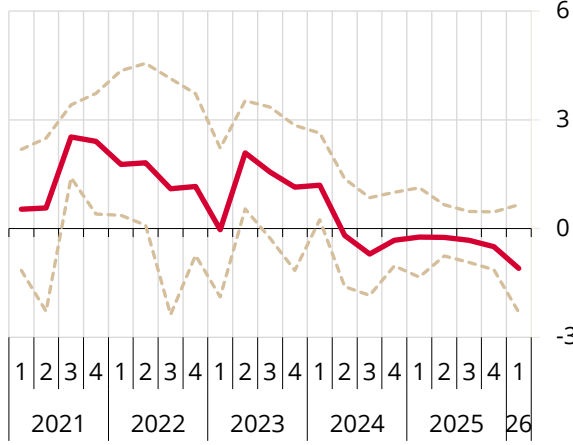
Grafik 2.4.12: TÜFE Aylık Enflasyon Dağılımı (Mevsimsellikten Arındırılmış, 5'li Düzey, Taze Meyve ve Sebze, Enerji, Alkol ve Tütün Kalemleri Hariç TÜFE)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Yılın ilk çeyreğinde, çıktı açığının dezenflasyonist bölgede olduğu tahmin edilmektedir (Grafik 2.4.13). 2025 yılı son çeyreğinde yavaşlayan iktisadi faaliyetin 2026 yılının ilk çeyreğinde de bu eğilimine devam ettiği tahmin edilmektedir. Bu görünümle uyumlu olarak yılın ilk çeyreğinde sanayi üretim endeksi yataya yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 2.3.7). Öncü göstergelerden kapasite kullanım oranı yatay bir seyirle zayıf görünümünü korumuştur (Grafik 2.3.8). Aynı dönemde, talep göstergelerinden altın hariç perakende satış hacim endeksi eğiliminin altında seyrederken (Grafik 2.3.4) kartla yapılan harcamalarda ivme kaybı gözlenmiştir (Grafik 2.3.6). Diğer taraftan, mevcut rapor döneminde reel kredi kullanımı (kur etkisinden

arındırılmış) mart ayında bir miktar geriledikten sonra nisan ayında tekrar yükselmiş ve bu seviyelerini korumuştur (Grafik 2.4.14). Bu görünüm altında, talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin sürdüğü değerlendirilmektedir.

Grafik 2.4.13: Çıktı Açığı* (%)



Kaynak: TCMB.

* Farklı yöntemlerle hesaplanan çıktı açığı göstergelerinin ortalaması, asgari ve azami değerlerle birlikte gösterilmektedir.

Grafik 2.4.14: Toplam Kredi Değişimi* (13 Haftalık Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Reel, Standart Değer)

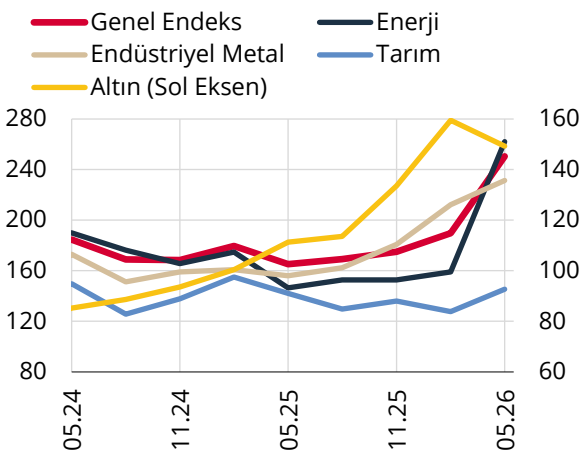


Kaynak: TCMB.

* 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.

Emtia fiyatları jeopolitik gelişmelerin etkisiyle enerji kalemleri öncülüğünde yükselirken döviz kurundaki artış ılımlı seyretmeye devam etmiştir. Jeopolitik gelişmelerle mart ayından itibaren belirgin şekilde yükselen enerji alt endeksi mevcut Rapor döneminde emtia ana endeksinin seyrindeki temel belirleyici olmuştur. Bununla birlikte, endüstriyel metal fiyatları yükseliş eğilimini sürdürürken tarımsal emtia fiyatları görece ılımlı seyretmiş, altın fiyatları ise son dönemde gerilemiştir (Grafik 2.4.15). Son üç aylık dönemde sepet kurdaki nominal artışın ılımlı seyretmesiyle Türk lirasındaki istikrarlı seyir korunmuştur (Grafik 2.4.16).

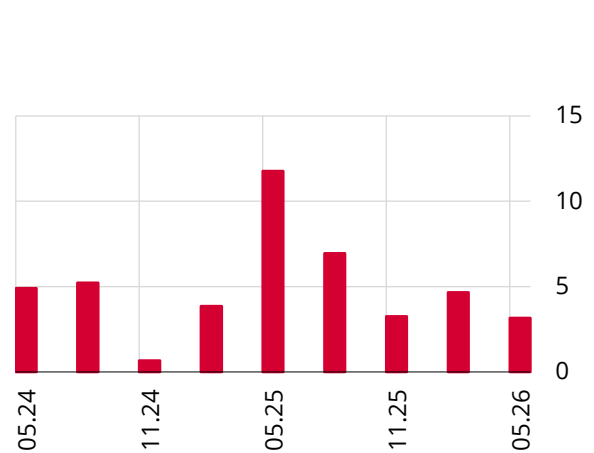
Grafik 2.4.15: Emtia Fiyat Endeksleri* (2021=100)



Kaynak: Goldman Sachs.

* Mayıs ayı verisi 13 Mayıs itibarıdır.

Grafik 2.4.16: Sepet Kur* (3 Aylık % Değişim)

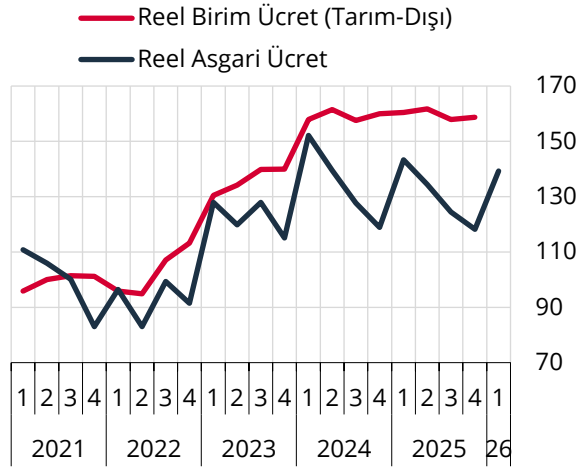


Kaynak: TCMB.

* ABD doları ve euro alış kurları eşit ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Mayıs ayı verisi 13 Mayıs itibarıdır. Yüzde değişimler ilgili aylara ait ortalama değerler üzerinden hesaplanmıştır.

Üretici enflasyonu ana eğilimi bir önceki Rapor dönemine kıyasla yükselmiştir. Reel birim ücret 2025 yılının son çeyreğinde sınırlı artmıştır (Grafik 2.4.17). Asgari ücret artışıyla birlikte 2026 yılı ilk çeyreğinde reel birim ücretlerin yükseldiği ancak nominal ücret artışlarının yavaşlamasıyla ikinci çeyrekte zayıflayacağı tahmin edilmektedir. Hürmüz Boğazı kaynaklı riskler ve alternatif rota arayışları teslimat sürelerini uzatırken güvenlik riskleri nedeniyle sigorta primleri ve navlun fiyatları yükselmiştir. Bir önceki Rapor dönemine kıyasla, konteyner ücretleri ve kuru yük taşımacılık maliyetleri artmıştır. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi bu dönemde tarihsel ortalamasının üzerinde seyretmiştir. Enerji ve hammadde akışındaki kesintiler, özellikle petrol ve doğal gaz fiyatlarında yüksek artışa neden olarak üretim maliyetleri üzerinden enflasyonist baskı oluşturma riski taşımaktadır. Öte yandan, döviz kurunun istikrarlı seyri ise maliyet baskılarını kısıtlayan bir unsur olmuştur. Bu gelişmeleri takiben, üretici enflasyonu ve imalat sanayi enflasyonu ana eğilimi bir önceki Rapor dönemine kıyasla yükselmiştir (Grafik 2.4.18). PMI verileri teslim sürelerinde kısmi bir uzamaya işaret etmektedir. Petrol başta olmak üzere enerji emtialarındaki artışın etkilerini hafifletmek amacıyla mart ayında yürürlüğe alınan eşel mobil mekanizması tüketici fiyat artışlarını önemli ölçüde sınırlarken vergi dışı derlenen üretici fiyatları küresel gelişmelerden daha fazla etkilenmektedir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde tüketici ve üretici enflasyonları arasında bir ayrışma gözlenmesi söz konusu olabilecektir.

Grafik 2.4.17: Çalışılan Saat Başına Reel Birim Ücret* (Katma Değer Üzerinden, 2021=100, Mevsimsellikten Arındırılmış) **ve Reel Asgari Ücret**** (2021=100)

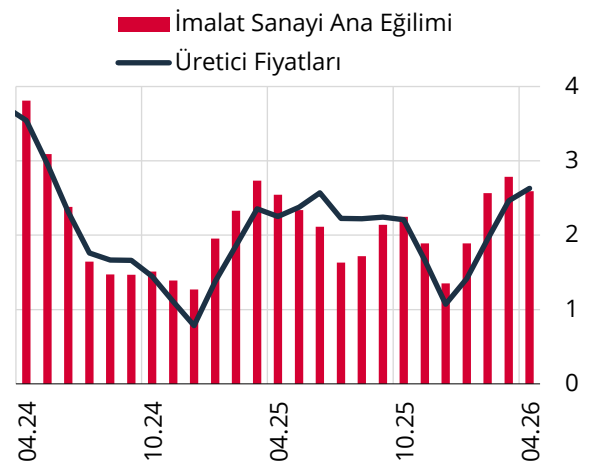


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

** Net asgari ücret verisi mevsimsellikten arındırılmış TÜFE serisi ile reelleştirilmiştir.

Grafik 2.4.18: İmalat Sanayi Ana Eğilimi* ve Manşet Üretici Fiyatları (Aylık % Değişim, 3 Aylık Hareketli Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ana Metal ve Petrol Hariç İmalat Sanayi Üretici Fiyatları.

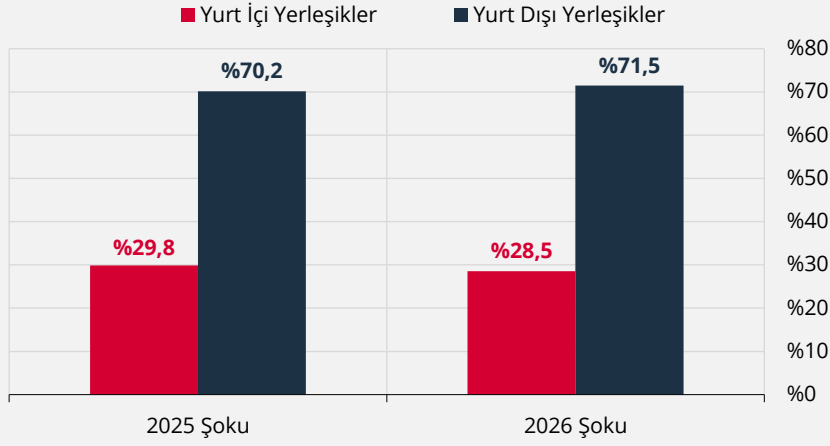
Mevcut Rapor döneminde yönetilen kalemlerin manşet enflasyon üzerindeki etkisi enerji kalemleri öncülüğünde güçlenirken eşel mobil uygulaması daha olumsuz bir görünümü engellemiştir. Alkollü içecekler ve tütün grubunda, ocak ayındaki vergi güncellemesinin etkisinin şubat ayı ortalarında gözlemlenmesiyle tütün grubu fiyatları şubat ve mart aylarında artmıştır. Şubat ayında uluslararası enerji fiyat gelişmelerini takiben akaryakıt ve tüp gaz fiyatlarında artışlar gözlenmiştir. Diğer taraftan, piyasa takas fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak son kaynak tedarik tarifesi (SKTT) kaynaklı elektrik fiyatındaki gerileme daha olumsuz bir görünümü sınırlamıştır. Mart ayında jeopolitik gelişmelere bağlı olarak enerji fiyatları ve bunun ulaştırma hizmetlerine olan yansımaları öne çıkmıştır. Bu dönemde, enerji fiyatları ham petrol fiyatlarındaki gelişmelere istinaden akaryakıt fiyatları öncülüğünde artmış, 5 Mart 2026 tarihinde yürürlüğe giren eşel mobil mekanizması ise uluslararası enerji fiyat gelişmelerinin enflasyona yansımalarını önemli ölçüde sınırlamıştır. Nisan ayında yurt içi enerji fiyatlarında meskenlere yönelik doğal gaz ve elektrik fiyat artışlarına istinaden önemli bir yükseliş izlenmiştir. Doğal gazda, elektriktekine benzer şekilde, meskenler için fazla tüketim yapan hanelerin daha yüksek ödediği kademeli fiyat uygulamasına geçilmiştir. Bu uygulamanın da etkisiyle nisan ayında meskenlere yönelik doğal gaz fiyatları kayda değer bir oranda artmıştır.

Kutu 2.1

Dışsal Şok Dönemlerinde Döviz Talebi: 2025 ve 2026 Analizi

Dışsal şoklar, varlık fiyatlamalarını, geleceğe yönelik makro beklentileri ve finansal davranışları etkilemektedir. Belirsizliğin ani biçimde yükseldiği dönemlerde yatırımcıların portföy tercihlerini yeniden değerlendirdiği ve bu sürecin döviz talebine yansıdığı gözlemlenmektedir. Bu kutu, nitelik itibarıyla birbirinden farklı iki şok dönemini karşılaştırmalı olarak ele almaktadır. 2025 şok dönemi (Mart-Mayıs 2025), yurt içi gelişmeler ile küresel ticaret politikasına ilişkin belirsizliklerin eş zamanlı olarak yoğunlaştığı çoklu bir şok ortamını yansıtmaktadır. 2026 şok dönemi (Şubat-Nisan 2026) ise bölgesel jeopolitik gerginliklerin küresel risk iştahını kayda değer ölçüde baskı altına aldığı bir döneme karşılık gelmektedir. İki dönemin karşılaştırmalı analizi, şokun niteliğinin Türkiye'deki döviz talebi kompozisyonu ve yatırımcı davranışı üzerindeki etkilerini değerlendirme imkânı sunmaktadır.

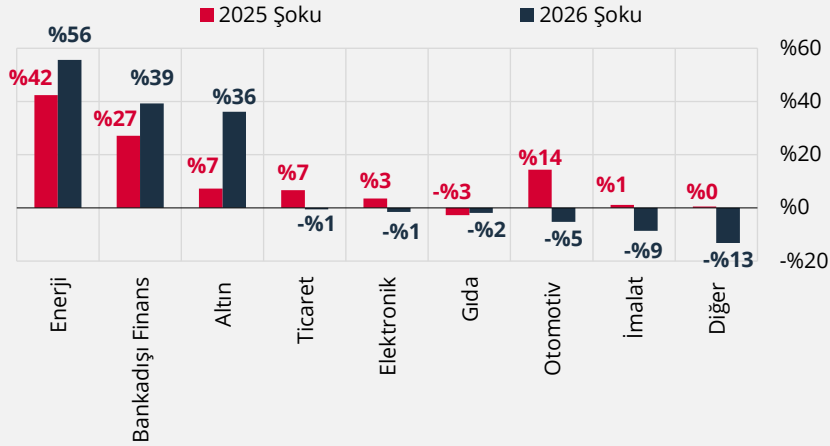
Grafik 1: Net Döviz Talebi Kompozisyonu* (%)



* Yurt içi yerleşikler bireysel ve kurumsal yatırımcılardan oluşmakta olup kurumsal yatırımcıların döviz talebinden ihracat bedeli satışları düşülmüştür.

Grafik 1'de sunulan veriler incelendiğinde, net döviz talebinin büyük bölümü her iki dönemde de yurt dışı yerleşiklerden (YDY) kaynaklanmıştır. Bu kapsamda, yurt dışı yerleşiklerin toplam döviz talebi içindeki payı 2025 şok döneminde yüzde 70,2, 2026 şok döneminde ise yüzde 71,5 olarak gerçekleşmiştir. Yurt içi yerleşiklerin toplam talep içindeki payı ise her iki dönemde de sınırlı kalmış; sırasıyla yüzde 29,8 ve yüzde 28,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. Yurt içi yerleşiklerin net döviz talebinin YDY'ye kıyasla ılımlı seyretmesi dikkat çekici bir bulgu olarak öne çıkmaktadır.

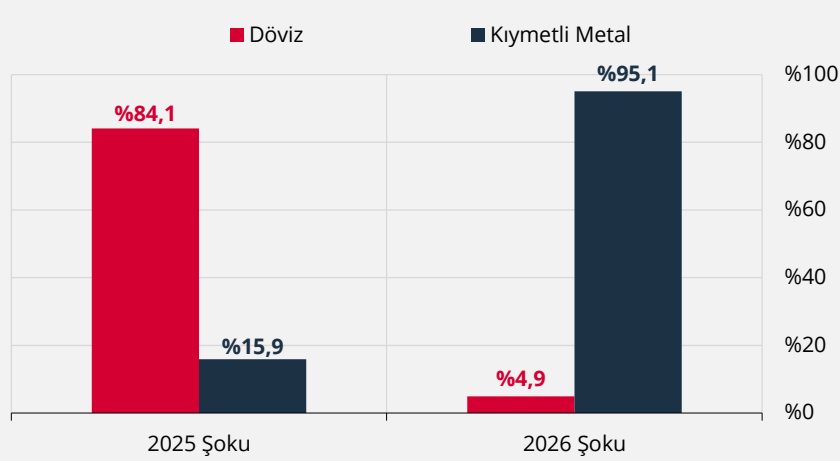
Grafik 2: Kurumsal Net Döviz Talebi, Sektör Bazlı* (%)



* Sektörel paylar, sektörel kurumsal net döviz talebinin toplam kurumsal net döviz talebine oranlanmasıyla hesaplanmıştır. İhracat bedeli satışları düşülmüştür.

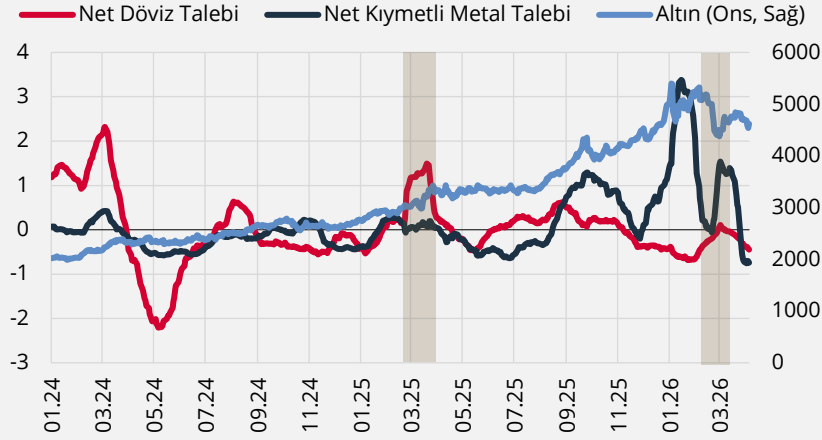
Grafik 2 yurt içindeki kurumsal döviz talebinin sektörel bazda dağılımını göstermektedir. Bu kapsamda, sektörel dağılım incelendiğinde, kurumsal döviz talebi açısından iki dönem arasında belirgin bir farklılaşma dikkat çekmektedir. 2025 yılındaki şok döneminde kurumsal döviz talebi sektörler arasında görece dengeli bir dağılım sergilemiştir. Enerji sektörü yüzde 42 pay ile en yüksek katkıyı sağlarken bankadışı finans (yüzde 27) ve ticaret (yüzde 7) sektörlerinin de belirleyici olduğu görülmektedir. Bu geniş tabanlı dağılımın söz konusu dönemin çok boyutlu şok niteliğiyle örtüştüğü değerlendirilmektedir. Nitekim farklı kaynaklı belirsizliklerin eş zamanlı artması firmaların maruz kaldığı risk kanallarını çeşitlendirmiş ve genele yayılan bir kurumsal döviz talebine zemin hazırlamıştır. Buna karşın 2026 şok döneminde tablo önemli ölçüde değişmiştir. Bu dönemde, enerji, bankadışı finans ve altın sektörlerindeki net döviz talebi belirgin bir yükseliş sergilerken diğer sektörlerin paylarının gerilediği görülmektedir. Bu dönemde enerji sektörünün net döviz talebi içindeki payının yüzde 56'ya ulaştığı, altın sektörünün net döviz talebindeki payının ise yüzde 7'den yüzde 36'ya yükseldiği görülmüştür. Bankadışı finans sektörünün payındaki artışın ise yatırım fonları ve benzeri finansal kuruluşların portföylerindeki kıymetli metal ağırlığını artırmasından kaynaklandığı tahmin edilmektedir. Öte yandan, başta ticaret, imalat ve otomotiv olmak üzere diğer sektörlerin paylarının negatife dönmesi, bu sektörlerdeki kurumsal yatırımcıların nette döviz satıcısı olduklarına işaret etmektedir. Bu çerçevede, 2026 şok dönemindeki kurumsal döviz talebinin büyük ölçüde emtia fiyat dinamikleriyle şekillendiği ve jeopolitik belirsizlik ortamında yüksek oynaklık sergileyen petrol ve altın fiyatlarının bu sektörlerdeki döviz talebini artırdığı değerlendirilmektedir.

Grafik 3: Bireysel Net Döviz Talebi (%)



Grafik 3 incelendiğinde, bireysel döviz talebinde iki dönem arasında belirgin bir kompozisyon farklılaşması dikkat çekmektedir. 2025 yılı şok döneminde bireysel talep ağırlıklı olarak döviz alımı üzerinden şekillenmiş olup talebin yaklaşık yüzde 84'ü doğrudan döviz alımından oluşmuştur. Buna karşın 2026 yılındaki şok döneminde talep kompozisyonu önemli ölçüde farklılaşmıştır. Bu dönemde, bireysel döviz talebi büyük oranda kıymetli metaller üzerinden gerçekleşmiş ve kıymetli metal talebinin payı yüzde 95'e ulaşmıştır.

Grafik 4: Bireysel Döviz Talebi Kırılımı (Normalize Edilmiş) ve Ons Altın Fiyatı (ABD Doları)



Grafik 4, bireysel yatırımcıların net döviz ve net kıymetli metal taleplerinin normalize edilmiş zaman serisini ons altın fiyatlarıyla birlikte sunmaktadır. Grafikte yer alan taralı alanlar 2025 ve 2026 yıllarındaki şok dönemlerini kapsamaktadır. Elde edilen bulgular, bireysel yatırımcıların ons altın fiyatlarındaki gerilemenin ardından kıymetli metal talebini artırdığına işaret etmektedir. Bu durum, bireysel kıymetli metal talebinin fiyat gelişmelerine duyarlı bir yapı sergilediğini göstermektedir.

Elde edilen bulgular bir bütün olarak değerlendirildiğinde, farklı nitelik ve kaynaklardaki dışsal şoklara karşın yurt içi döviz iştahının her iki dönemde de sınırlı seyrettiği görülmektedir. Kurumsal talebin emtia fiyat dinamikleriyle açıklanabilir bir sektörel yoğunlaşma göstermesi ve bireysel talebin doğrudan döviz alımından ziyade kıymetli metal tercihi üzerinden şekillenmesi, yatırımcı davranışlarının şokun ekonomik içeriğiyle tutarlı olduğuna işaret etmektedir. Bu çerçevede, yurt içi yerleşiklerin net döviz talebinin yurt dışı yerleşiklere kıyasla sınırlı kalması, para politikasına duyulan güvenin bir yansıması olarak değerlendirilmektedir.

Kutu 2.2

Bireysel Kredilerde Limit Artışlarının Harcama Etkileri

Tüketici kredileri, hanehalkı harcamaları üzerindeki doğrudan etkileri ve finansal sistemin genel işleyişine olan bağlantısı nedeniyle hem para politikası hem de makroihtiyati politikalar açısından önem taşımaktadır. Ülkemizde son dönemde yaygınlaşan teminatsız bireysel krediler ise kişilere kısa vadeli likidite yönetimi imkânı sunmakta ve tüketimin finansmanı sürecinde önemli kolaylıklar sağlamaktadır. Öte yandan kredi limitlerindeki hızlı genişlemeler likidite kısıtı altındaki hanehalkları için kısa vadede ek bir satın alma gücü oluşturmakta, bu durum ise özellikle enflasyonist baskıların yüksek seyrettiği dönemlerde nihai tüketim talebi üzerinde belirgin bir genişleyici etki doğurabilmektedir. Ayrıca, aşırı limit artışlarının tetiklediği borçlanma eğilimi, düşük gelirli ve finansal açıdan kırılgan hanehalkları için kaldıraç oranlarını arttırmakta, bu kesimler için geri ödeme güçlüğüne yol açabilmektedir.

Uluslararası akademik literatür, kredi limiti artışları ile hanehalkı harcamaları arasında güçlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. ABD’de kredi kartı limit artışlarının dışsal zamanlamasından yararlanan Gross ve Souleles (2002) çalışmasında, likidite kısıtı altındaki hanehalklarının limit artışlarına borçlanma ve tüketimlerini hızla yükselterek yanıt verdiği gösterilmiştir. Yine ABD örneğinden yola çıkan Agarwal ve diğ. (2018) çalışması ise kredi limitindeki artışların düşük kredi notuna sahip borçlular için teminatsız kredi kullanımını önemli ölçüde arttırdığı sonucuna ulaşmıştır. Türkiye özelinde ise bir ticari banka müşteri portföyü ile saha çalışması gerçekleştiren Aydın (2022) ise rassal deneye katılan tüketicilerin yeni kredi imkanlarına anlamlı harcama tepkileri verdiğini ortaya koymuştur.

Son yıllarda bankaların bireysel kredi kartları (BKK) ve kredili mevduat hesapları (KMH) başta olmak üzere teminatsız bireysel kredi gruplarında rekabet ettiği ve bu rekabetin hızlı limit artışlarına yol açtığı görülmektedir. Limit artışlarının ve teminatsız kredilerdeki büyüme iştahının bankalar arasında heterojenlik sergilediği de izlenmektedir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki olası etkileri dikkate alındığında teminatsız bireysel kredi grubunda limit ve harcama eğilimleri arasındaki ilişkinin incelenmesi politika çerçevesi açısından önem taşımaktadır.

Bu çalışmada mikro verilerden yararlanarak söz konusu kredi segmentleri için limit değişimleri ile harcama bakiyeleri arasındaki ilişkiyi incelemekte ve esneklik katsayıları tahmin etmekteyiz.¹ Analizlerimiz 2021-2025 dönemini kapsayan kişi-dönem düzeyindeki panel veri seti ve Bartik-tipi bir araç değişken stratejisine dayanmaktadır. Temel bulgularımız kredi kartı segmentinde uzun vadede güçlü bir limit-harcama ilişkisinin bulunduğu işaret etmektedir. Limit-harcama esnekliği KMH ürününde ise daha yüksek seviyede gerçekleşmektedir. Söz konusu bulgular, sıkı finansal kısıtlar altındaki borçluların limit artışlarına daha belirgin bir biçimde tepki verdiğini ortaya koymaktadır.

Yöntem ve Veri

Çalışmada Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi aracılığıyla elde edilen bireysel düzeyde mikro veriler kullanılmıştır. İlgili veri seti zamana göre değişen şekilde müşterilerin kullanım ve limit bilgileriyle borç veren banka bilgilerini içermektedir.² Tahmin sürecine dahil edilen örneklem ise yüzde 1 düzeyinde hash-tabanlı örnekleme yöntemiyle oluşturulmuştur.³ Rastgele örneklemeden farklı olarak hash tabanlı yaklaşım, örneklem genişletildiğinde ya da farklı dönemler için yeniden uygulandığında tekrar üretilebilir bir yapı sunarak, panel boyutunun tutarlılığı ve bulguların dışsal geçerliliği açısından avantaj sağlamaktadır. Örnekleme dahil edilen bireylerin tüm bankalardaki bütün kredi ilişkileri veri setine aktarılmıştır. Bu yaklaşım, bireyin portföy bütünlüğünü korumakta ve kredi davranışının bütüncül

¹ Kutu kapsamında Akgündüz ve diğ. (2026) çalışmasının temel bulguları sunulmaktadır.

² Kullanılan veride banka ve banka dışı finansal kuruluşlar bulunmaktadır. Bu kutuda kavramsal bütünlüğü sağlamak adına her iki grup da banka olarak nitelendirilecektir.

³ Bu yaklaşımda her bireye ait tanımlayıcı bilgiler deterministik bir hash fonksiyonuna tabi tutulmakta ve yalnızca “hash” değeri önceden belirlenen eşğin altında kalan bireyler örnekleme dahil edilmektedir. Ayrıca hash-tabanlı örnekleme sürecinde birim olarak bireyler esas alınırken seçim maskeli TCKN düzeyinde gerçekleştirilmiştir.

biçimde gözlenmesine olanak sağlamaktadır. Limit değişimlerdeki mekanik etkileri dışlamak adına takibe girmiş alacağı bulunan kişiler ve 4 defa ya da daha fazla ödeme gecikmesi olan kişiler analiz kapsamına alınmamıştır. Ayrıca iktisadi açıdan anlamlı kredi kullanımlarına odaklanmak açısından limit ya da bakiye değerleri 0 olan gözlemler dışlanmıştır. Nihai örneklem, 2021Ç1-2025Ç4 dönemi için çeyreklik frekansta yaklaşık 167 bin kişiye ait 1,5 milyon civarı kredi ilişkisinden oluşmaktadır. Ayrıca dağılımları uygun hale getirmek ve model katsayılarını esneklik yorumuna kavuşturmak adına kredi limit ve bakiyelere ters hiperbolik sinüs (IHS) dönüşümü uygulanmıştır.

Kredi limiti ile kullanımı arasındaki ilişkinin geleneksel yöntemlerle tahmin edilmesi olası içsellik nedeniyle tanımlama sorunlarına yol açmaktadır. Bankalar güçlü talep sinyali veren müşteriler için limitleri bireylerin talebi ile veya proaktif bir şekilde ayarlayabilmektedir. Ayrıca gelir şokları, istihdam değişimleri ve ekonomik beklentiler gibi faktörler hem harcama talebini hem de bankaların müşterilere yönelik limit kararlarını eş anlı etkileyebilmektedir. Çalışmamızın metodolojik temelini söz konusu içsellik sorunlarını gidermek adına kullandığımız Bartik-tipi araç değişkeni oluşturmaktadır (Goldsmith-Pinkham ve diğ., 2020). Bankaların arz farklılaşmasını izole etmeyi hedefleyen araç değişkenimiz iki bileşenden oluşmaktadır: (i) her bankanın geçmiş dönemde bireyin toplam limiti içerisindeki payı ve (ii) söz konusu bankaların ilgili kredi türünde tüm müşterileri üzerinden hesaplanan geçmiş dönemden güncel döneme toplam limit değişimi:

$$Z_{i,t} = \sum_{b \in B_i} \left(\frac{\text{Limit}_{i,b,t-1}}{\sum_b \text{Limit}_{i,b,t-1}} \right) \times (\text{Banka Limit}_{b,t} - \text{Banka Limit}_{b,t-1}) \quad (1)$$

Denklem (1)'de yer alan gösterimde $Z_{i,t}$ değişkeni araç değişkenin i kişisi için t döneminde aldığı değerleri ifade etmektedir. $\text{Limit}_{i,b,t}$ değişkeni i kişisi için b bankasının t zamanında sunduğu (IHS yöntemiyle dönüştürülmüş) limit imkanını, $\text{Banka Limit}_{b,t}$ değişkeni ise b bankasının t zamanında sektör genelinde tüm müşterileri için açtığı toplam limit seviyesini göstermektedir.

Tahmin modellerinin yapısı ise şu şekilde kurulmaktadır:

$$\text{Limit}_{i,t} = \gamma * Z_{i,t} + \alpha_i + \phi_t + v_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{Kullanım}_{i,t} = \beta * \widehat{\text{Limit}}_{i,t} + \alpha_i + \phi_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

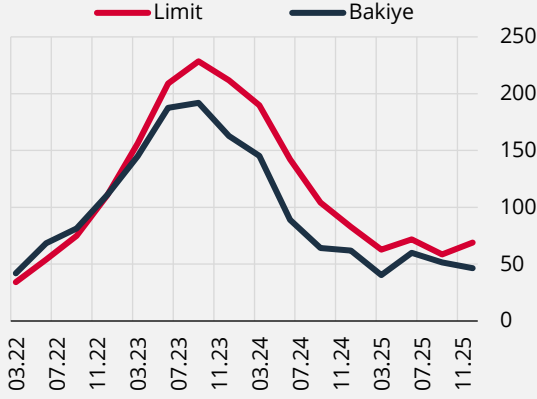
Analiz sürecinde ilk aşamada kişilerin limit seviyeleri Denklem (1)'de ifade edilen araç değişkene koşturulmaktadır. Akabinde ikinci aşamada tahminlenmiş limit seviyeleri açıklayıcı değişken olarak kullanılarak kişilerin kredi kullanım bakiyelerindeki eğilim açıklanmaktadır. β parametresi geçişkenlik katsayısını temsil etmekte ve kredi limitindeki değişimlerin bakiye üzerindeki nedensellik etkisini sayısallaştırmaktadır. Söz konusu formülasyonlarda kişi ve zaman sabit etkileri modele dahil edilmiştir. Kişi sabit etkileri borçluların zaman içinde değişmeyen özelliklerini (kalıcı gelir düzeyi ve kredi riski) kontrol ederken; zaman sabit etkileri para politikası durumu, döviz kuru hareketleri ve düzenleme çerçevesi gibi ortak makroekonomik şokları absorbe etmektedir. Standart hatalar kişi seviyesinde kümelenmiştir. Benzer model yapısı BKK, KMH ve bu iki kalemin toplamı olarak nitelendirilen teminatsız bireysel kredi grupları için ayrı ayrı tahmin edilmiştir.

Sonuçlar

Teminatsız bireysel kredi gruplarında incelenen döneme ilişkin gelişmeler Grafik 1 ve 2'de betimsel açıdan ortaya koyulmaktadır. Grafik 1'de görüldüğü üzere, BKK ve KMH bakiyelerinin yıllık büyüme oranları 2020 sonrasında hız kazanmış, 2022–2023 döneminde zirveye ulaşarak yüksek enflasyon ve negatif reel faiz ortamının tüketici kredisi talebini güçlü biçimde beslediğini teyit etmiştir. Söz konusu büyüme oranları 2023 sonrasında belirgin bir yavaşlama kaydetmiş olmakla birlikte tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmeye devam etmektedir. Grafik 2 ise BKK ve KMH'taki reel limit artışı ile kullanım artışının bankalar arasında kayda değer bir heterojenlik sergilediğini ortaya koymakta; bu bulgu, bankaların limit genişletme davranışlarındaki farklılıkların Bartik-tipi araç değişken stratejisinin birinci aşaması için gerekli çapraz-kesitsel varyasyonu sağladığını göstermektedir. Limit artışları ile

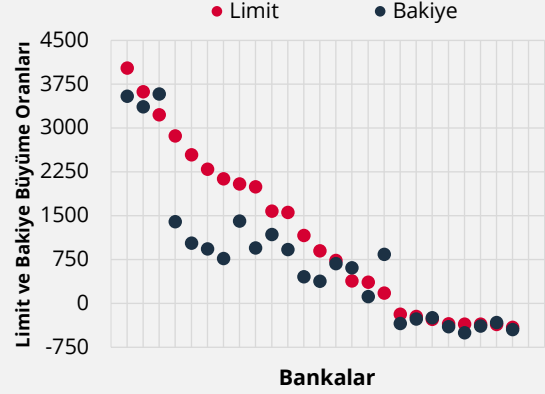
kullanım artışları arasındaki banka düzeyindeki korelasyon güçlü ve pozitif olmakla birlikte bire-bir bir ilişki sergilememektedir. Bu durum, limit genişlemesinin kullanım üzerindeki etkisinin bankadan bankaya farklılaştığını ve bireysel düzeyde nedensellik tanımlamasını amaçlayan yapısal bir tahmin stratejisinin gerekliliğini doğrulamaktadır.

Grafik 1: Limit ve Bakiye Büyüme Oranları
(BKK ve KMH Toplam, Yıllık, %)



Kaynak: TCMB, Risk Merkezi.

Grafik 2: Banka Bazlı Reel Büyüme Oranı*
(2021Ç4-2025Ç4 Dönemi Değişimi, BKK ve KMH Toplam, %)



Kaynak: TCMB, Risk Merkezi.

* Yatay eksen bankaları göstermektedir.

Tahmin sonuçları Tablo 1'de sunulmaktadır. Kredi kartı uzun dönem esnekliği yaklaşık 1,47'ye ulaşmakta ve limit artışlarına verilen harcama tepkisinin birikimli biçimde geliştiğini ortaya koymaktadır. Miktaral açıdan değerlendirildiğinde, kredi kartı segmentinde yüzde 10'luk kalıcı bir limit artışı (örneklem ortalaması olan 103.375 TL'lik limit için 10.337 TL'lik limit artışı), uzun dönemde ortalama kredi kartı bakiyesini yaklaşık yüzde 14,7 oranında, bir diğer ifadeyle ortalama 45.070 TL'lik bakiyenin yaklaşık 6.625 TL artmasına karşılık gelecek şekilde yükseltmektedir.

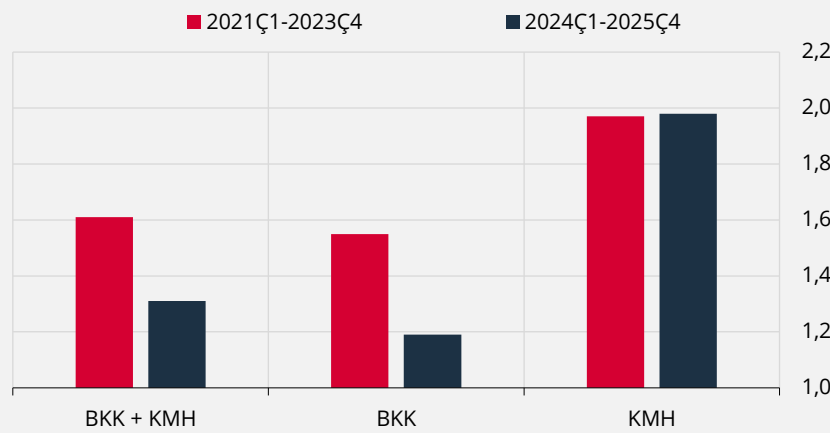
Bireysel KMH segmentinde tepkiler daha belirginken esneklik katsayısı 2,29 seviyesinde bulunmaktadır. Bu bağlamda, KMH segmentinde yüzde 10'luk kalıcı bir limit artışı (örneklem ortalamasında yaklaşık 4.005 TL limit artışı) uzun dönemde ortalama KMH bakiyesini yaklaşık yüzde 22,9 oranında, diğer bir deyişle ortalama 22.234 TL'lik bakiyenin yaklaşık 5.092 TL artmasına karşılık gelecek şekilde yükseltmektedir. Bu oran, segment bazında daha yüksek esneklik katsayısıyla tutarlı biçimde kredi kartına kıyasla oransal olarak belirgin şekilde güçlü bir kullanım tepkisine işaret etmektedir. Bu asimetri, kısa vadeli likidite ihtiyaçları için KMH kullanan borçluların çok daha sıkı finansal kısıtlar altında bulunduğu ve limit artışlarına daha agresif bir borçlanma tepkisiyle karşılık verdiğine işaret etmektedir.

Sağlamlık analizleri gerçekleştirmek amacıyla aynı model yapıları yüzde 5 düzeyinde hash-tabanlı örneklemeden gelen verilere de (yaklaşık 7,5 milyon kişi-zaman gözlemi) uygulanmıştır. Alternatif örneklemeyle yapılan analizler de benzer sonuçlara işaret etmektedir.

Son olarak temel sonuçların zamana göre değişip değişmediğini test etmek amacıyla farklı dönemler için esneklik katsayıları elde edilmiştir. Aynı model yapısı 2021Ç1-2023Ç4 ve 2024Ç1-2025Ç4 olmak üzere iki ayrı dönem için tahmin edilmiştir. İlk dönem finansal koşulların ve para politikası duruşunun destekleyici yönde şekillendiği, ikinci dönem ise sıkılaştırıcı yönde gerçekleştiği süreçleri temsil etmektedir. Tahmin sonuçları Grafik 3'te gösterilmektedir. BKK grubunda ilk dönemde esneklik katsayısı 1,55 seviyesindeyken ikinci dönemde 1,19 seviyesine gerilemektedir. Öte yandan, KMH segmentinde farklı bir eğilim gözlenmektedir, 2023 öncesi ve sonrası dönemlerde esneklik benzer seviyelerde oluşmaktadır.

Tablo 1: Ana Sonuçlar

| | (1) Kullanım (BKK + KMH) | (2) Kullanım (BKK) | (3) Kullanım (KMH) |
|-------------------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Limit | 1,58*** | 1,47*** | 2,29*** |
| Gözlem | 1.507.701 | 1.507.701 | 1.507.701 |
| Kişi SE | ✓ | ✓ | ✓ |
| Zaman SE | ✓ | ✓ | ✓ |
| F-istatistiği | >100 | >100 | >100 |
| Ortalama Kullanım | TL 67.304 | TL 45.070 | TL 22.234 |
| Ortalama Limit | TL 143.424 | TL 103.375 | TL 40.049 |

Grafik 3: Dönemsel Esneklik Tahminleri

Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Değerlendirme

Bu çalışmada sunulan bulgular, Türkiye'de kredi limiti değişimlerinin tüketici harcamaları üzerinde ekonomik açıdan anlamlı ve istatistiksel olarak güçlü nedensellik etkileri doğurduğunu ortaya koymaktadır. Finansal istikrar açısından sonuçlar, kredi kartı ve KMH segmentlerinde gerçekleşen hızlı limit artışlarının hanehalkı kaldıracını sistematik biçimde artırabileceğine ve ekonomik daralma dönemlerinde takipteki kredileri yükseltebileceğine işaret etmektedir. Fiyat istikrarı açısından ise piyasa şartlarında oluşan limit artışları tüketim talebini gelir temellerinin ötesine taşıyarak para politikası aktarım mekanizmasını güçleştiren kalıcı enflasyonist baskılara yol açma riski taşımaktadır. Özellikle KMH segmentinde diğer gruba göre belirgin biçimde gözlenen yüksek esneklik, bu ürün grubuna yönelik döngü karşıtı limit politikalarının önemini artırmaktadır. Bu bağlamda, bireysel kredilerde limitlerin kişilerin gelirleriyle uyumlu bir şekilde belirlenmesinin, finansal risklerin yönetilmesi ve talep koşullarının normalleşmesine katkı sunması beklenmektedir.

Referanslar

- Agarwal, S., Chomsisengphet, S., Mahoney, N., & Stroebel, J. (2018). Do banks pass through credit expansions to consumers who want to borrow? *The Quarterly Journal of Economics*, 133(1), 129–190.
- Akgündüz, Y.E., Bölükbaş, K., Çolak, M.S., Kılıç, Y., & Yılmaz, M. H. (2026). Spending responses to limit changes in uncollateralized consumer credits: Micro insights from Türkiye. *Devam Eden Çalışma*.
- Aydın, D. (2022). Consumption response to credit expansions: Evidence from experimental assignment of 45,307 credit lines. *American Economic Review*, 112(1), 1–40.
- Goldsmith-Pinkham, P., Sorkin, I., & Swift, H. (2020). Bartik instruments: What, when, why, and how. *American Economic Review*, 110(8), 2586–2624.
- Gross, D. B., & Souleles, N. S. (2002). Do liquidity constraints and interest rates matter for consumer behavior? Evidence from credit card data. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 149–185.

Kutu 2.3

Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular

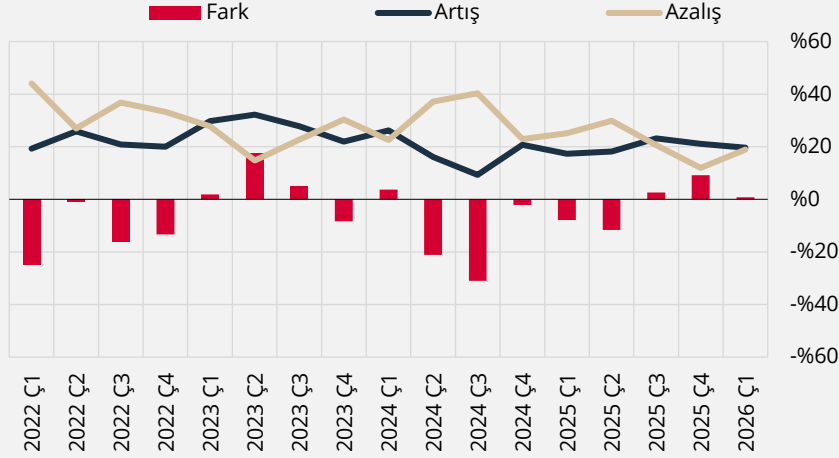
TCMB, reel sektör firmaları ile yüz yüze görüşmeler yaparak “**Reel Sektöre İktisadi Mercek (RESİM)**” çalışmasını yürütmektedir.¹ Bu kutu, temel olarak Ocak-Mart 2026 döneminde gerçekleştirilen görüşmelerden elde edilen bulguları ve son dönemdeki jeopolitik gelişmelerin turizm sektörüne etkisine ilişkin firma değerlendirmelerini özetlemektedir.

Yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet hız kesmiştir. Bu seyir hem yurt içi satışlar hem de ihracattan kaynaklanmış, üretim faaliyeti de bu seyre eşlik etmiştir.

Yurt içi satışlar ilk çeyrekte belirgin yavaşlamıştır.

Yurt içi satışların yavaşlamasında ölçülü ücret artışları, finansal koşullardaki sıkılık, azalan kampanya yoğunluğu ve bir önceki çeyrekteki öne çekilen talep belirleyici olmuştur (Grafik 1). Firmalar, fiyat hassasiyeti süren tüketicilerin yüksek enflasyonist ortamdaki stoklama davranışından vazgeçerek uygun fiyat bulduğunda alım yapmaya yöneldiğini vurgulamıştır.

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.

Son dönemdeki jeopolitik gelişmeler ve buna eşlik eden yüksek belirsizlik algısı tüketicilere kıyasla firmaların beklentilerini daha olumsuz etkileyerek firmalar arası ticareti baskılamıştır.

Nisan ayında yapılan görüşmeler, yılın ikinci çeyreğinde yurt içi satışların, özellikle firmalar arası ticaret kanalında, yavaşlamaya devam edebileceğine işaret etmiştir.

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 geliştirmektir. Yarı yapılandırılmış sohbet şeklinde 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 anekdotel bilgilerin 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.

İhracat ilk çeyrekte sınırlı azalmıştır.

Bölgesel jeopolitik gelişmeler ile bu gelişmelerin küresel etkileri ve korumacılık politikaları ihracatı olumsuz etkileyen faktörler arasında öne çıkarken rekabetçi fiyatlama zorlukları ve Çin kaynaklı rekabet baskısı da sürmüştür. İhracat, Avrupa'da sınırdaki karbon düzenleme mekanizmasındaki uygulama belirsizliklerinin de etkisiyle yılın ilk çeyreğine zayıf başlamıştır. Şubat'taki toparlanmaya karşılık martta ABD/İsrail-İran Savaşı'nın etkisiyle ihracat yeniden zayıflamıştır. Savaş ilk olarak Orta Doğu ülkelerine ihracatta belirgin kayıplara yol açmıştır. Nisan ayında yapılan görüşmelerde firmalar tedarik güvenliği endişeleriyle bazı sektörlerde talebin Türkiye'ye yönelmesini fırsat olarak gördüklerini belirtmiştir. Özellikle hazır giyim, tekstil, ana metal ve petrokimya bağlantılı sektörlerde Avrupa'dan bir talep artışı söz konusudur. Bu talebin geçici olduğunu değerlendiren firmalar tedarik maliyetlerindeki artışı, hammadde tedarikindeki sıkıntıları ve küresel talepteki zayıflamayı başlıca riskler olarak öne çıkarmıştır.

Üretim faaliyeti yavaşlamakla birlikte riskler aşağı yönlü olmuştur.

İhracatçı firmaların üretim faaliyeti yatay seyredirken üretimdeki sınırlı artış iç piyasa ağırlıklı çalışan firmalardan kaynaklanmıştır. Finansal koşullardaki sıkılık, nakit akışındaki zorluklar, rekabet baskıları ve artan ithalat eğilimi üretimi sınırlayan unsurlar olmuştur. Jeopolitik gelişmeler, navlun kaynaklı ek maliyetlere yol açmış ve tedarik riskleri oluşturmuştur. Bununla birlikte, nisan ayında yapılan görüşmeler, yılın ikinci çeyreğinde üretim faaliyetinde ihracatçı firmalar kaynaklı sınırlı artışa işaret etmiştir.

Yatırım duruşunda zayıf seyir devam etmiştir.

Firmaların önemli bir bölümünde, yüksek üretim maliyetleri ve düşen kârlılık oranları nedeniyle mevcut üretim kapasitesini koruma eğilimi sürmektedir. Yatırım planı olmayan firmaların gerekçeleri arasında iç ve dış talep koşullarındaki belirsizlikler ile finansman maliyetleri öne çıkmıştır. Diğer taraftan, firmalar savaş kaynaklı artan jeopolitik riskler ve belirsizlikler nedeniyle yılın ikinci yarısına ilişkin olumlu beklentilerini ötelemiş ve yatırım duruşundaki temkin düzeylerini artırmıştır.

Bununla birlikte, mevcut dönemde öz kaynak yapısı güçlü ve katma değerli ürün üreten bazı firmaların yatırım iştahı sınırlı da olsa devam etmiştir. Yatırım planlarında verimliliği ve rekabeti artırmaya yönelik otomasyon ve modernizasyon yatırımları ön plana çıkmıştır. İşletme sermayesi ve nakit akışını yönetmenin öncelikli hâle gelmesi, üretim tesisi gibi uzun vadeli yatırımlara dönük iştahı baskılamıştır.

Azalan iş hacmi ve kâr marjları istihdam seviyesini baskılamayı sürdürmüştür.

Firmalar asgari sayıda çalışanla üretimi sürdürmek üzere gönüllü işten ayrılan çalışanların yerine yenilerini işe almama eğilimindedir. Gelecek altı aylık dönem için firmaların çoğunluğu mevcut istihdamı korumayı planlamaktadır. Bununla birlikte, başta tekstil ve hazır giyim olmak üzere çeşitli sektörlerden bazı firmalarda bir süredir gözlenen kontrollü küçülme ve istihdam azaltma eğilimi devam etmiştir. Diğer taraftan, istihdam piyasasında sektörel geçişler devam etmiş olup talebin görece daha güçlü olduğu sektörlerde çalışan bulma sorunları sınırlı da olsa azalmıştır.

Yılın ilk çeyreğinde ilave finansman ihtiyacına yönelik vurgu artmıştır.

Ağırlıklı olarak işletme sermayesi kaynaklı vurgunun artmasında maliyet gelişmeleri öne çıkmıştır. İşgücü maliyetlerindeki artış çeyrek genelinde etkili olurken mart ayı ile birlikte Orta Doğu'daki savaş bazı girdi ve tedarik maliyetlerinde artışa yol açmıştır.

Kredi koşulları yılın ilk çeyreğinde ağırlıklı olarak faiz kanalından sınırlı ölçüde sıkılaştırmıştır. Firmalar finansmana erişimde önceki çeyreğe göre sınırlı sıkılaştırma gözlediklerini aktarmıştır.

Firmalar arası ticaret koşulları yılın ilk iki ayında önceki çeyreğe göre belirgin bir değişim göstermemiştir. Bununla birlikte Orta Doğu'daki savaş mart ayında firmalar arası ticaret koşullarında ek zorluklara neden olmuştur. Müşteri ve tedarikçi kanalından vade uzatma talepleri ve nakdi elde tutma güdüsüyle ödemelerde yaşanan gecikmeler bu dönemde de firmalar arası ticareti olumsuz etkileyen faktörler arasında yer almıştır. Firmalar, tahsilat risklerinden korunmak amacıyla temkinli duruşlarını korumakta olup müşteri seçimlerinde titiz davranmaya, satışlarını çoğunlukla teminatlı olarak veya doğrudan borçlandırma sistemi ile gerçekleştirmeye devam etmiştir.

Orta Doğu'daki savaş ve bunun Türkiye ekonomisine yansımaları fiyatlar üzerinde risk oluşturmaktadır.

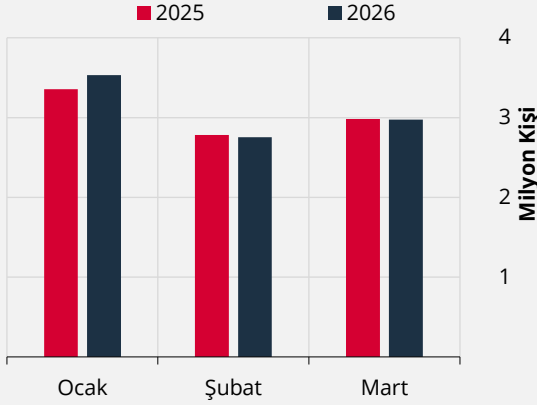
Yılın ilk çeyreğinde firmalar üzerindeki maliyet baskısı, ağırlıklı işgücü kaynaklı maliyetler nedeniyle artış göstermiştir. Bu maliyetler çeyrek içerisinde talep ve rekabet koşullarının elverdiği ölçüde fiyatlara yansıtılmıştır.

Mart ayında ise Orta Doğu'daki savaş kaynaklı akaryakıt, petrokimya ürünleri, navlun, sigorta ve finansman maliyetlerinde yükseliş başlamıştır. Firmalar, halihazırda belirli sektörlerde daha yoğun olan maliyet baskısının yaygınlaşmasıyla birlikte enflasyonist etkilerin önümüzdeki dönemde görülmesini beklemektedir.

RESİM Odak: Jeopolitik gelişmelerin turizm sektörüne etkisi

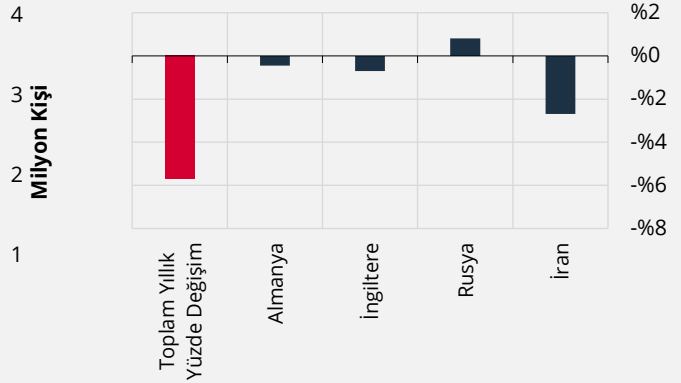
Savaşın doğrudan ve hızlı etkilediği sektörlerden biri olan turizmde, yurt dışı talep ocakta yüksek seyrederken şubatta ve martta bir önceki yıla göre sınırlı gerilemiştir (Grafik 2). Savaşın başlamasıyla başta İran olmak üzere Orta Doğu ülkelerinin talebi belirgin, Avrupa ülkelerinin talebi ise sınırlı gerilemiştir. Bu doğrultuda, savaş Orta Doğulu ziyaretçi payının daha yüksek olduğu şehir otellerindeki iş hacimlerini resort otellere göre daha olumsuz etkilemiştir.

Grafik 2: Çıkış Yapan Ziyaretçi Sayısı
(Aylık)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3: Çıkış Yapan Ziyaretçi Sayısındaki Değişim ve Seçilmiş Ünelere Göre Katkılar* (Bir Önceki Yıla Göre, Nisan 2026)



Kaynak: Emniyet Genel Müdürlüğü.
* Türkiye ve Suriye vatandaşları hariç.

Savaş turizm sektöründeki yüksek sezona ilişkin rezervasyon akışını da yavaşlatmıştır. Nisan ve mayıs başında yapılan görüşmelere göre rezervasyonlar geçen yılın aynı dönemine göre resort otellerde ılımlı, şehir otellerinde belirgin geridedir. Nitekim, Emniyet Genel Müdürlüğü'nden derlenen sınır kapılarından çıkış yapan yabancı ziyaretçi sayılarına ilişkin geçici veriler nisan ayında ziyaretçi sayısının geçen yılın altında kaldığına ve azalışa en yüksek katkıyı İranlı ziyaretçi sayısındaki düşüşün verdiği işaret etmektedir (Grafik 3). Bununla birlikte, veriler Rus ziyaretçi sayısında Alman ve İngiliz ziyaretçi sayısındaki azalışı kısmen telafi eden bir artış yaşandığını göstermektedir.

Sektör temsilcileri resort oteli rezervasyon akışındaki yavaşlamada yüksek petrol fiyatları nedeniyle artan paket tur maliyetlerinin etkisini de öne çıkarmıştır. Savaşın biteceği ve paket tur fiyatlarının düşeceği beklentisiyle ziyaretçiler taleplerini son dakikaya ertelemektedir. Buna paralel, sektör temsilcileri savaşın uzadığı senaryoda rezervasyonların yüksek sezona yaklaştıkça kademeli, savaşın yakın zamanda bittiği senaryoda ise hızlıca toparlanabileceğini öngörmektedir. Şehir oteli rezervasyon akışındaki yavaşlamada ise savaşın Orta Doğu'daki etkisi öne çıkarken talepte belirgin bir toparlanma beklenmemektedir.

En çok ziyaretçinin geldiği ilk 3 ülkeye bakıldığında Rusya, Almanya ve İngiltere'den olumlu ayrılmıştır. Dubai ve Mısır'ı savaş kaynaklı riskler, Vietnam ve Tayland'ı ise artan uçuş maliyetleri sebebiyle tercih etmeyen Rus ziyaretçilerin talebinin bir kısmı Türkiye'ye yönelmiştir. Buna karşılık, Rus talebinin sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler de bulunmaktadır. Öte yandan, Almanya rezervasyonlarında yavaşlama sınırlıyken İngiltere rezervasyonlarında daha belirgindir. İngiliz ziyaretçilerin talebi daha çok İspanya ve Yunanistan'a yönelmiştir. Ancak sektör temsilcileri bu ülkelerdeki sınırlı yatak kapasitesi nedeniyle talebin kısmen yeniden Türkiye'ye dönebileceğini öngörmektedir.

Özetle, mevcut koşullarda savaşın rezervasyon akışında yarattığı yavaşlamayla ikinci çeyrekte talep, geçen yıla kıyasla, resort otellerde bir miktar, şehir otellerinde ise belirgin aşağıda kalabilecektir. Savaşın ikinci çeyrekte bittiği senaryoda resort otellerde kayıplar yılın kalanında büyük ölçüde telafi edilebilecektir. Diğer taraftan, savaşın bitmesinin üçüncü çeyreği bulması halinde kayıplar belirginleşebilecektir.

Kutu 2.4

Jeopolitik Gelişmelerin Enflasyona Yansıması: Emtia Kanalı

Bu kutu çalışmasında, İran merkezli jeopolitik gelişmelerin emtia fiyatlarına yansımaları dikkate alınarak, tüketici enflasyonuna olası etki kanalları üzerinde durulmaktadır. Yaşanan gerilimle birlikte, küresel ham petrol ve doğal gaz fiyatları belirgin biçimde yükselmiş; enerji fiyatlarıyla güçlü bağlantısı olan çeşitli emtia kalemlerinde de yukarı yönlü hareketler gözlenmiştir. Enerji ve hammadde akışındaki kesintiler, özellikle petrol ve doğal gaz fiyatlarında artışlara neden olarak hem doğrudan enerji harcamalarını yükseltmekte hem de nakliye, plastik, kimyasal ve tarımsal girdiler üzerinden maliyetleri arttırmaktadır. Bu durum küresel ölçekte enflasyon baskısı oluşturma riski taşımaktadır. Bu doğrultuda çalışmada çeşitli emtia fiyat şoklarının yurt içi enflasyona geçiş etkileri incelenmekte; aktarımın büyüklüğü, hız profili ve kalıcılığı Bayeşçi Vektör Otoregresyon (BVAR) modeli çerçevesinde tahmin edilmektedir.

1. BVAR Modelinin Yapısı ve Kullanılan Metodoloji

Bu çerçevede, Ocak 2018 – Şubat 2026 dönemini kapsayan sekiz değişkenli aylık BVAR modeli tahmin edilmiştir. Modeldeki değişkenler, küçük açık ekonomi VAR literatüründeki dışsalık yaklaşımı esas alınarak en dışaldan en içsele doğru şu şekilde sıralanmaktadır: Brent petrol fiyatları (\$), Avrupa doğal gaz fiyatları (Dutch TTF, €), FAO küresel gıda fiyatları (\$), ithalat birim değer endeksi (\$), döviz kuru sepeti, çıktı açığı, yurt içi üretici fiyat endeksi (Yi-ÜFE) ve işlenmemiş gıda, alkol-tütün hariç TÜFE endeksi (D).¹

Çıktı açığı hariç tüm değişkenler logaritmik fark dönüşümüne tabi tutulmuştur. DXY dolar endeksi ile ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi dışsal değişken olarak modele eklenmiştir. Ayrıca, büyük kur şoku dönemleri kukla değişkenler aracılığıyla dışsal olarak modele dahil edilmiştir. Türkiye'nin küçük ve açık ekonomi yapısı gözeticilerle, uluslararası emtia fiyatlarının yurt içi değişkenlerden etkilenmemesi kısıtı (blok dışsalılık) getirilmiştir. Model on iki ay gecikme içermekte; önsel dağılım olarak Normal-Wishart, şok tanımlamasında ise Cholesky ayrıştırması kullanılmaktadır.

Modeldeki sıralama, teknik önseller ve Türkiye'nin küçük açık ekonomi özelliğiyle tutarlıdır. Brent petrol fiyatı, Türkiye'nin global emtia piyasaları üzerindeki fiyat belirleme gücünün ihmal edilebilir düzeyde olması nedeniyle en dışsal değişkendir. TTF doğal gaz fiyatının ikinci sırada yer almasının gerekçesi, bu fiyatın kısmen Brent petrolden etkilenmesi ve eş dönemli şok tanımlamasında petrol şokları kontrol altına alındıktan sonra TTF'ye özgü arz-talep dinamiklerinin ayrıştırılmaya çalışılmasıdır. FAO gıda fiyatları, kısmen enerjiden etkilenmekle birlikte bağımsız bir şok kaynağı olması nedeniyle petrol ve doğal gazdan sonra konumlandırılmıştır. İthalat birim değer endeksi, ham petrol, doğal gaz ve küresel gıda fiyatlarının dışında kalan ara malları ile sermaye ve tüketim mallarının ithal maliyet bileşenlerini içermektedir. Döviz kuru sepeti, hem dışsal emtia fiyatlarının TL karşılığını belirlemede hem de bağımsız bir finansal şok kaynağı işlevi görmektedir. Çıktı açığı, emtia fiyatı ve kur şoklarının reel ekonomiye yansımasının birikimli sonucu olarak bir sonraki aşamadır. Üretici fiyatları olan Yi-ÜFE'yi ise tüketici fiyatları izlemektedir.

2. Ampirik Bulgular: Etki-Tepki Analizleri

İzleyen bölümde her bir küresel emtia fiyat şoku için 36 aylık etki-tepki fonksiyonu sonuçları özetlenmekte; geçiş büyüklükleri, hız profilleri ve kalıcılıkları karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır.

a. Petrol Fiyat Şoku

Ham petrol fiyatlarındaki bir standart sapmalı pozitif şok (yaklaşık yüzde 11 oranında aylık artış), tüketici enflasyonunu cari ayda ağırlıklı olarak akaryakıt fiyatları üzerinden yaklaşık 0,2 puan arttırmaktadır (Grafik 1a). Tepki, kademeli biçimde zayıflamakla birlikte ilk çeyrek sonrasında ulaştırma hizmetleri fiyatlarına olası yansımalarla ikincil bir ivme kazanmaktadır.

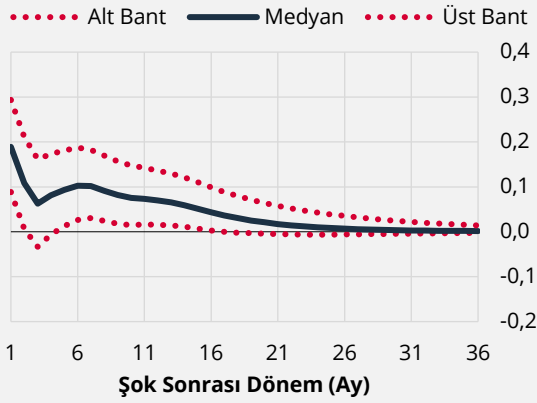
¹ İşlenmemiş gıda ve alkol-tütün fiyatlarının yüksek bir oynaklık izlemesi, özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarının meyve ve sebze kaynaklı arz yönlü şoklardan etkilenmesi nedeniyle, ampirik ilişkileri daha temiz yakalamaya yönelik olarak D enflasyonu tercih edilmiştir. Çalışmada tüketici enflasyonu ifadesinin, D endeksine referansla kullanıldığı not edilmelidir.

Yüzde 10'luk kalıcı bir petrol fiyat şokuna normalize edildiğinde, tüketici enflasyonu üzerindeki birikimli etki ilk yılın sonunda 0,9-1,0 puan, ikinci yılın sonunda ise yaklaşık 1,3 puana ulaşmaktadır (Tablo 1). Etkinin yaklaşık yüzde 70'i ilk on iki ay içinde tamamlanmaktadır. Bulgular, ham petrol fiyatlarından tüketici enflasyonuna geçişkenliğin zaman içerisinde arttığına işaret etmektedir.²

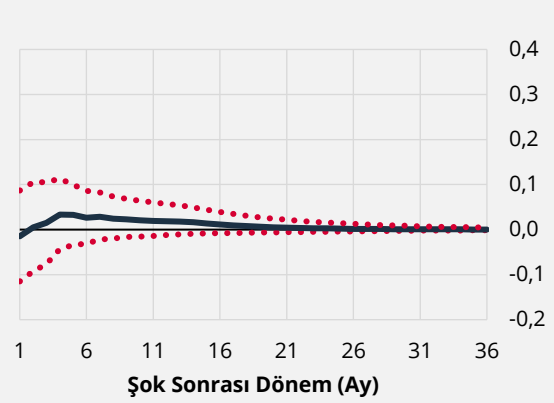
Buradaki geçişkenlik tahmini, şokun niteliğinden (arz ya da talep yönlü olması) bağımsız olarak, örneklem dönemine ait ortalama bir etkiyi yansıtmaktadır. Arz yönlü bir petrol şokunun etkisinin tarihsel eğilimlerden farklılaşabileceği not edilmelidir.³

Grafik 1. Tüketici Enflasyonunun 1 Standart Sapmalık Şoklara Tepkisi* (Puan)

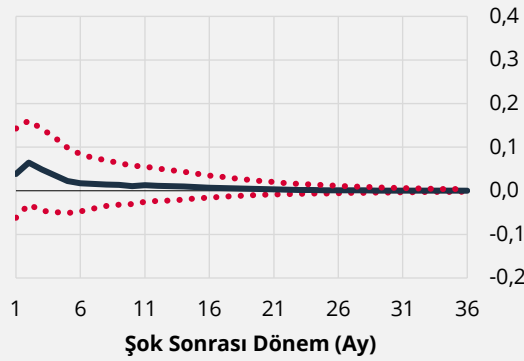
a. Petrol Fiyatlarındaki 1 Standart Sapmalık (%11,4) Şoka Tepki



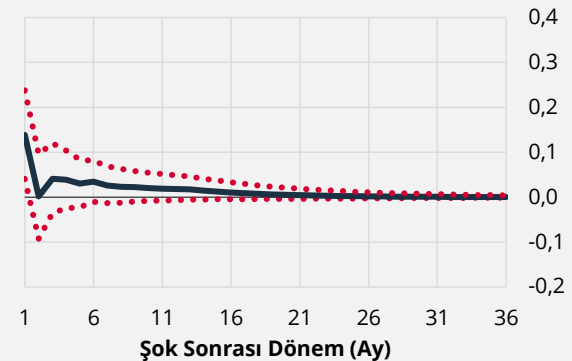
b. Doğal Gaz Fiyatlarındaki 1 Standart Sapmalık (%15,7) Şoka Tepki



c. FAO Gıda Fiyatlarındaki 1 Standart Sapmalık (%1,9) Şoka Tepki



d. Kalan Diğer İthalat Fiyatlarındaki 1 Standart Sapmalık (%2,3) Şoka Tepki



* Medyan tepki. Alt ve üst bant değerleri yüzde 68'lik kredibilitel aralıklarını ifade etmektedir. Bandın geniş olması ilgili tahmine yönelik belirsizliğin yükseldiğini ima etmektedir.

² Akçelik ve Öğünç (2016), 2004-2014 döneminde, Brent ham petrol fiyatlarından tüketici enflasyonuna geçişin bir yıl sonunda 0,4-0,5 puan civarında olduğunu bulgulamıştır. Zaman içinde akaryakıtta vergilerin payının düşmesiyle, nihai ürün fiyatları ham petrol fiyatlarındaki gelişmelere daha duyarlı hale gelmiştir. Nitekim, bu çalışmadakine benzer şekilde yakın zamanda Gökçü ve Sezer (2026), Brent petrol fiyatında yüzde 10'luk bir artışın tüketici enflasyonunu bir yıl sonunda 1 puan civarında artırdığını öngörmüştür.

³ Ayrıca, içinde bulunduğumuz dönem gibi büyük şok dönemlerinde, özellikle motorinde fiyat artışları, küresel rafineri marjlarının yükselmesiyle, ham petrol fiyatlarının ima ettiği olumsuz yönde ayrışabilmektedir.

b. Doğal Gaz Fiyat Şoku

TTF doğal gaz fiyatlarındaki bir standart sapmalılık şok (yüzde 15,7 aylık artış), incelenen emtia kalemleri arasında en zayıf ve en yavaş birikimli etkiyi üretmektedir. Enflasyon üzerindeki etki ancak ikinci çeyrekte belirginlik kazanmaktadır (Grafik 1b). Euro bazında yüzde 10'luk kalıcı bir doğal gaz fiyat şokunun birikimli etkisi ilk yılın sonunda yaklaşık 0,1 puan, ikinci yılın sonunda ise yaklaşık 0,16 puan olarak tahmin edilmektedir (Tablo 1).

Bu görece sınırlı geçiş etkisinde öncelikle, Türkiye'nin doğal gaz tedarikinde uzun vadeli sözleşme yapısı sayesinde kısa vadeli oynaklıklara karşı bir tampon oluşturabilmesi rol oynamaktadır. Ayrıca, meskenlere yönelik doğal gaz fiyatları yönetilen bir kalemdir. Nitekim, incelenen dönemin büyük kısmında hanehalkına yönelik doğal gaz tarifeleri sübvansiyon nedeniyle spot fiyatlardan önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Bu dinamikler, doğal gaz fiyat şoklarının enflasyona geçişinin gecikmeli ve zayıf gerçekleşmesine neden olmaktadır.

c. FAO Küresel Gıda Fiyat Şoku

Uluslararası gıda fiyatlarındaki bir şokun tüketici enflasyonu üzerindeki etkisi ağırlıklı olarak ilk iki çeyrek içinde gözlemlenmektedir (Grafik 1c). ABD doları bazında yüzde 10'luk bir küresel gıda fiyat şoku, incelenen dönemde, ilk yıl yaklaşık 0,9 puan ile görece hızlı bir birikimli etki üretmekte; uzun dönemde ise bu etki yaklaşık 1,1 puana ulaşmaktadır (Tablo 1).⁴

d. Kalan Diğer İthalat Fiyatları Şoku

Modeldeki ithalat fiyatları şoku, sıralama gereği, petrol, doğal gaz ve küresel gıda fiyatları kaynaklı etkilerin dışında kalan diğer ham madde (endüstriyel, değerli metaller vb.) ile sermaye ve tüketim malları kaynaklı ithalat maliyet baskılarını yansıtmaktadır. Bu şokun tüketici enflasyonu üzerindeki cari ay etkisi belirgin olmakla birlikte, aktarımı geniş bir zaman dilimine yayılmaktadır (Grafik 1d).

Diğer ithalat fiyatlarına yönelik ABD doları bazında yüzde 10'luk kalıcı bir şokun tüketici enflasyonu üzerindeki birikimli etkisi birinci yılın sonunda 1,6 puan, ikinci yılın sonunda ise 2,0 puana ulaşmaktadır (Tablo 1). Bu bulgu, söz konusu ithalat fiyatlarının geniş tabanlı maliyet baskısıyla enflasyon üzerinde önemli bir etki oluşturabildiğine işaret etmektedir. Çatışmanın ham petrolün ötesinde petrokimya ve ambalaj gibi türev ürünler üzerinde de fiyat baskısı oluşturması durumunda, bu kanalın kısa vadede belirginleşebileceği değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, diğer ithalat fiyatları şokunun yüzde 10'a normalize edilmesi yaklaşık olarak 5 standart sapmalılık yüksek bir şoka karşılık geldiğinden, sonuçlar yorumlanırken diğer yüzde 10'luk şoklara kıyasla görece düşük olasılıklı olduğu dikkate alınmalıdır.

Tablo 1, şu ana kadarki analizler çerçevesinde, farklı emtia fiyat şoklarının tüketici enflasyonu üzerindeki birikimli etkilerini birinci ve ikinci yıl sonunda karşılaştırmalı olarak özetlemektedir.

Tablo 1: %10'a Normalize Edilmiş Şoklar İçin İki Yıllık Birikimli Etki-Tepki Özeti

| Şok Değişkeni | 12. Ay Sonunda (Puan) | 24. Ay Sonunda (Puan) | Gözlemler |
|-------------------------------|-----------------------|-----------------------|--|
| TTF Doğal gaz Fiyatları | 0,1 | 0,16 | Sınırlı ve yavaş birikim; sözleşme yapısı ve yönetilen fiyat mekanizması aktarımı geciktirmekte. |
| FAO Küresel Gıda Fiyatları | 0,9 | 1,1 | Hızlı başlangıç; ağırlıklı olarak işlenmiş gıda kanalıyla. |
| Brent Ham Petrol Fiyatları | 0,9-1,0 | 1,3 | Birincil doğrudan etki akaryakıt, birincil dolaylı etki ulaştırma hizmetleri kanalıyla. |
| Kalan Diğer İthalat Fiyatları | 1,6 | 2,0 | Geniş tabanlı, kademeli aktarım. |

⁴ Modelde bağımlı değişken olarak işlenmemiş gıda ile alkol-tütün hariç TÜFE kullanılmaktadır. Küresel gıda fiyatlarının tüketici fiyatlarına yansımalarının hammadde maliyetleri kanalıyla gerçekleştiği ve ağırlıklı olarak işlenmiş gıda fiyatları üzerinden aktarıldığı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, taze meyve-sebze dışında kalan işlenmemiş gıda kalemlerine yönelik olası geçiş etkileri de dikkate alındığında, küresel gıda fiyatlarının tüketici fiyatları üzerindeki toplam etkisinin bu çalışmada tahmin edilenden bir miktar daha yüksek olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

3. Değerlendirme: Son Dönem Jeopolitik Gelişmelerin Olası Enflasyonist Etkileri

Söz konusu ampirik bulgular ışığında, son jeopolitik gelişmelerin tüketici enflasyonu üzerindeki potansiyel etkileri beş temel kanal çerçevesinde değerlendirilebilir.

Enerji kanalı, en hızlı ve en doğrudan aktarımın gerçekleştiği kanaldır. Brent petrol ve TTF doğal gaz fiyatlarının tarihsel ortalamasının önemli ölçüde üzerine çıkması yurt içi enerji maliyetlerini olumsuz etkilemektedir. Eşel mobil mekanizması bu etkiyi kısmen sınırlasa da akaryakıt ve dolayısıyla ulaştırma hizmetleri fiyatları üzerindeki baskılar kısa vadede tüketici enflasyonuna yansımaktadır. Doğal gaz fiyat geçişkenliğinin nispeten sınırlı etkisi hem sözleşme yapısı hem de yönetilen bir fiyat olması ile tutarlıdır. Bununla birlikte, doğal gazda geçmişten gelen sübvansiyon yükü, mevcut dönemde maliyet baskısının tüketici fiyatlarına yansıtılmasını kaçınılmaz kılmış, nisan ayında Kademeli Fiyat Uygulamasına (yüksek tüketimin yüksek fiyat ödemesi) geçişin de etkisiyle, TÜFE'de meskenlere yönelik doğal gaz fiyatı yüksek bir oranda artmıştır. Nitekim, ampirik bulgularla uyumlu biçimde son iki ayda tüketici tarafında yurt içi enerji fiyatları yüzde 19,8 oranı ile güçlü bir artış kaydetmiştir.

Gıda kanalı, tarımsal emtia fiyatlarındaki doğrudan etkinin yanı sıra özellikle gübre tedarik zinciri üzerinden oluşturabileceği dolaylı aksaklıklar nedeniyle izlenmesi gereken kritik bir kanaldır. Kısa vadede küresel tarımsal emtia ve gıda fiyatları üzerindeki doğrudan etki görece sınırlı kalmıştır. Ancak, çatışmanın sürmesi durumunda tarımsal girdi maliyetleri kanalıyla gecikmeli bir baskı oluşması olasılığı göz ardı edilmemelidir. Bu çerçevede, gıda kanalından enflasyona gelen katkının kısa vadede diğer kanallara kıyasla düşük seyretmesi beklenmektedir.

Kalan diğer ithalat fiyatları kanalı ise birden fazla emtia şokunu bir arada yansıtan bütünlük bir maliyet geçişini temsil etmektedir. Çatışmanın ham petrolün ötesinde kısa vadede petrokimya ve ambalaj gibi türev ürünler üzerinden de fiyat baskısı oluşturması beklenmektedir. Buna karşın yatırım ve sermaye malları üzerindeki etkilerin hem daha geniş bir zaman dilimine yayılması hem de ham madde maliyetlerine kıyasla daha sınırlı düzeyde kalması öngörülmektedir.

Döviz kuru kanalının, emtia fiyatları kaynaklı maliyet yönlü baskıları sınırlaması beklenmektedir. Küresel risk iştahının azalması, gelişmekte olan ülke varlıklarından sermaye çıkışları ve enerji ithalatı ağırlıklı cari denge baskıları Türk lirası üzerinde değer kaybı riski oluşturmaktadır. Buna karşın, para politikasındaki sıkı duruşun sürdürülmesiyle döviz kurunda istikrarlı seyrin korunması, emtia fiyatı şoklarının enflasyona geçişini sınırlayan kritik mekanizma olarak öne çıkmaktadır.

Ayrıca, maliyet yönlü baskıların enflasyon üzerindeki toplam net etkisinin, **talep koşulları** tarafından kısmen dengelenmesi beklenmektedir. Ham petrol fiyatlarındaki arz yönlü şokun etkisiyle, yurt içi iktisadi faaliyetin yavaşlayabileceği değerlendirilmektedir. Jeopolitik belirsizliklerin küresel büyümeyi sınırlamasının ve finansal koşulları sıkılaştırmasının, yurt içinde talep kompozisyonunu zayıflatıcı yönde etkileyerek çıktı açığını daha negatif bölgeye çekeceği öngörülmektedir. Dolayısıyla enflasyon görünümü, bir yandan güçlü maliyet kanalının yukarı yönlü etkisi, diğer yandan talep koşullarındaki olası zayıflamanın aşağı yönlü etkisi arasında şekillenecektir. Kısa vadede maliyet itişli yapının baskın olması, talep kanalının etkisinin ise zamana yayılması beklenmektedir. Başta enflasyon beklentileri olmak üzere olası ikincil etkiler ise yakından izlenmektedir.

Kaynakça

Akçelik, F. ve Öğünç, F. (2016). "Pass-through of crude oil prices at different stages in Turkey", Central Bank Review No:16, 41-51.

Gökcü M. ve Sezer E. (2026). Akaryakıt fiyatlarında eşel mobil mekanizması ve enflasyona olası etkileri. Merkezin Güncesi. 31/03/2026.

Kutu 2.5

Petrol Fiyatlarındaki Dalgalanmalar ve Firma Enflasyon Beklentileri

Son dönemde yaşanan Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler küresel enerji piyasalarında oynaklığın belirgin şekilde artmasına yol açmıştır. Özellikle ABD/İsrail-İran gerilimlerinin yoğunlaştığı mart ayında Brent petrol fiyatlarında kısa süre içerisinde yüksek oranlı artışlar ve dalgalanmalar gözlenmiştir (Grafik 1). Enerji fiyatlarında gözlenen bu tür hareketler, üretim maliyetleri ve fiyatlama davranışları üzerinden enflasyon dinamikleri açısından önem taşımaktadır. Bununla birlikte, firmaların bu tür yüksek frekanslı bilgi akışını beklenti oluşturma süreçlerine ne ölçüde yansıttığı önemli bir soru olarak öne çıkmaktadır.

Grafik 1: Petrol Fiyatları* (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg.

* Brent petrol fiyatı göstergesi olarak en yakın vadeli futures kontratı serisi kullanılmıştır. Grafikte taralı alanlar ilgili aylarda İktisadi Yönelim Anketi'nin (İYA) çevrimiçi olarak yanıtlanabildiği dönemleri göstermektedir. Grafikte gün içinde artışı temsil eden yeşil renkli gözlemlerde kutuların alt sınırı açılış, üst sınırı kapanış değerini gösterirken gün içinde azalışı temsil eden kırmızı renkli gözlemlerde kutuların üst sınırı açılış, alt sınırı ise kapanış değerini göstermektedir. Kutuların altında ve üstünde bulunan dikey çizgiler ise sırasıyla o gün içerisinde görülen en düşük ve en yüksek değeri yansıtmaktadır.

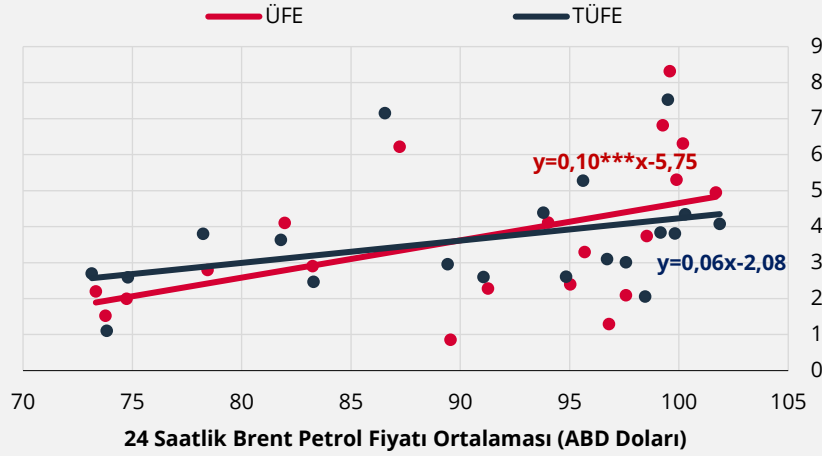
Beklenti oluşumuna ilişkin literatürde öne çıkan "rasyonel dikkatsizlik" (rational inattention) yaklaşımı ekonomik birimlerin tüm bilgileri sürekli ve tam olarak işlemek yerine, yalnızca ekonomik kararları açısından önemli gördükleri bilgi setine daha fazla dikkat ettiklerini vurgulamaktadır (Sims, 2003). Son dönemde yapılan çalışmalar, küresel enerji fiyat şoklarının firma enflasyon beklentileri üzerinde etkili olduğunu ve enerji fiyatlarının beklenti oluşumunda önemli bir bilgi değişkeni olarak kullanılabilirliğini göstermektedir (Wehrhöfer, 2026; Mello ve Ponce, 2026). Rasyonel dikkatsizlik yaklaşımı çerçevesinde, enerji piyasalarında büyük gelişmelerin yaşandığı dönemlerde petrol fiyatlarının firmalar açısından daha önemli bir bilgi değişkeni hâline gelmesi ve beklenti güncellemelerinde daha fazla dikkat alınması beklenmektedir. Buna karşılık, petrol fiyatlarının şubat ayı gibi görece yatay seyrettiği dönemlerde fiyat hareketlerinin beklenti oluşumunda daha sınırlı rol oynaması mümkündür.

Bu kutuda, petrol fiyatlarındaki kısa vadeli dalgalanmaların imalat sanayi firmalarının enflasyon beklentilerine yansımaları İktisadi Yönelim Anketi (İYA) mikro verileri kullanılarak incelenmektedir. Analizde firmaların anketi doldurdukları tarih ve saat bilgileri kullanılarak, katılımcıların yanıtlarından

önceki 24 saatlik Brent ham petrol fiyat ortalamaları hesaplanmıştır.¹ Böylelikle aynı anket dönemi içerisinde farklı firmaların maruz kaldıkları güncel petrol fiyatlarının farklılaşması izlenebilmekte ve yüksek frekanslı enerji fiyat hareketlerinin beklenti güncellemeleri üzerindeki etkisi firma düzeyinde değerlendirilebilmektedir. Firmaların gelecek 12 ay sonu ÜFE ve TÜFE enflasyon beklentilerindeki güncellemeler ile petrol fiyatları arasındaki ilişki binscatter grafikleri üzerinden incelenmiştir. Analizlerde başlangıç seviyesindeki farklılıkları kontrol edebilmek amacıyla, firmaların önceki ay enflasyon beklentileri kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Ayrıca, grafiklerde yer alan gözlemler firmaların üretim değerleri ile ağırlıklandırılmıştır. Brent petrol fiyatı göstergesi olarak en yakın vadeli futures kontratı kullanılmıştır. Kısa vadeli enerji maliyeti görünümüne ilişkin piyasa beklentilerini daha hızlı yansıtması nedeniyle bu gösterge tercih edilmiştir.

Grafik 2, mart ayı anket döneminde petrol fiyatlarının daha yüksek seyrettiği zamanlarda anketi yanıtlayan firmaların enflasyon beklentilerini daha yukarı yönlü güncellediklerine işaret etmektedir. Bulgular, söz konusu ilişkinin özellikle ÜFE beklentilerinde daha belirgin olduğunu göstermektedir. Grafiklerden elde edilen tahmin denklemlerine göre, Brent petrol fiyatında 10 ABD doları tutarındaki bir artış, firmaların ÜFE beklentilerindeki güncelleme oranını² yaklaşık 1 puan artırmaktadır. TÜFE beklentileri üzerindeki etkinin ise daha sınırlı kaldığı gözlenmektedir.

Grafik 2: Gelecek 12 Ay Sonu ÜFE ve TÜFE Enflasyon Beklentisindeki Güncelleme Oranı (Şubattan Marta % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Binscatter grafiği ÜFE için 1449, TÜFE için 1435 firmaya ait yanıtlar kullanılarak oluşturulmuştur.

*** İlgili katsayı yüzde 1 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır.

Petrol fiyatlarındaki değişimlerin ÜFE beklentileri üzerinde daha güçlü etkide bulunması, enerji maliyetlerinin üretici fiyatları üzerindeki doğrudan etkisiyle uyumludur. Vergi hariç olarak derlenen ve arz zincirinin ilk aşamalarında yer alan üretici fiyatları, küresel fiyat gelişmelerine tüketici enflasyonuna kıyasla daha duyarlıdır. Ayrıca, petrol fiyatlarındaki hareketlerin tüketici enflasyonuna yansımalarının görece sınırlı kalmasında uygulanan eşel-mobil sistemi de etkili olmaktadır. Bu durum, imalat sanayi firmalarının enflasyon beklentilerinin oluşumunda maliyet kanalının öne çıktığına işaret etmektedir.

Analizler sektörlerin enerji bağımlılığı³ dikkate alınarak tekrarlandığında, petrol fiyatlarının beklentilere etkisinin enerji bağımlılığı yüksek sektörlerdeki firmalarda beklendiği üzere daha belirgin olduğu görülmektedir (Grafik 3 ve Grafik 4). Üretiminde enerjiyi daha yoğun kullanan sektörlerdeki firmaların,

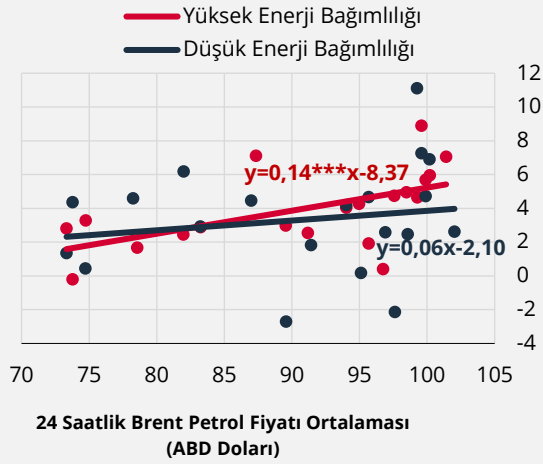
¹ 24 saatlik Brent petrol fiyat ortalamaları oluşturulurken firmaların anketi yanıtladığı ve petrol piyasalarının işlem gördüğü son 24 saatteki fiyatlar kullanılmıştır.

² Enflasyon beklentilerindeki güncelleme, firmaların enflasyon beklentilerinin dağılımı göz önünde bulundurularak mutlak fark yerine bir önceki aya göre yüzde değişimi üzerinden hesaplanmıştır.

³ Enerji bağımlılığı göstergesi, 2023 yılı bazlı NACE Rev.2 seviyesindeki sektörel girdi-çıkı tabloları kullanılarak hesaplanmıştır. Hesaplanan enerji bağımlılığı dağılımında medyanın üzerinde kalan sektörler (kimyasallar ve kimyasal ürünler imalatı, kauçuk ve plastik ürünler imalatı gibi) enerji bağımlılığı yüksek sektörler olarak sınıflandırılmıştır.

enflasyon beklentilerini oluştururken petrol fiyatlarına duyarlılığının anlamlı ölçüde yüksek olduğu gözlenmektedir. Bu durum, firmaların dikkat ve bilgi işleme kapasitelerini maliyet yapıları açısından daha kritik olan değişkenlere yönlendirdiklerini düşündürmektedir. Başka bir ifadeyle, enerji maliyetlerinin üretim sürecindeki ağırlığı arttıkça petrol fiyatları beklenti oluşumunda daha önemli bir bilgi değişkeni hâline gelmektedir.

Grafik 3: Gelecek 12 Ay Sonu ÜFE Enflasyon Beklentisi Güncelleme Oranı
(Şubattan Marta % Değişim)

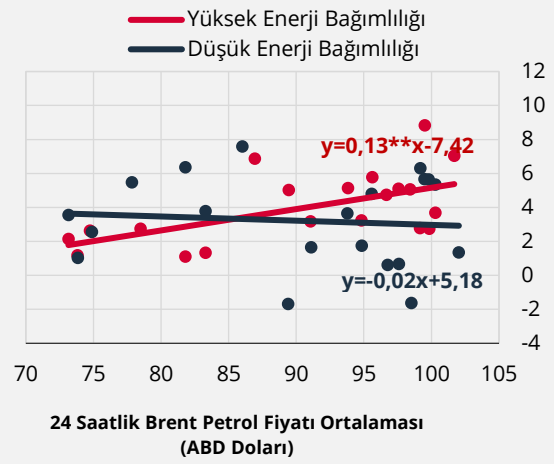


Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Binscatter grafiği enerji bağımlılığı yüksek sektörlerden 832, düşük sektörlerden 617 firmaya ait yanıtlar kullanılarak oluşturulmuştur.

*** İlgili katsayı yüzde 1 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır.

Grafik 4: Gelecek 12 Ay Sonu TÜFE Enflasyon Beklentisi Güncelleme Oranı
(Şubattan Marta % Değişim)



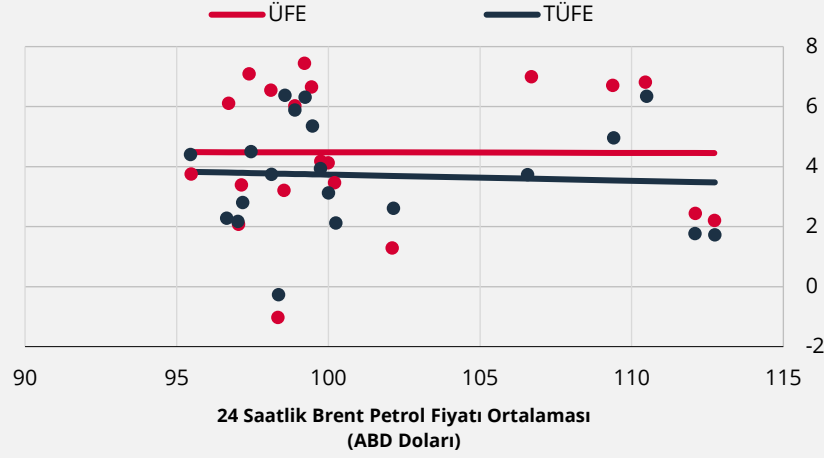
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Binscatter grafiği enerji bağımlılığı yüksek sektörlerden 820, düşük sektörlerden 615 firmaya ait yanıtlar kullanılarak oluşturulmuştur.

** İlgili katsayı yüzde 5 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır.

Bulguların sağlamlığını değerlendirmek amacıyla mart-nisan dönemi beklenti güncellemeleri de ayrıca incelenmiştir. Mart ayında gözlenen yüksek oynaklığın ardından nisan ayında petrol fiyatları daha yatay bir seyir izlemiştir (petrol fiyatlarının standart sapması Mart İYA cevaplandığı dönemde 9,1, Nisan İYA cevaplandığı dönemde 5,7). Bu dönemde, beklenti güncellemeleri ile yüksek frekanslı petrol fiyat hareketleri arasındaki ilişkinin zayıfladığı görülmektedir (Grafik 5). Marttan nisana beklenti değişimleri ile petrol fiyatları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Rasyonel dikkatsizlik yaklaşımı çerçevesinde değerlendirildiğinde, bu bulgu firmaların yüksek frekanslı enerji fiyat hareketlerini sürekli olarak değil, daha çok belirgin maliyet şoklarının yaşandığı ve enerji piyasalarındaki bilgi içeriğinin arttığı dönemlerde beklenti oluşum sürecine dahil ettiklerine işaret etmektedir. Dolayısıyla, petrol fiyatlarının oynaklığının azaldığı dönemlerde firmalar dikkatlerini başka makroekonomik göstergelere yönlendirebilmektedir.

Grafik 5: Gelecek 12 Ay Sonu ÜFE ve TÜFE Enflasyon Beklentisindeki Güncelleme Oranı (Marttan Nisana % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Binscatter grafiği ÜFE için 1402, TÜFE için 1401 firmaya ait yanıtlar kullanılarak oluşturulmuştur.

Genel olarak değerlendirildiğinde, bulgular şok dönemlerinde petrol fiyatlarındaki yüksek frekanslı değişimlerin, firma enflasyon beklentilerinin oluşumunda önemli bir bilgi değişkeni olduğunu göstermektedir. Ayrıca, enerji bağımlılığının yüksek olduğu sektörlerde petrol fiyatlarının beklenti oluşumundaki rolünün belirgin şekilde güçlendiği görülmektedir. Bu görünüm, firmaların beklenti oluşumunda sektörlere özgü maliyet yapılarının önemine işaret etmektedir. Sonuçlar, enflasyon beklentilerinin yüksek frekanslı maliyet şoklarına duyarlılığının dönemsel olarak artabildiğini ortaya koyarken beklentilerin enflasyon tahmin patikasıyla uyumlu şekilde çıpalanmasının dezenflasyon süreci açısından önemini teyit etmektedir.

Kaynakça

Sims, C. A. (2003). Implications of rational inattention. *Journal of Monetary Economics*, 50(3), 665–690.

Wehrhöfer, N. (2026). Energy prices and inflation expectations: Evidence from households and firms. *Journal of Political Economy Macroeconomics* 2026 4:1, 135-163.

Mello M., Ponce J. (2026). From global energy price shocks to firms' inflation expectations. *Latin American Journal of Central Banking* Volume 7, Issue 2.

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

2025 yılının son çeyreği için milli gelir verileri iktisadi faaliyetin hız kesmeye devam ederek potansiyelinin altında seyrettiğine işaret etmiştir. Harcama tarafında yılın ilk yarısında gerileyen özel tüketim son çeyrekte daha belirgin olmak üzere yılın ikinci yarısında artış kaydetmiştir. 2026 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler ve firma görüşmelerinden edinilen tespitler, iktisadi faaliyette ve yurt içi talepte ivme kaybına işaret etmektedir. İşgücü piyasasında istihdam gerilerken tamamlayıcı göstergeler işgücü piyasasının manşet işsizlik oranının ima ettiğinden daha az sıkı olduğuna işaret etmektedir. Bu çerçevede, 2025 yılı son çeyreğinde ivme kaybeden iktisadi faaliyetin 2026 yılının ilk çeyreğinde de bu eğilimini sürdürdüğü değerlendirilmektedir. Yakın döneme ilişkin veriler talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin artarak devam ettiğini ima etmektedir. Bu doğrultuda, 2026 yılının ilk çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahminleri bir önceki Rapor dönemine kıyasla aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.1).

Nisan ayında tüketici enflasyonu yüzde 32,4 ile bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının üzerinde gerçekleşmiştir. Bu sapmaya büyük ölçüde jeopolitik gelişmelerin ve hava koşullarının etkisiyle arz taraflı enflasyonist baskılar neden olmuştur. Yıllık tüketici enflasyonundaki artışta gıda ve enerji gruplarındaki gelişmeler öne çıkmıştır. Arz koşullarının etkilerinin hissedildiği gıda enflasyonu, başta sebze fiyatları kaynaklı olarak önemli ölçüde yükselmiştir. Ham petrol fiyatlarındaki artışların tüketici fiyatlarına yansımaları sınırlamak amacıyla devreye alınan eşel mobil sistemi ise tahmin sapmasını sınırlayan önemli bir faktör olmuştur. Yükselen enerji emtia fiyatlarının beklentiler ve fiyatlandırma davranışları kanalıyla enflasyon üzerindeki olası ikincil etkileri yakından takip edilmektedir.

Enflasyonun ana eğilimi mevcut Rapor döneminde yükselmiştir. Ana eğilime ilişkin takip edilen göstergelerin çeyreklik ortalaması 2025 yılı son çeyreğindeki yüzde 1,9 seviyesinden ilk çeyrekte yüzde 2,2'ye yükselmiş; nisan ayı itibarıyla ise yüzde 2,3 olmuştur. Tasarımı gereği daha uzun vadeye yönelik olan ve tek seferlik etkileri dışlayan trend enflasyon göstergesinin ise son üç ayda yüzde 2,2 seviyesinde yatay seyrettiği gözlenmiştir. Ana eğilim göstergeleri jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle dezenflasyon sürecinde ivme kaybına işaret etmektedir. Bunun yanı sıra, enflasyon beklentileri de mevcut Rapor döneminde artış göstermiştir.

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

| | 2025-IV | 2026-I |
|--|----------------|----------------|
| Çıktı Açığı (Yüzde) | -0,4 (-0,4) | -1,1 (-0,7) |
| Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim) | 30,7 (30,7) | 32,4 (28,3) |
| B Endeksi Enflasyonu** (Yıllık % Değişim) | 30,1 (30,1) | 30,5 (28,4) |

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

** 2025-IV 2026 yılı ocak, 2026-I ise 2026 yılı nisan enflasyonunu göstermektedir.

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

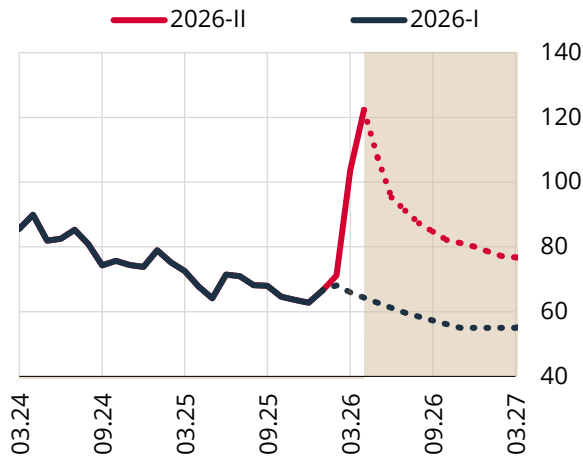
ABD/İsrail-İran Savaşı'nın etkisiyle başta bölge ülkeleri olmak üzere küresel büyüme beklentileri zayıflamıştır. Hürmüz Boğazı'nın statüsü üzerindeki belirsizliğin devam etmesi, tedarik zincirinde aksamalara ve enerji maliyetlerinde artışa neden olmaktadır. Bunun yanı sıra, belirsizliklerin artması yatırım ve tüketim harcamalarını olumsuz etkileyerek küresel büyüme beklentilerini aşağı çekmektedir. Türkiye'nin ticaret ortakları arasında yer alan Orta Doğu ve Afrika Bölgesi ülkeleri için büyüme tahminleri belirgin olarak aşağı yönlü güncellenmiştir. ABD ve Avrupa ülkelerinin büyüme tahminlerindeki güncellemeler de dikkate alındığında Türkiye'nin 2026 yılı dış talep görünümünün zayıflayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, Türkiye'nin ticaret ortaklarıyla olan ihracat ağırlıkları esas alınarak hesaplanan küresel büyüme endeksi yıllık artış oranı varsayımı 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla yüzde 1,7 ve yüzde 2,5 olarak güncellenmiştir (Tablo 3.1.2).

ABD/İsrail-İran Savaşı'na ilişkin belirsizlikler küresel finansal koşullarda sıkılaşmaya neden olmuştur.

Artan enerji fiyatlarının etkisiyle enflasyon beklentileri hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde yükselmiştir. Ateşkes sürecinin belirsizliği küresel ölçekte enflasyondaki artışın kısa süreli olmayabileceğini ve ikincil etkilerin ortaya çıkabileceğini ima etmektedir. Bu çerçevede, genel olarak merkez bankaları para politikalarında temkin düzeyini arttırırken gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası duruşunu görece sıkılaştıracağı fiyatlanmaktadır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarına ilişkin beklentiler ve artan küresel belirsizlikler GOÜ'den portföy çıkışlarına neden olmuştur. Bu doğrultuda, enflasyon tahminleri oluşturulurken küresel finansal koşulların sıkı olduğu bir çerçeve esas alınmıştır.

Savaşla birlikte enerji fiyatlarının seviyesi ve oynaklığı belirgin şekilde artmıştır. Bu dönemde petrol fiyatlarında ve AB doğal gaz fiyatlarında kuvvetli artışlar gözlenmiştir. Orta Doğudaki sürecin seyrine ilişkin belirsizliğin ve tedarik sürecindeki aksamaların etkisiyle enerji fiyatları yüksek seviyelerde kalarak oynak seyrini sürdürmüştür. Enerji dışı emtialarda ise endüstriyel metal ve tarımsal emtia fiyatları bir önceki Rapor dönemine göre artarken değerli metal fiyatları gerilemiştir. Bu görünüm altında, ham petrol fiyatlarının 2026 yılında ortalama 89,4 ABD doları, 2027 yılında ise ortalama 75,4 ABD doları seviyelerinde olacağı varsayılmıştır (Grafik 3.1.1). Benzer şekilde, ithalat birim değer endeksinin 2026'da yıllık ortalama yüzde 6,3 artacağı, 2027'de ise yıllık ortalama yüzde 0,2 gerileyeceği öngörülmektedir (Grafik 3.1.2 ve Tablo 3.1.2).

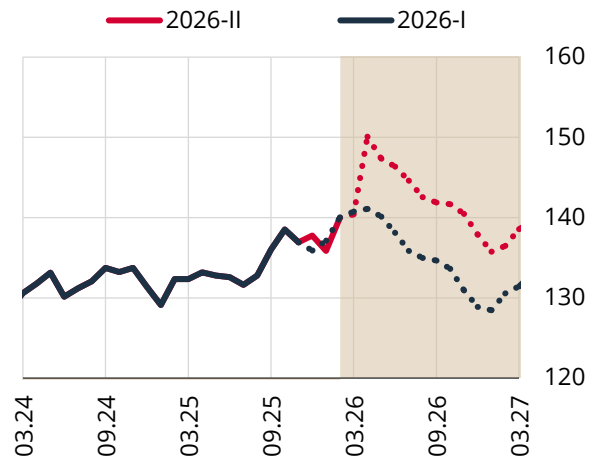
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Grafik 3.1.2: İthalat Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (Endeks, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Gıda fiyatları varsayımı 2026 yılı için büyük ölçüde gerçekleşmeler kaynaklı olarak yukarı yönlü güncellenmiştir.

Gıda fiyat artışları yılın ilk dört ayında yüksek gerçekleşmiştir. Bu artışta arz koşullarının etkisinin hissedildiği işlenmemiş gıda grubu öne çıkmıştır. Gıda arz koşullarındaki normalleşmenin önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarını olumlu yönde etkileyeceği öngörülmektedir. Diğer taraftan doğal gaz fiyatlarındaki yükselişin gübre fiyatları üzerinden tarımsal emtia fiyatlarını artıracaktır. Ancak söz konusu olumsuz etkinin sınırlı olacağı ve olumlu arz şoklarının baskın geleceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, 2026 yıl sonu için gıda enflasyonu varsayımı yüzde 19'dan yüzde 26,3'e güncellenmiştir. 2027 yılı için ise gıda fiyatlarının yüzde 19,0 artacağı varsayılmıştır (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

| | 2026 | 2027 |
|---|----------------|----------------|
| İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim) | 1,7 (2,3) | 2,5 (2,2) |
| Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları) | 89,4 (60,9) | 75,4 (56,0) |
| İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim) | 6,3 (2,0) | -0,2 (-0,9) |
| Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim) | 26,3 (19,0) | 19,0 (11,0) |

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

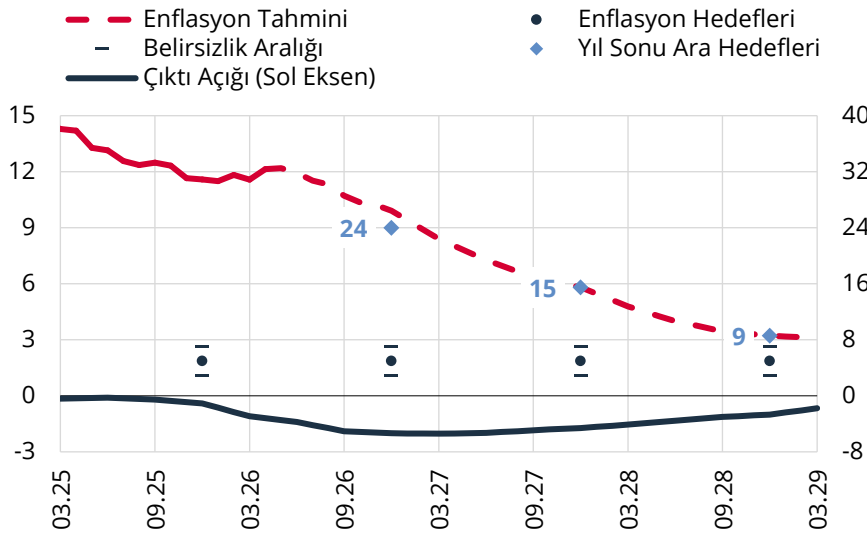
Tahminler üretilirken makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı ve koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Mevcut Rapor döneminde vergi ve yönetilen fiyat ayarlamaları enflasyon görünümü üzerinde etkili olmuştur. Mart ayında hayata geçirilen eşel mobil uygulamasıyla uluslararası petrol fiyatlarındaki artışların akaryakıt fiyatlarına yansımaları sınırlandırılmıştır. Buna karşılık yönetilen fiyatlarda yapılan ayarlamalar sonucu elektrik ve doğal gaz fiyatlarında belirgin artışlar yaşanmıştır. Orta vadeli tahminler oluşturulurken maliye politikasının dezenflasyon sürecine katkı sağlayacağı ve kamu kontrolündeki yönetilen-yönlendirilen fiyatlar ile borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının enflasyondaki düşüşü destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Bu kapsamda, önümüzdeki dönemde eşel mobil uygulamasının devam edeceği öngörülmüştür.

3.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyon ara hedefleri 2026, 2027 ve 2028 yılları için sırasıyla yüzde 24, yüzde 15 ve yüzde 9 olarak güncellenmiştir. Son dönemde yaşanan olağandışı jeopolitik gelişmeler varsayım setinde olağanüstü güncellemelere neden olmuş, ER 2025-III'te paylaştığımız çerçeve dikkate alındığında ara hedeflerde güncelleme ihtiyacı doğmuştur.

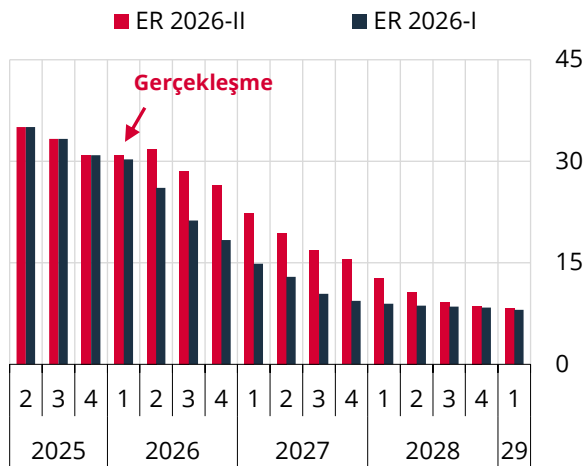
Enflasyonun, 2026 yıl sonunda yüzde 26; 2027 yıl sonunda ise yüzde 15 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2028 yıl sonunda yüzde 9'a geriledikten sonra enflasyonun orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 3.2.1). Mevcut Rapor döneminde yaşanan olağandışı jeopolitik gelişmeler varsayım setinde belirgin güncellemelere neden olmuştur. Bu bağlamda, ER 2025-III Mercek Altı 3.1'de çizilen çerçeveye uyumlu olarak enflasyon ara hedeflerinde değişikliğe gidilmiştir. Ara hedefler, 2026, 2027 ve 2028 yılları için sırasıyla yüzde 24, yüzde 15 ve yüzde 9 olarak güncellenmiştir.

Küresel görünümde son dönemde gözlenen yüksek oynaklıklar ile şokların sıklığındaki artış ve niteliğindeki değişim belirsizlikleri belirgin bir şekilde artırmaktadır. Yüksek belirsizlik ortamında bazı merkez bankalarının uyguladığı gibi tahmin aralığı iletişimine ara verilmiş ve Kurul'a göre öne çıkan risk unsurlarının betimsel olarak paylaşıldığı bir çerçeveye geçilmiştir (Mercek Altı 3.1).

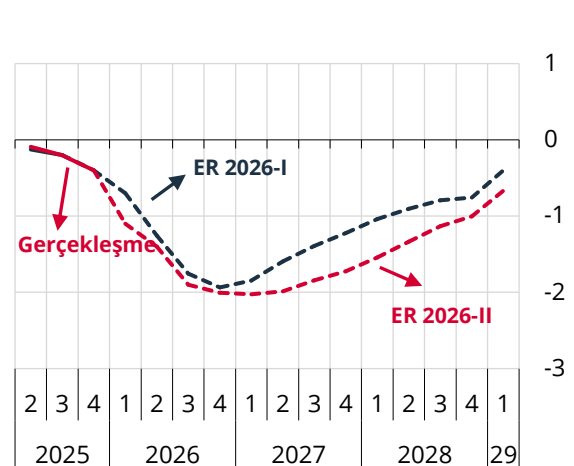
Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri (%)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Enflasyon tahmin patikası yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu güncellemede, son dönemde yaşanan jeopolitik gelişmelerin etkisiyle artan enerji fiyatlarının doğrudan ve dolaylı etkileri öne çıkmaktadır. Büyük ölçüde petrol ve diğer enerji fiyatları kaynaklı TL cinsi ithalat fiyatları varsayımlarının bu Rapor döneminde belirgin şekilde yukarı yönlü güncellenmesi enflasyon tahminlerinin yükseltilmesinde belirleyici olmuştur. Buna ek olarak, gerçekleştirmeler kaynaklı olarak gıda enflasyonu varsayımında yapılan yukarı yönlü güncelleme de yıl sonu tahminini yukarı çekmiştir. Ayrıca, enerji kalemleri öncülüğünde yönetilen-yönlendirilen fiyat ayarlamalarının ve enflasyon ana eğiliminin ER 2026-I öngörülerinden yüksek olması enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesinde etkili olmuştur. Para politikasında ER 2026-I'e göre daha uzun süre daha sıkı duruşun korunmasıyla, arz şoklarının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki etkisinin sınırlı kalacağı varsayılmaktadır. Diğer yandan, küresel belirsizliklerin de etkisi ile 2026 yılı ilk çeyreğinde çıktı açığı öngörülerin altında kaldığı ve önümüzdeki dönemde yurt içi ve yurt dışı talepte zayıflama olacağı değerlendirilmektedir. Bu görünüm altında çıktı açığı patikasında yapılan güncelleme enflasyon tahminlerini aşağı yönlü etkilemiştir (Grafik 3.2.2 ve Grafik 3.2.3).

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini (%)

Kaynak: TCMB.

Tahminler oluşturulurken bir önceki Rapor dönemine göre ülke risk priminde bozulma olmadığı bir görünüm esas alınmıştır. Son dönemde jeopolitik gelişmeler nedeniyle küresel belirsizlikler tarihi yüksek seviyelere ulaşmıştır. Bu belirsizlik ortamı, küresel finansal koşullarda ise sıkılaşmaya neden olmuştur. Para politikasındaki sıkı duruş ve TCMB uluslararası rezervlerinin mevcut görünümü, küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların ülke risk primi üzerindeki olası olumsuz etkilerini sınırlayacaktır.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun fiyat istikrarı sağlanana kadar kararlılıkla sürdürüleceği ve ekonomi politikalarında eşgüdümün korunacağı bir çerçeveye esas alınmıştır.

Enflasyon beklentilerinin kısa vadede ara hedeflere, orta vadede ise yüzde 5 hedefine yakınsaması, fiyatlama davranışlarının normalleşmesi ve enflasyonun düşük seviyelerde istikrar kazanması açısından önemini korumaktadır. Jeopolitik gelişmelerin enflasyon görünümü üzerinde oluşturabileceği riskleri sınırlamak amacıyla bir hafta vadeli repo ihalelerine ara verilerek ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin yüzde 40'ta gerçekleşmesi sağlanmış ve parasal sıkılık makroihtiyati politikalarla güçlendirilmiştir. Tahminler, ara hedefler gözetilerek para politikasının enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir çerçevede oluşturulmuştur. Bu bağlamda para politikasında ER 2026-I'e göre daha uzun süre daha sıkı duruşun korunduğu bir politika duruşu esas alınmıştır. Ayrıca tahmin döneminde diğer ekonomi politikalarının para politikasıyla eşgüdüm içinde sürdürüleceği bir çerçeve baz alınmıştır.

Fiyat istikrarı sağlanana kadar sürdürülecek sıkı para politikası duruşu talep, kur ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini güçlendirmeye devam edecektir. Zayıf dış talep görünümünün, sıkı finansal koşulların ve artan belirsizliğin etkisiyle çıktı açığının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin önceki Rapor öngörülerine göre artacağı değerlendirilmektedir (Grafik 3.2.3). Son dönem jeopolitik gelişmelerin etkisiyle enflasyonun ana eğilimi yükselmiştir. Sıkı parasal duruş altında arz şoklarının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki etkisinin sınırlı kalacağı ve ana eğilimin önümüzdeki dönemde gerileyeceği öngörülmektedir. Ayrıca, sıkı para politikasının gecikmeli etkileri ve yapılan düzenlemelerin katkısıyla kira ve eğitim gibi ataleti yüksek olan hizmet kalemlerinde fiyat artış hızında yavaşlama ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışında zayıflama beklenmektedir. Ayrıca, temel mal enflasyonunun ılımlı seyrini sürdürmesi beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde jeopolitik gerilimin seyri ve süresi, dezenflasyon süreci açısından kritik önem arz etmektedir.

3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Risk Senaryoları

Önceki bölümde sunulan orta vadeli tahminler Para Politikası Kurulu'nun değerlendirme ve varsayımları çerçevesinde oluşturulmuştur. Bununla birlikte, gerçekleşmelerin söz konusu varsayımlardan sapsması durumunda enflasyon görünümü ve buna bağlı olarak para politikası duruşu da değişebilecektir. Enflasyon görünümünü etkileyebilecek riskler ve söz konusu risklerin enflasyon görünümü üzerindeki muhtemel etkileri Tablo 3.3.1'de özetlenmektedir.

Tablo 3.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları*

| Risk | Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑ ↔ ↓) | Takip Edilen Göstergeler |
|--|---|---|
| Küresel belirsizlikler ve emtia fiyatlarının seyri | <ul style="list-style-type: none"> Savaşın enerji altyapısı ve tedarik zinciri üzerindeki etkileri emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. ↑ Savaşın gidişatı emtia fiyatları üzerinde her iki yönlü etkide bulunabilecektir. ↔ Endüstriyel metal, gıda gibi emtialarda fiyat artışlarının devam etmesi, enerji dışı emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. ↑ | <ul style="list-style-type: none"> Küresel enflasyon ve büyüme göstergeleri ile tahminleri Küresel ekonomi ve ticaret politikaları Küresel ticaret belirsizlik endeksi Küresel risk iştahı göstergeleri İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi OPEC+ kararları Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler Yönetilen-yönlendirilen fiyatlar İthalat Birim Değer Endeksi |

| | | |
|---|--|---|
| <p>Ekonomiye gelen şokların niteliğinin, sıklığının ve büyüklüğünün değişmesi</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Son dönemde gerek küresel gerekse yurt içi şokların niteliği değişmiş, arz yönlü şokların sıklığı ve büyüklüğü artmıştır. • Belirsizlik şoklarının da sıklığı ve büyüklüğü değişmiştir. • Geçici arz şoklarının birincil etkileri ölçülen enflasyon ataletini artırabilecektir. • Şokların ikincil etkileri önem taşımaktadır. | <ul style="list-style-type: none"> • Ekonomiye gelen şokların niteliğinin anlaşılması • Gelecekte oluşabilecek şokların niteliği ve büyüklüğünün analizi • Enflasyonun ataleti |
| <p>Enflasyon beklentileri</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Enflasyon beklentilerinin veri sürprizlerine asimetrik tepki vermesi ve beklentilerin ara hedeflerden yüksek seviyelerde seyretmesi yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. • Son dönem fiyat gelişmelerinin, savaşın ve arz şoklarının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları kanalıyla dezenflasyon süreci üzerine etkileri yakından takip edilmektedir. • Emtia fiyatlarındaki yüksek oynaklık ve maliyet kanalı üzerinden oluşabilecek ikincil etkiler yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. | <ul style="list-style-type: none"> • Sektörel enflasyon beklentileri • Enflasyon beklentilerinin dağılımı • Enflasyon belirsizliği göstergeleri • Enflasyon beklentilerinin Enflasyon Raporu tahminleriyle uyumu • Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri • Jeopolitik gelişmelere ilişkin haber akışı |
| <p>Fiyatlama davranışlarında geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin güçlü seyretmesi</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Kira ve eğitim başta olmak üzere hizmet alt gruplarının ataletindeki zayıflamanın öngörülenden daha sınırlı olması yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. | <ul style="list-style-type: none"> • Temel enflasyon göstergeleri • Hizmet enflasyonu ataleti • Kira fiyatları • Eğitim fiyatları |
| <p>Gıda fiyatları</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Arz kaynaklı unsurların etkisiyle gıda fiyatlarında her iki yönlü riskler oluşabilecektir. • Jeopolitik gelişmeler tarımsal emtia fiyatları kanalıyla üretim maliyetleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. | <ul style="list-style-type: none"> • Taze meyve ve sebze fiyatları, ekmek ve tahıl başta olmak üzere işlenmiş gıda fiyatları • Uluslararası tarımsal emtia fiyatları • Sıcaklık ve yağış gibi meteoroloji ve iklim istatistikleri • Tarımsal emtia fiyatları |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Para ve maliye politikalarının eşgüdümünün etkinliğine dair riskler | <ul style="list-style-type: none"> Para ve maliye politikalarının eşgüdümünün sekteye uğraması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturabilecektir. | ↑ | <ul style="list-style-type: none"> Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler Orta Vadeli Program ve maliye politikası tedbirleri Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri Yapısal bütçe dengesi tahminleri Doğrudan vergilerin toplam vergiler içindeki payı Asgari ücret ve kamu çalışanlarının ücret artışları |
|---|---|---|---|

* Tabloda verilen her bir risk satırında, söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda enflasyon tahminlerinin hangi kanal üzerinden ve ne yönde değişebileceğine dair değerlendirmeler verilmektedir. ↑, ↓ işaretleri enflasyon tahmini üzerindeki risklerin sırasıyla yukarı ve aşağı yönlü olduğunu göstermektedir. Enflasyon tahmini üzerinde net etkinin tam olarak belli olmadığı durumlar için ↔ işareti kullanılmıştır. Risklerin hangi göstergeler vasıtasıyla takip edildiği de sağdaki sütunda listelenmektedir.

Küresel gelişmelere ilişkin öngörülebilirliğin azalması, şokların hem sıklığında hem de niteliğinde gözlenen değişimlerle birlikte belirsizlikleri önemli bir şekilde artırmaktadır. Jeopolitik gelişmeler, korumacı eğilimler, finansal koşullardaki oynaklık ve küresel büyüme görünümüne ilişkin riskler, farklı şokların art arda ve etkileşimli biçimde ortaya çıkma olasılığını yükseltmektedir. Bu görünüm, alternatif senaryoların sayısını ve olası sonuç kümelerinin çeşitliliğini artırırken tek bir çerçeve altında tüm risk kombinasyonlarını kapsayan bütüncül bir senaryo seti oluşturulmasını zorlaştırmaktadır. Nitekim bu durumdan hareketle, pandemi döneminde İsveç Merkez Bankası tahmin aralığı yaklaşımına ara vererek baz senaryo altında nokta tahmin paylaşmıştır. Ayrıca, bu tahmin etrafındaki riskleri betimsel olarak anlatma yolunu tercih etmiştir. İçinde bulunduğumuz konjonktür dikkate alınarak, benzer bir yaklaşımla, bu Rapor'da Kurul'a göre öne çıkan bazı risk unsurları paylaşılmaktadır (Tablo 3.3.2).

Tablo 3.3.2: Enflasyon Görünümüne İlişkin Öne Çıkan Riskler

| Risk | Riskin Niteliği | Referanslar* |
|---|---|--|
| Petrol fiyatları | <ul style="list-style-type: none"> Yukarı yönlü: Savaşın gidişatına bağlı olarak petrol fiyatları temel varsayımlara göre daha uzun süre daha yüksek kalabilir. Aşağı yönlü: Savaşın gidişatın bağlı olarak petrol fiyatları temel varsayımlardan daha düşük kalabilir. Ancak geçmiş deneyimler, enerji fiyatlarında düşüşlerin tüketici fiyatlarına geçişinin artışlara kıyasla daha sınırlı olabileceğine işaret etmektedir. | <ul style="list-style-type: none"> ER 2026-II, Kutu 2.4. Jeopolitik Gelişmelerin Enflasyona Yansımaları: Emtia Kanalı Gökcü M. ve Sezer E. (2026). Akaryakıt Fiyatlarında Eşel Mobil Mekanizması ve Enflasyona Olası Etkileri. Merkezin Güncesi. |
| Doğal gaz fiyatları | <ul style="list-style-type: none"> Yukarı yönlü: Enerji altyapısına yönelik jeopolitik riskler ve Avrupa LNG talebindeki artış, doğal gaz fiyatlarını baskı altında tutabilir. Elektrik üretim maliyetleri ve sanayi girdi maliyetleri üzerinden üretici fiyatları kanalıyla tüketici enflasyonuna yansımaya görülebilir. | <ul style="list-style-type: none"> ER 2026-II, Kutu 2.4. Jeopolitik Gelişmelerin Enflasyona Yansımaları: Emtia Kanalı Ertuğ D. ve Özmen M.U. (2020). Elektrik ve Doğalgaz Fiyat Artışlarının Tüketici Fiyatlarına Dolaylı Etkileri. Merkezin Güncesi. |
| Gıda fiyatları | <ul style="list-style-type: none"> Yukarı yönlü (Küresel gıda fiyatlarında savaş kaynaklı artış): Savaşın tarımsal emtia arzını, lojistik kanallarını ve gübre piyasalarını olumsuz etkilemesi sonucu küresel gıda fiyatlarında daha yüksek artış yaşanabilir. Bu durum ithal girdi maliyetleri ve özellikle işlenmiş gıda fiyatları üzerinden yurt içi enflasyonu yukarı yönlü etkileyebilir. Yukarı yönlü (Süt ve ette arz yönlü negatif şok): Yem maliyetleri, hayvan varlığındaki azalma, ithalat kısıtları veya üretim maliyetlerindeki artışlar süt ve et fiyatlarında baskı oluşturabilir. Aşağı ve yukarı yönlü (Meyve ve sebze fiyatlarında her iki yönde de arz şoku): Hava koşulları gibi nedenlerle meyve ve sebze arzında her iki yönde de yaşanabilecek gelişmeler işlenmemiş gıda enflasyonunda oynaklık oluşturabilir. | <ul style="list-style-type: none"> ER 2026-II, Kutu 2.4. Jeopolitik Gelişmelerin Enflasyona Yansımaları: Emtia Kanalı Can, U., Çepni, O., Kazdal, A. ve Yılmaz, M. H. (2024), İklim Anomalileri ve Enflasyonist Baskılar: Türkiye İçin Bulgular, TCMB Çalışma Tebliği No: 24/12. |
| Arz yönlü şokların sıklığı ve enflasyon ataleti | <ul style="list-style-type: none"> Yukarı yönlü: Son dönemde enerji, gıda, petrokimya ve ambalaj ürünleri gibi arz yönlü şokların daha sık ve art arda gelmesi fiyatlama davranışlarını bozarak enflasyonun düşüş hızını yavaşlatabilir. Firmaların geçmiş enflasyona daha duyarlı fiyatlama yapması enflasyon ataletini artırabilir. | <ul style="list-style-type: none"> ER 2026-II, Kutu 2.4. Jeopolitik Gelişmelerin Enflasyona Yansımaları: Emtia Kanalı |

| | | |
|-----------------|--|---|
| Tedarik zinciri | <ul style="list-style-type: none"> Yukarı yönlü: Küresel ticaret akışlarında yaşanabilecek aksaklıklar, lojistik maliyetlerde artış ve tedarikçi teslim sürelerinin uzaması üretim süreçlerini olumsuz etkileyebilir. Ara mali ve kritik girdilerin teminindeki gecikmeler üretimde aksamalara yol açarken maliyet baskılarının güçlenmesiyle enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilir. | <ul style="list-style-type: none"> ER 2022-I, Kutu 2.4. Anket Göstergeleri Sektörel Düzeyde Tedarik Zinciri Gelişmeleri Hakkında Ne Söylüyor? ER 2022-IV, Kutu 2.6. Küresel Arz Kısıtlarında Yakın Dönem Görünüm ve Yansımaları |
|-----------------|--|---|

* Burada referans verilen çalışmalar, ilgili risklerin ekonomiye olası etkilerine ilişkin nicel bulgular içermektedir. Ancak bu bulgular değerlendirilirken raporlanan etki/tepki katsayıları, esneklikler ve benzeri büyüklüklerin belirli model varsayımlarına, örneklem dönemine ve istatistiksel belirsizliğe tabi olduğu dikkate alınmalıdır. Makroekonomik değişkenler çoklu şoklardan etkilenmekte ve değişkenler arası ilişkiler çoğu durumda dinamik, eşanlı ve endojen nitelik taşımaktadır. Bu nedenle, farklı risklere ilişkin katsayıların doğrudan karşılaştırılması, mekanik biçimde kullanılması veya basit aritmetik işlemlerle toplam/net etki hesaplanması sağlıklı olmayabilir. Ayrıca bu tahminler çoğunlukla doğrusal istatistiksel veya ekonometrik modellerden türetilmekte olup, geçmişte gözlenen ortalama şok büyüklükleri ve tarihsel ilişki örüntüleri için daha geçerlidir. Daha büyük, kalıcı veya doğrusal olmayan aktarım kanallarını tetikleyen şoklarda söz konusu katsayıların geçerliliği sınırlanabilir. Bazı hallerde ölçülen etkiler, birden fazla şokun bileşik sonucunu yansıttığından, ayrıştırma ve karşı-olgusal etki analizi daha karmaşık dinamik modelleme gerektirir. Büyük ölçekli şoklar karşısında politika tepkilerinin de değişebileceği dikkate alındığında, referans çalışmalardaki nicel bulgular kesin değerler olarak değil, bağlama duyarlı yaklaşık büyüklükler olarak yorumlanmalıdır.

Mercek Altı 3.1

Yüksek Belirsizlik Ortamında Risklerin İletişimi

Mevcut Rapor döneminde, enflasyon tahminlerine ilişkin belirsizliğin iletişimde yeni bir yaklaşım benimsenmiştir. Önceki Raporlarda belirsizlik, tahmin aralıkları üzerinden aktarılırken bu Raporda tahminler etrafındaki temel riskler betimlenmiş ve risklerin ekonomik etkilerine yönelik önceden yapılan çalışmalara referanslar verilmiştir. Nitekim, son dönemde belirsizliğin niteliğinde gözlenen dönüşüme bağlı olarak diğer merkez bankalarının iletişimde de tahmin aralığı bazlı yaklaşım yerine risk ve belirsizlik bazlı iletişim ön plana çıkmaktadır.

Son dönemde şokların niteliği değişmiş; arz yönlü şokların sıklığı ve büyüklüğü belirgin biçimde artmıştır. Pandemi öncesi dönemde küresel ekonomi, önce Büyük Moderasyon (Great Moderation), ardından küresel finansal kriz ve sonrasında küresel likiditenin bol olduğu bir dönemden geçmiştir. Bahsi geçen dönemde gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından daha elverişli bir küresel konjunktür hâkim olmuş; arz yönlü şokların sınırlı kalması da enflasyon ve tahmin görünümü açısından destekleyici olmuştur. Pandemi ve sonrasındaki dönemde ise tedarik sorunları, jeopolitik gerilimler ve savaşlar, iklim değişikliğinin gıda fiyatları üzerindeki etkileri, uluslararası ticarete artan korumacı önlemler ve emtia fiyatlarındaki sert dalgalanmalar gibi arz yönlü şoklar daha belirgin ve sık hâle gelmiştir.

Şokların niteliği, büyüklüğü ve sıklığında gözlenen bu değişim, belirsizliğin iletişimde tahmin aralığı —diğer bir ifadeyle yelpaze grafiği (fan chart)— yaklaşımının geçerliliğine ilişkin tartışmaları da beraberinde getirmiştir. Bilindiği üzere tahmin aralıkları, ekonomiye geçmişte gelen şokların yanı sıra model belirsizliğini ve geçmiş tahmin sapmalarını da dikkate alarak, tarihsel belirsizliği istatistiksel dağılımlar üzerinden ifade etmektedir. Ancak şokların niteliğinde yapısal bir kırılma yaşandığında, tarihsel sapmalar ve geçmiş dönemden gelen dağılımlar hem mevcut hem de geleceğe yönelik belirsizliği ölçmekte yetersiz kalabilmektedir. Ayrıca, ekonomiye gelen şokların yalnızca niteliği değil büyüklüğü de önem taşımaktadır. Pandemi ve savaşlar gibi uç olaylar (tail events), büyük ölçekli şoklar oluşturmakta ve doğrusal olmayan etkiler ortaya çıkarabilmektedir. Bu tür gelişmeler, doğrusal modellerin istatistiksel dağılımlarının ima ettiğinden oldukça farklı bir belirsizlik ortamı yaratmaktadır.

Bunlara ilave olarak, istatistiksel dağılımlar bilinen bilinmeyenleri (known unknowns) ortaya koyarken salgın ve savaş gibi büyük şoklar bilinmeyen bilinmeyenleri (unknown unknowns – Knightian uncertainty) de içerebilmektedir (Knight, 1921). Bu nedenle son dönemde tahmin belirsizliğinin iletişimde tahmin aralığı yaklaşımı, giderek daha fazla eleştiriye konu olmuştur (Bernanke, 2024; BoE 2024). Nitekim, merkez bankalarının risk iletişimde, özellikle yüksek belirsizliğin hâkim olduğu dönemlerde, tahmin aralıkları yerine risk ve belirsizliğin, niteliksel veya niceliksel aktarımına daha sık başvurulmuştur (Bell vd. 2026).

Bu gelişmeler ışığında, birçok merkez bankası belirsizliğin arttığı ve niteliğinin değiştiği dönemlerde tahmin aralıkları ile iletişime ara vermiştir. Örneğin Avrupa Merkez Bankası (ECB), pandemi döneminde tahmin aralığı yayımlamak yerine niceliksel senaryo analizlerine ağırlık vermiştir (ECB, 2020). Pandemi belirsizliği ortadan kalktıktan sonra ise tahmin ve belirsizlik iletişimde tekrar baz senaryo etrafında tahmin aralığı uygulamasına dönmüş; ancak risklerin niteliksel ya da başka bir ifade ile betimsel anlatımına yaptığı vurguyu da artırmıştır (ECB, 2023). Benzer şekilde, ABD/İsrail-İran Savaşı sırasında artan jeopolitik belirsizlikler nedeniyle tahmin aralığı yaklaşımını yeniden durdurarak tahminlerini farklı senaryolar altında paylaşmayı tercih etmiş; aynı zamanda risklerin niteliksel betimlemesini de bir iletişim aracı olarak kullanmıştır. Niteliksel betimleme sırasında risklerin ekonomik etkilerini de yaptıkları analitik kutu çalışmaları ile de desteklemişlerdir (ECB, 2026). İsveç Merkez Bankası ise pandemi döneminde tahmin aralığı yaklaşımına ara vererek baz senaryo altında nokta tahmin vermiş ve bu tahmin etrafındaki riskleri niteliksel olarak anlatmıştır (Riksbank 2021-7, 2021-9). İsveç Merkez Bankası pandemi dönemindeki bu raporlarında niceliksel senaryoları kullanmasa da betimsel risk anlatımında pandemi etkilerine dair akademik çalışmalara, teknik kutulara ve ölçümlere referanslar ile risklerin gerçekleşmesi durumunda olan olası etkileri de analitik bir çerçevede değerlendirmiştir. Bir başka örneğe bakacak olursak, tahmin aralığı uygulamasını ilk kullanan ve zaman içinde geliştiren merkez bankalarından biri olan İngiltere Merkez Bankası da son enflasyon raporunda tahmin aralığı uygulamasını durdurarak, belirsizlik iletişimini senaryolar aracılığıyla yapmayı seçmiştir. Aynı zamanda risklerin niteliksel anlatımı ve bu anlatımı destekleyecek analitik kutulara da ilgili enflasyon raporlarında yer vermiştir (BoE, 2026).

Küresel örneklerde görülen bu yönelimin Türkiye açısından da güçlü bir karşılığı bulunmaktadır. Son dönemde Türkiye ekonomisi, tahmin patikasını önemli ölçüde etkileyen ve politika iletişimde risk görünümünün niteliksel anlatımını gerekli kılan şoklara maruz kalmıştır. Bunların arasında son dönemdeki arz yönlü şoklar öne çıkmaktadır. Arz şokları, kısa vadede enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri artıran, politika ödünleşimlerini daha belirgin hâle getiren ve dolayısıyla para politikası açısından zorlayıcı nitelikte şoklardır. Bu tür şoklar enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yaratırken aynı zamanda makro ve finansal istikrar üzerinde de farklı kanallar üzerinden etkili olabilmektedir. Türkiye özelinde bakıldığında, pandemi dönemi ve sonrasında arz yönlü şokların hem sıklığının hem de çeşitliliğinin belirgin biçimde arttığı görülmektedir. Pandemi dönemi ve buna bağlı kapanmalar, 2022 yılında başlayan Rusya-Ukrayna savaşı, 2023 yılındaki deprem felaketleri, 2025 yılında uluslararası ticarete korumacı önlemlerin artmaya başlaması, doğa olaylarına bağlı olarak işlenmemiş gıda fiyatlarında ortaya çıkan dalgalanmalar ve 2026 yılında ABD/İsrail-İran Savaşı sonucunda, neredeyse her yıl farklı nitelikte ve büyük ölçekli arz yönlü şoklar yaşanmıştır. Bunun yanında enflasyonun seviyesi ve beklentilerdeki asimetrik kırılabilirlik da şokların doğrusal olmayan etkilerinin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir.

Son dönemde iyice yükselen belirsizlikler, olası senaryo sayısını artırmakta ve bu senaryolar üzerindeki olasılık dağılımının belirlenmesini güçleştirmektedir. Bu bağlamda risklerin betimsel anlatımının yapılması ve bunların olası ekonomik etkilerinin anlaşılmasını sağlayacak çalışmaların listelenmesi belirsizlik iletişimi açısından uygun bir yaklaşım olarak değerlendirilmektedir.

Özetle, jeopolitik belirsizliklerin belirgin şekilde arttığı bu dönemde tahmin aralığı iletişimine ara verilmiştir. Bu çerçevede, tahminler İsveç Merkez Bankası örneğinde olduğu gibi tahmin aralığı olmadan baz tahmin üzerinden sunulmuş; belirsizlik ve risk iletişimini güçlendirmek amacıyla öne çıkan riskler vurgulanmış ve bu risklerin etkilerine ilişkin analitik çalışmalara referans verilmiştir.

Kaynakça

Bank of England. (2024). Response of the Bank of England to the Bernanke review of forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England. Bank of England Independent Evaluation Office.

Bank of England, Monetary Policy Report, April 2026.

Bell, S., Chavaz, M., Hofman, B., Rees, D., Rottner, M. (2026). Evolving approaches to monetary policy communication in the face of uncertainty: fan charts, scenarios and guidance. BIS Quarterly Review, March 2026.

Bernanke, B. S. (2024). Forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England: A review. Bank of England Independent Evaluation Office.

European Central Bank, ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area, June 2020.

European Central Bank, ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area, March 2023.

European Central Bank, ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area, March 2026.

Knight, F. H. (1921). Risk, Uncertainty and Profit. New York: Harper and Row, 1965.

Riksbank (İsveç Merkez Bankası) (2021-7), Monetary Policy Report, July 2021.

Riksbank (İsveç Merkez Bankası) (2021-9), Monetary Policy Report, September 2021.

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