

ENFLASYON RAPORU

2025-IV

07 Kasım 2025



İçindekiler

1. Genel Değerlendirme.....	1
1.1 Para Politikası Kararları.....	3
2. Ekonomik Görünüm.....	5
2.1 Küresel Ekonomi.....	5
2.2 Finansal Koşullar.....	8
2.3 İktisadi Faaliyet.....	13
2.4 Enflasyon	25
3. Orta Vadeli Öngörüler	51
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar.....	51
3.2 Orta Vadeli Görünüm	53
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları	55
Kutular	
Kutu 2.1 Yakın Dönemde Nihai Yurt İçi Talebin Seyri	35
Kutu 2.2 E-Faturaya Geçişin Firmaların Kayıtlı Satışlarına Etkisi.....	38
Kutu 2.3 Altın Fiyatı Gelişmeleri Kartlı Harcamaları Nasıl Etkiliyor?	41
Kutu 2.4 Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular	46
Kutu 2.5 Reel Sektör Fiyatlama Davranışları ve Beklentiler.....	49
Kutu 3.1 Enflasyon Beklentileri, Tahmin Hataları ve Karamsar Yanlılık	58

1.Genel Değerlendirme

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tüketici enflasyonu ekim ayında yüzde 32,9'a gerilemiş ve bir önceki Rapor'da sunulan tahmin aralığının üst bandının üzerinde gerçekleşmiştir. Son üç aydaki gelişmeler alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık enflasyona gıda grubu artış yönünde katkı verirken, diğer ana alt grupların enflasyonu düşürücü yönde katkı verdiği izlenmiştir. Hizmet grubunda üçüncü çeyrekte özellikle okula dönüş etkisi belirgin olmuş, zamana bağlı fiyat belirleme ve geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi yüksek olan kalemlerdeki gelişmeler öne çıkmıştır. Vergi ve yönetilen kalemlerin manşet enflasyon üzerindeki etkisi ise bir önceki Rapor dönemine kıyasla zayıflamıştır. Rapor döneminde, uluslararası enerji fiyatları gerilerken enerji dışı emtia, endüstriyel ve değerli metaller öncülüğünde artmıştır. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasına yakın seyretmiş, haziran ayında önemli ölçüde yükselen küresel ve Çin'e yönelik taşımacılık endeksleri ilerleyen aylarda gerilemiştir. Küresel arz yönlü unsurlardaki bu ılımlı seyre karşın, yurt içinde 2025 yılına ait bitkisel üretim tahminleri kuraklık ve don gibi arz yönlü unsurların etkisiyle aşağı yönlü güncellenerek, tarım ve gıda ürünlerinin arzına yönelik belirginleşen olumsuz seyre işaret etmiştir. Bu dönemde Türk lirası görece istikrarlı bir seyir izlemiş ve değer kaybı sınırlı olmuştur. Üçüncü çeyreğe dair veriler, talep koşullarının dezenflasyonist düzeyde olduğuna ancak dezenflasyon sürecinin yavaşladığına işaret etmektedir. Üretici fiyat artışı ekim ayında önceki aylara kıyasla yavaşlamış, yıllık enflasyon yüzde 27,0 olmuştur. Enflasyon beklentilerindeki gerileme eğilimi kesintiye uğramış; beklentiler ve fiyatlama davranışları dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmayı sürdürmüştür.

Enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2025 yıl sonunda yüzde 31 ile yüzde 33 aralığında; 2026 yıl sonunda ise yüzde 13 ile yüzde 19 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2027 yıl sonunda tek haneli seviyelere geriledikten sonra orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. 2025, 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla yüzde 24, yüzde 16 ve yüzde 9 olarak belirlenen ara hedefler bu Rapor döneminde korunmuştur. 2025 yılı tahmin aralığının yukarı güncellenmesinde gıda fiyatı varsayımındaki artış belirleyici olmuştur. Ayrıca, ana eğilim ve enflasyon beklentilerindeki gerileme öngörülenden sınırlı gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, Türk lirası cinsi ithalat fiyatı varsayımındaki güncelleme tahminleri artış yönünde etkilemiştir. Bu gelişmelerin yanı sıra son dönemde çıktı açığının öngörülenin üzerinde seyretmesi tahmini yukarı yönde etkilemiştir. 2026 yılına ilişkin gıda ve ithalat fiyatları varsayımlarındaki güncelleme yıl sonu enflasyon tahminini artırıcı yönde etkilemektedir. Ancak, para politikasına dair öngörülen patikanın önceki Rapor dönemine göre daha yukarıda olduğu bir görünüm altında para politikası duruşunun talep koşulları üzerindeki etkisinin belirginleşmesi ve enflasyon beklentilerinin iyileşmesi yıl sonu enflasyon tahminini aşağı yönlü etkilemektedir. Söz konusu yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesi nedeniyle 2026 yıl sonu enflasyon tahmin aralığı korunmuştur.

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

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

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

1.1 Para Politikası Kararları

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

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

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

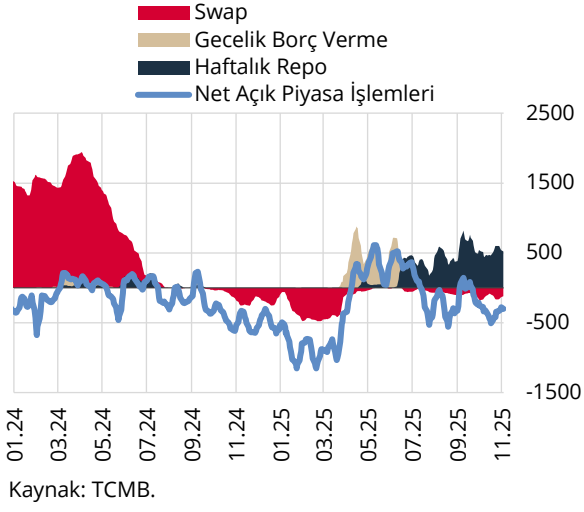
KKM hesap açma ve yenileme işlemleri sonlandırılmış ve makroihtiyati tedbirlerde bazı güncellemelere gidilmiştir. 23 Ağustos 2025 tarihi itibarıyla KKM hesap açma ve yenileme işlemleri sonlandırılmış ve buna bağlı olarak KKM'nin yenilenmesi ve TL'ye geçişine ilişkin hedefler kaldırılmıştır. Ayrıca, 17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

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

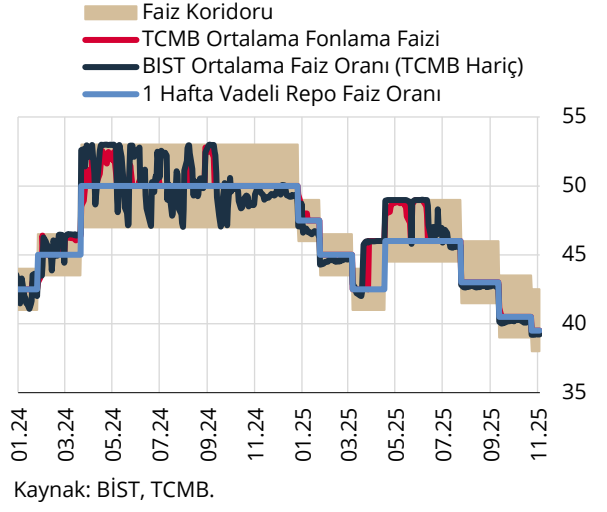
Mevcut Rapor döneminde piyasadaki fazla likidite ağırlıklı olarak gecelik vadedeki sterilizasyon işlemleri ile çekilmiştir. Sterilizasyon ağırlıklı olarak TCMB politika faiz oranından gerçekleşen gecelik vadedeki depo alım ihaleleri kanalıyla yapılmıştır. Bu dönemde, sterilizasyon amacıyla ayrıca, bir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

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

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



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

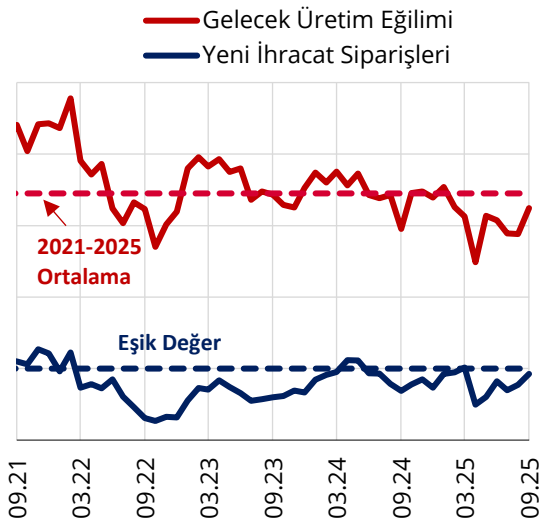


2. Ekonomik Görünüm

2.1 Küresel Ekonomi

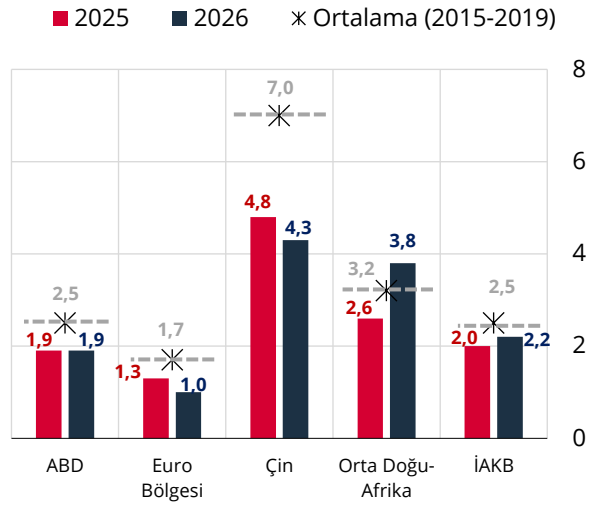
Küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlik canlılığını korurken, küresel büyüme görünümü zayıf kalmaya devam etmiştir. Yapılan ikili anlaşmalar tarife oranlarının daha makul düzeylerde kalmasını sağlamış, ancak yüksek oranlı sektörel tarifelerin de etkisiyle küresel ticarette korumacılık eğilimi tarife adımları öncesi döneme göre önemli oranda artmıştır. Diğer taraftan, ABD yönetiminin birçok sektörde yürüttüğü incelemeler, ABD-Çin arasında devam eden müzakere süreci ve yine ABD'de devam eden hukuki süreç, ticaret politikası belirsizliğinin yüksek seviyelerini korumasına neden olmaktadır. Tarife adımlarının etkilerini yansıtan PMI göstergeleri nisan ayında en düşük düzeylerine geriledikten sonra bir miktar toparlanmıştır (Grafik 2.1.1). Benzer şekilde yılın ilk yarısında küresel büyüme, yüksek belirsizliğe rağmen görece güçlü kalmış ve birçok ülkede 2025 yılı büyüme tahminleri son dönemde bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Ancak bu gelişmelerde, artan tarifelerden etkilenmemek için yatırım ve ticaretin öne çekilmesi ve stok yönetimi gibi geçici unsurların etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bu çerçevede korumacı önlemlerin olumsuz etkilerinin 2026 yılında da görülmeye devam etmesi beklenmektedir. 2025 ve 2026 yılları birlikte değerlendirildiğinde tahminler büyük ekonomilerde ekonomik büyümenin 2026 yılında da zayıf kalacağına işaret etmektedir. Türkiye'nin dış talebinin ise Orta Doğu ve Afrika Bölgesinde görünümün kısmen iyileşmesine bağlı olarak, 2026 yılında 2025 yılına göre tarihsel ortalamasına daha yakın ancak zayıf seyretilmesi beklenmektedir (Grafik 2.1.2).

Grafik 2.1.1: Küresel PMI Endeksleri (Seviye)



Kaynak: S&P Global.

Grafik 2.1.2: Büyüme Tahminleri* (%)



Kaynak: Consensus Economics, S&P Global.

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

Enerji ve enerji dışı emtia fiyatları arasındaki ayrışma dikkat çekmektedir. ABD doğal gaz fiyatlarındaki yüksek artışa rağmen enerji emtia endeksi yıllık bazda yüzde 10,2 düşmüştür. Mevcut Rapor döneminde ham petrol fiyatları yüzde 4,4 oranında gerilerken yıllık düşüş yüzde 14,4'e ulaşmıştır. OPEC+ya üye ülkelerin petrol üretimini artırma kararlarını sürdürmesi ve küresel talep görünümündeki zayıflığın devam etmesi ham petrol fiyatlarını baskılamaktadır. Avrupa doğal gaz fiyatlarının da ABD'dekinin aksine son dönemde önemli bir gerileme kaydettiği görülmektedir. Diğer taraftan, Rapor döneminde yüzde 6,5 artan enerji dışı emtia fiyatlarında yıllık artış yüzde 14 olmuştur. Söz konusu artışta değerli ve endüstriyel metal fiyatlarının etkisi görülmektedir. Merkez bankalarının uluslararası rezervlerini çeşitlendirme stratejilerinin bir sonucu olarak altın talebini sürdürmesi, güvenli finansal varlık arayışı ve gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim süreçlerine devam edeceği beklentisiyle değerli metal fiyatları bir önceki Rapor dönemine göre yüzde 18,7 oranında artmıştır. Endüstriyel emtia fiyatları da tarifeler ve arz sorunları nedeniyle söz konusu dönemde yüzde 9,7 oranıyla artmaya devam etmiştir (Tablo 2.1.2).

Tablo 2.1.2: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)

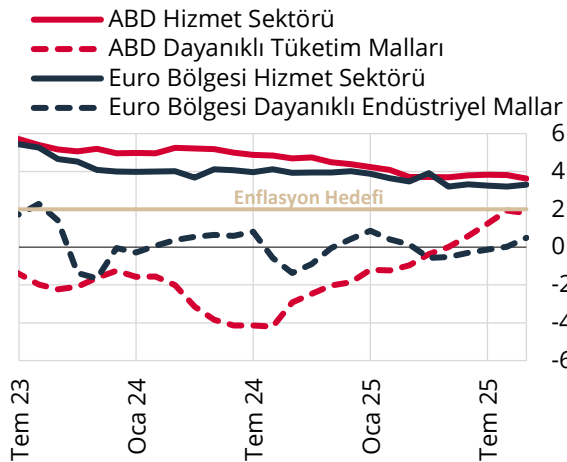
	Temmuz 2025	Ağustos 2025	Eylül 2025	Ekim 2025	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
Emtia Ana Endeksi	-0,6	-1,8	2,0	-0,4	1,0	4,1
Enerji	0,0	-4,6	0,9	-3,5	-10,2	1,8
Tarımsal Emtia	-4,5	0,7	1,9	-1,2	-3,0	3,5
Endüstriyel Metal	1,7	-0,5	2,6	5,4	6,6	9,7
Değerli Metal	0,7	1,0	8,7	9,9	50,2	18,7
Enerji Hariç	-1,2	1,2	3,1	2,6	14,0	6,5
Brent Petrol	-0,7	-3,9	-0,4	-4,9	-14,6	-4,4
Doğal Gaz (ABD)	-9,6	-12,7	4,2	11,4	30,1	45,2
Doğal Gaz (Avrupa)	-7,1	-3,8	-0,9	-1,3	-20,9	-4,4
Kömür	5,2	0,8	-6,8	-0,1	-28,2	-6,1
Alüminyum	3,3	-0,3	2,1	5,1	7,1	10,0
Bakır	11,2	-18,0	3,4	9,8	14,4	13,6
Demir	2,8	4,0	3,4	0,0	-0,4	3,8
Buğday	-0,4	-5,8	1,0	-0,6	-12,7	6,1
Soya	-3,8	-0,6	1,4	1,5	3,2	9,0
Pirinç	-7,0	-1,9	-6,5	-7,8	-29,7	-19,7
Mısır	-5,5	-5,8	7,6	2,3	1,5	15,1
Pamuk	1,2	-0,9	-1,6	-1,4	-11,0	-1,0
Şeker	0,9	0,2	-3,7	-1,5	-30,4	-13,0

Kaynak: Bloomberg.

* 31 Ekim 2025 ile 14 Ağustos 2025 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir. Renklendirmenin kırmızı ve yeşil olması, fiyatlarda sırasıyla artış ve düşüş olduğunu göstermektedir.

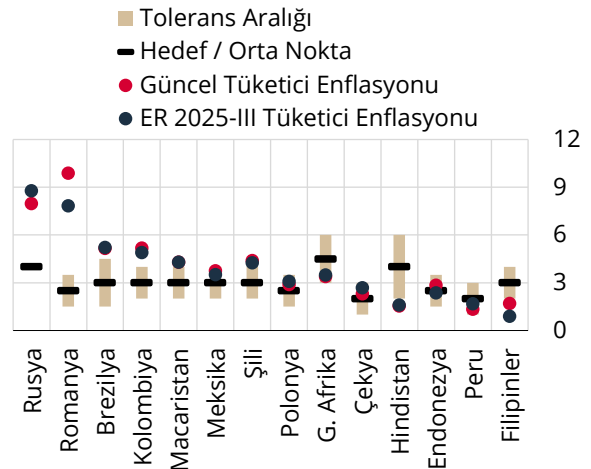
Küresel dezenflasyon süreci ülkeler arası farklılaşmalar olmakla birlikte genel olarak hız kaybederken tarife adımları enflasyonist riskleri canlı tutmaktadır. ABD ve Euro Bölgesinde, hizmet enflasyonu hedef üzerindeki yatay seyrini sürdürürken tarife uygulamalarının da etkisiyle mal enflasyonunda da artış eğilimi görülmektedir (Grafik 2.1.3). Euro Bölgesi'nde yüzde 2,2, ABD'de ise yüzde 3 ile hedefin üzerinde seyreden manşet enflasyon, birçok gelişmiş ülkede de yüzde 2 hedefinin üzerinde kalmaya devam etmiştir. Küresel ticarette artan korumacılık eğilimleri ve enerji fiyatlarındaki dalgalanmalar GOÜ'lerde enflasyon görünümünü farklı şekilde etkilerken gerek enflasyonun yönü gerekse hedefe göre konumunda ülkeler arası belirgin farklılıklar gözlenmektedir (Grafik 2.1.4).

Grafik 2.1.3: ABD ve Euro Bölgesi Mal-Hizmet Enflasyonları (Yıllık, %)



Kaynak: Eurostat, St. Louis Fed.

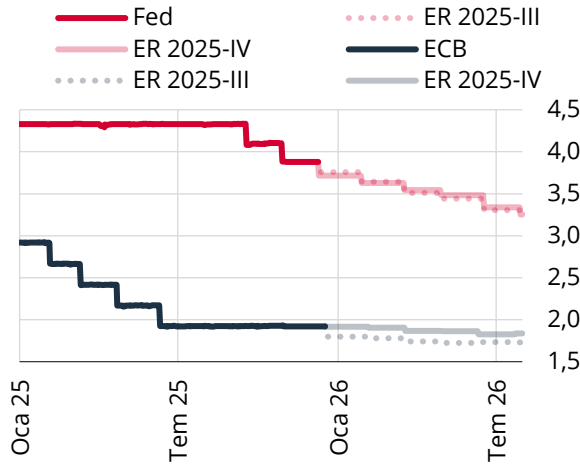
Grafik 2.1.4: Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu (Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg, Merkez Bankaları.

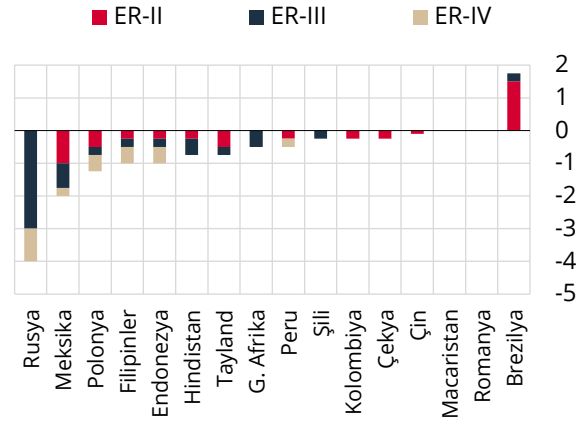
Merkez bankaları; faizlerin mevcut seviyesini, ülkelere özgü faktörleri, enflasyondaki katılıkları ve tarife artışları kaynaklı riskleri dikkate alarak faiz indirim süreçlerini sürdürürken indirimler bir miktar ivme kaybetmiştir. Fed eylül ve ekim toplantılarında 25'er baz puan politika faizini indirmiştir. Piyasa fiyatlamaları Fed'in aralık ayı ve 2026 yılı boyunca faiz indirimlerini sürdürebileceğine işaret etmekle birlikte, faiz indirimlerinin sayısı ve hızı ile ilgili beklentiler farklılaşmaktadır. Diğer yandan temmuz toplantısıyla birlikte faiz indirimlerine ara veren ECB'nin enflasyon görünümüne bağlı olarak yıl sonuna kadar politika faizini sabit tutması beklenmektedir. Piyasa fiyatlamaları geçtiğimiz Rapor dönemine göre Fed için belirgin şekilde değişmezken, ECB içinse daha sınırlı faiz indirimini ima etmektedir (Grafik 2.1.5). Bununla birlikte, ABD'de politika ödünleşmesi daha güçlü ve faizlerin gelecekte izleyeceği patikaya ilişkin belirsizlik de daha yüksektir. Diğer yandan Rapor döneminde Yeni Zelanda Merkez Bankası 75 baz puan; Kanada Merkez Bankası 50 baz puan; Norveç ve İsveç merkez bankaları ise 25'er baz puanla faiz indirimlerini sürdürmüşlerdir. Söz konusu dönemde GOÜ'lerde de indirim süreçleri devam etmiştir (Grafik 2.1.6). Rusya Merkez Bankası 100, Şili, Endonezya ve Polonya merkez bankaları 50'er, Peru ve Meksika merkez bankaları ise 25'er baz puan faiz indirmişlerdir. Çin ise parasal genişlemeye dönük adımlara ara vermiştir. Vadeli işlemlerin ima ettiği politika faizleri, geçtiğimiz Rapor dönemlerine benzer şekilde, GOÜ merkez bankalarının parasal sıkılığı koruyarak politika faizlerini enflasyon beklentilerinin üzerinde belirlemeye devam edeceklerine işaret etmektedir.

Grafik 2.1.5: Politika Faizleri ve Piyasa Fiyatlamalarının İma Ettiği Faiz Patikaları (Efektif, %)



Kaynak: Bloomberg.

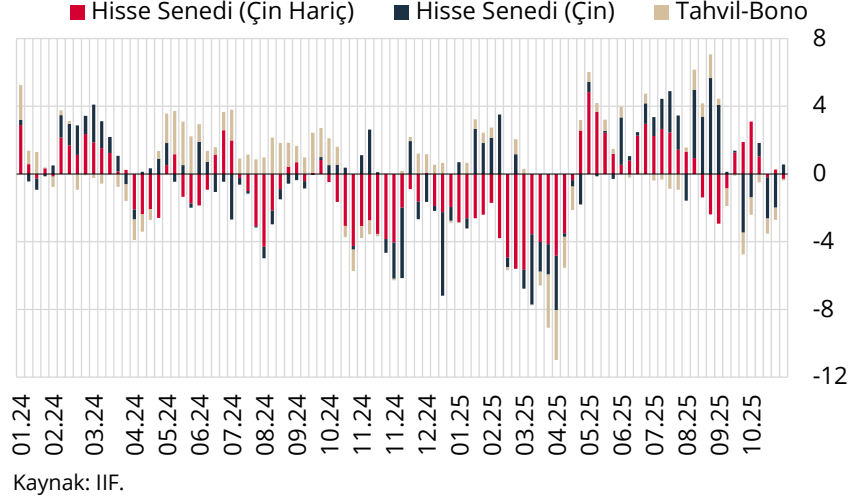
Grafik 2.1.6: GOÜ Politika Faiz Değişimleri (% Puan)



Kaynak: Bloomberg.

Küresel belirsizlikler kaynaklı risk iştahında görülen değişimler, GOÜ'lere yönelen portföy akımlarında dalgalı bir seyre neden olmaktadır. Rapor döneminde süregelen ticaret gerilimleri ve jeopolitik gelişmelere ek olarak ABD'de hükümetin kapanması risk iştahında dalgalanmalara neden olmuştur. Bu süreçte GOÜ hisse senedi ve tahvil piyasalarına giriş çıkışların da dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir (Grafik 2.1.7). Birikimli olarak bakıldığında, 14 Ağustos 2025 – 31 Ekim 2025 döneminde Çin hariç GOÜ hisse senedi piyasalarından 500 milyon, tahvil piyasalarından 3,1 milyar ABD doları fon çıkışı gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde, Çin'in hisse senedi piyasalarına ise 5,5 milyar ABD doları fon girişi olduğu görülmektedir. Küresel ekonomi ve ticaret politikalarına ilişkin süregelen belirsizlikler ile son dönemde devam eden jeopolitik riskler GOÜ'lere yönelen portföy hareketleri üzerinde önemli risk faktörleri olmayı sürdürmüştür.

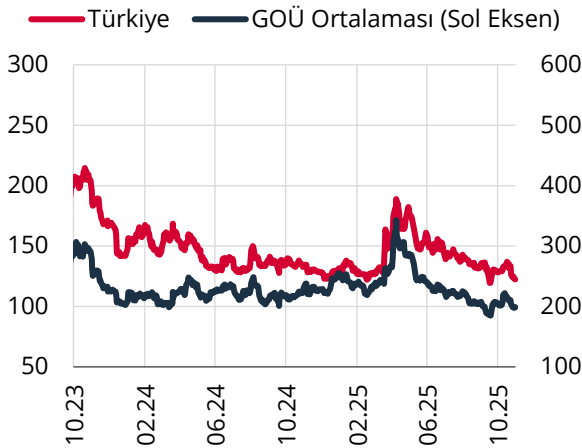
Grafik 2.1.7: Gelişmekte Olan Ükelere Haftalık Yönelen Portföy Akımları (4 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar ABD Doları)



2.2 Finansal Koşullar

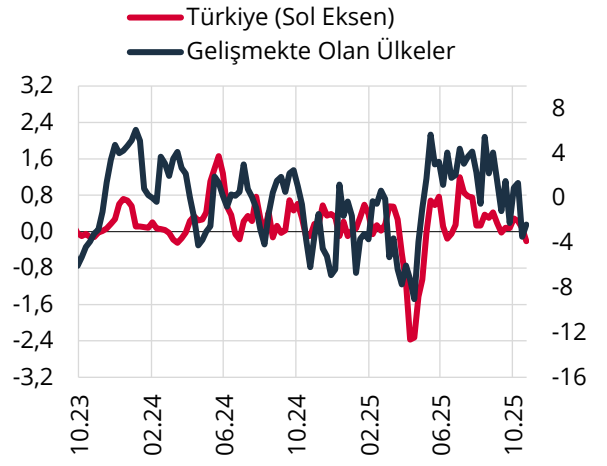
Küresel risk iştahı, önceki Rapor dönemine göre ticaret anlaşmalarına ilişkin süren belirsizlikler ve özellikle ekim ayı ile birlikte artan küresel oynaklıklar ile zayıf seyrini sürdürürken TL cinsi varlıklara giriş yavaşlamıştır. Rapor döneminde yurt içi belirsizlikler ve artan küresel oynaklıklar TL varlıklara yönelik ilginin dalgalı bir seyir izlemesine yol açmıştır. Bu görünüm altında, Türkiye CDS primi, GOÜ risk primlerine benzer bir seyir izlemiş ve 31 Ekim itibarıyla 245 baz puan düzeyine gerilemiştir (Grafik 2.2.1). Küresel risk iştahındaki oynak seyir ile mevcut Enflasyon Raporu döneminde GOÜ varlıklarına girişler hız kesmiştir. Söz konusu gelişmeler ışığında, Türkiye Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) piyasasına 1,6 milyar ABD doları giriş olurken, hisse senedi piyasasından ise 0,5 milyar ABD doları net çıkış olmak üzere toplamda 1,2 milyar ABD doları portföy girişi kaydedilmiştir (Grafik 2.2.2).

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



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

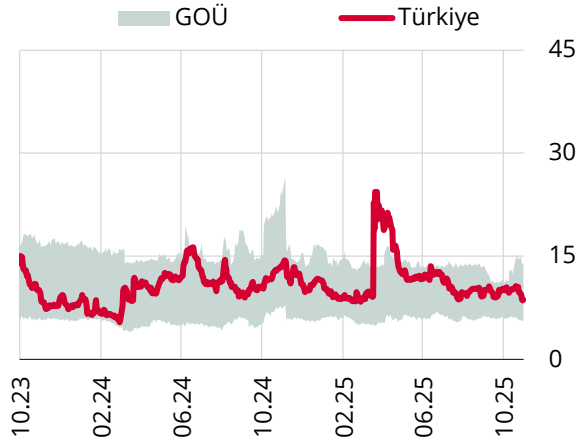
Grafik 2.2.2: Türkiye* ve Gelişmekte Olan Ülke Portföy Hareketleri (4 Haftalık Ortalama, Milyar ABD Doları)



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

Türk lirasının ima edilen oynaklığı yatay seyretmiştir. Mevcut Rapor döneminde kur oynaklıkları haber akışına bağlı olarak dalgalı ve yatay bir seyir izlemiştir. Bu doğrultuda, Türk lirasının ima edilen oynaklığı 1 ay vadede yüzde 8,7 düzeyinde, 12 ay vadede ise yüzde 19,5 seviyesinde bulunmaktadır (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). 1 ay vadeli oynaklık GOÜ ortalamalarına yakın seyrederken 12 ay vadeli oynaklıkta gözlenen göreceli yüksek seviye, uzun vadeye ilişkin kur riski algısının sürdürüğüne işaret etmektedir.

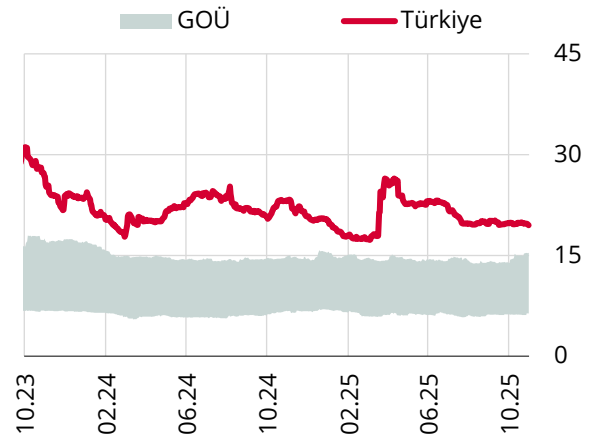
Grafik 2.2.3: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı* (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



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, %)



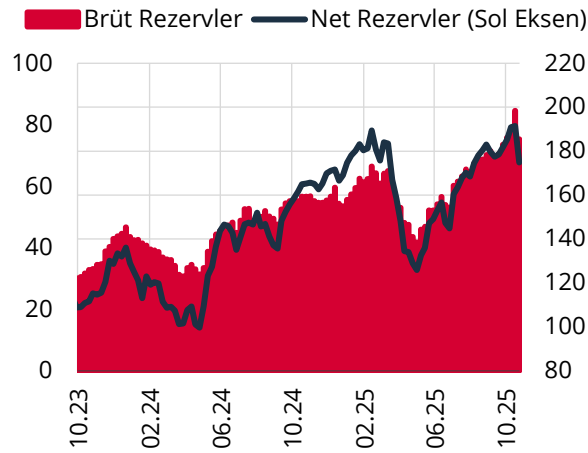
Kaynak: Bloomberg.

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

TCMB rezervlerindeki güçlü toparlanma eğilimi yükselen altın fiyatlarının da etkisiyle sürmektedir.

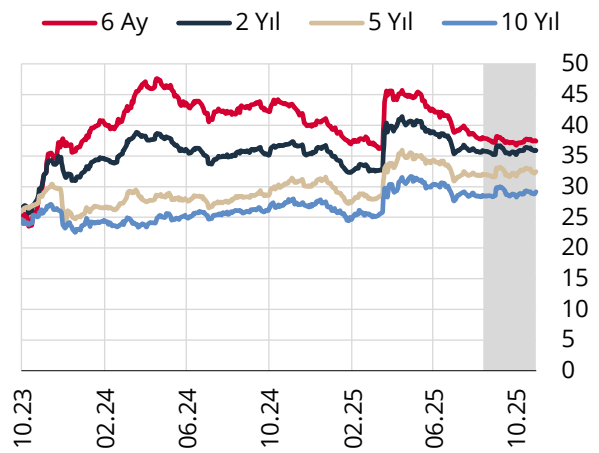
Mevcut Enflasyon Raporu döneminde, TCMB brüt uluslararası rezervleri, 16,5 milyar ABD doları artışla 185,5 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir (Grafik 2.2.5). Özellikle eylül ayı ile birlikte belirgin bir artış eğilimine giren altın fiyatları TCMB rezerv görünümüne katkıda bulunmuştur. TCMB rezervlerinin, sıkı parasal duruşun korunması ile birlikte artış eğilimini sürdürmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, risk iştahında oluşabilecek oynaklıkların rezervlerde dalgalanmalara yol açabileceği değerlendirilmektedir.

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)



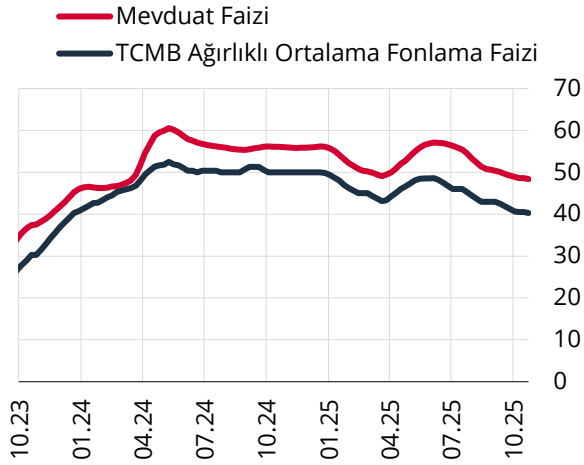
Kaynak: Bloomberg.

DİBS getirileri eylül ayında artan yurt içi belirsizlikler ve beklentilerden yüksek gelen enflasyon verisi ardından yükselmiştir.

Eylül ayına kadar tüm vadelerde gerileme kaydeden DİBS getirileri yurt içi risk algısındaki bozulmaya ek olarak, piyasa beklentilerinin üzerinde gelen eylül ayı enflasyon verisi ardından uzun vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde yükselmiştir (Grafik 2.2.6). 11 Eylül 2025 tarihindeki Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında politika faizinde indirime gidilmiş ve takip eden toplantılarda politika faizine ilişkin atılacak adımların büyüklüğünün, enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla gözden geçirileceği belirtilmiştir. Öte yandan, uzun vadeli getirilerdeki katılığın devam ettiği gözlenmektedir. Yurt içi ve küresel gelişmelere bağlı olarak TL varlıklara yönelik risk algısının iyileşmesiyle birlikte DİBS getirilerinin enflasyon ve para politikası görünümü ile daha uyumlu hale gelmesi beklenmektedir.

Mevcut Rapor döneminde finansal koşullarda bir miktar gevşeme olmakla birlikte sıkılık sürmüştür. 11 Eylül ve 23 Ekim tarihlerindeki PPK toplantılarında politika faizindeki sırasıyla 250 ve 100 baz puan indirimin mevduat ve kredi faizlerine yansıdığı gözlenmiştir. 24 Ekim itibarıyla mevduat faiz oranları, kredi faizlerine nazaran daha sınırlı bir gerilemeyle yüzde 48,1 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.7). Aynı tarihte TL ticari kredi faiz oranları yüzde 48, ihtiyaç kredisi faiz oranları ise yüzde 61,9 olarak gerçekleşmiştir. Konut kredisi faiz oranları söz konusu haftada yüzde 38; taşıt kredisi faiz oranları ise yüzde 36,9 olmuştur (Grafik 2.2.8). Yapılan faiz indirimleriyle, finansal koşullarda bir miktar gevşeme olmakla birlikte dezenflasyon süreciyle uyumlu bir şekilde parasal sıkılık sürmüştür. Bununla birlikte, TCMB kredi ve mevduat piyasalarında öngörülenin dışında gelişmeler olması halinde parasal aktarım mekanizmasını ilave makro ihtiyati adımlarla destekleyecektir.

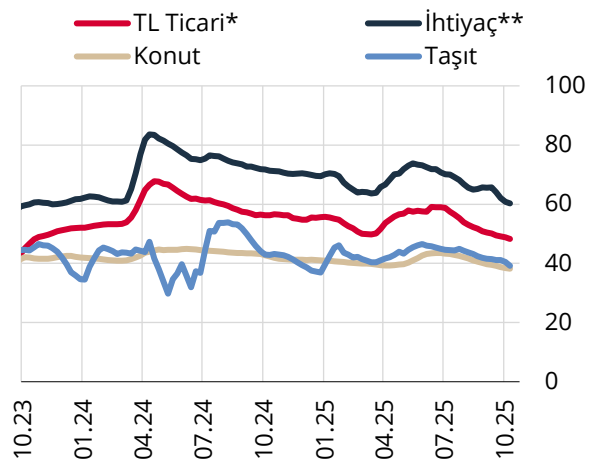
Grafik 2.2.7: Türk Lirası Fonlama Faizleri*
(4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



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, %)



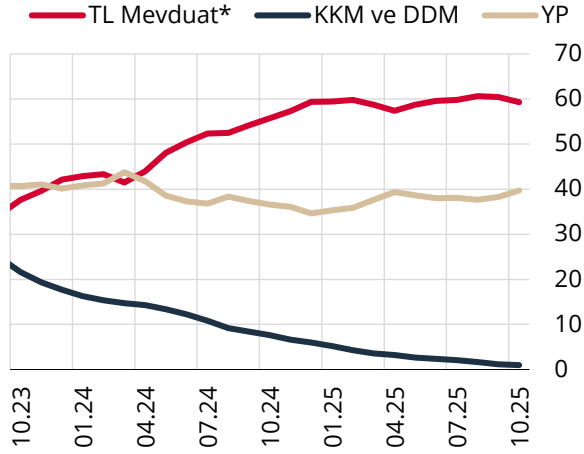
Kaynak: TCMB.

* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

** Kredili mevduat hesapları hariç.

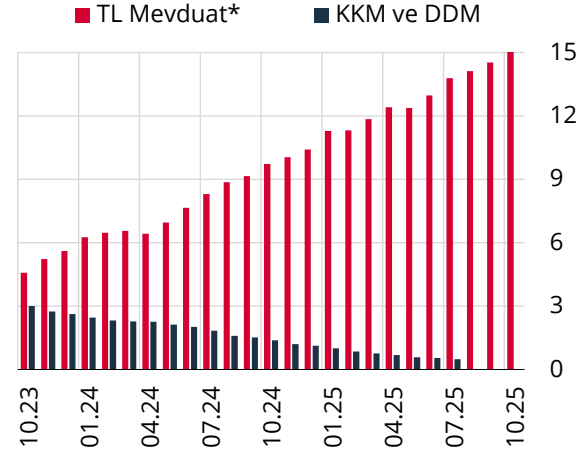
*** Kredi faizleri bileşik faizdir.

Bankaların mevduat kompozisyonunda TL payı tarihsel ortalamasına yakın seyrederken, kur korumalı mevduatın payı önemli ölçüde gerilemiştir. Kur Korumalı Mevduat (KKM) bakiyesinin azalmasıyla birlikte 23 Ağustos 2025 tarihi itibarıyla KKM hesap açma ve yenileme işlemleri sonlandırılmıştır. Mevcut Rapor döneminde TL'ye geçiş oranına bağlı komisyon uygulamasına son verilmiş, ayrıca TL payına göre komisyon uygulamasında komisyon oranlarında değişikliğe gidilmiştir. Bunlara ek olarak, gerçek kişi TL pay artış hedefleri düşürülmüştür. Parasal sıkılaştırma süreci ve KKM hesaplarından çıkış stratejisi kapsamında alınan kararların etkisiyle mevduat kompozisyonunda TL ağırlığı yüksek seviyesini korumaktadır. Mevcut Rapor döneminde, TL mevduatın toplam mevduatlar içerisindeki payı yüzde 59-61 bandında seyrederken, KKM hesaplarının payı, 24 Ekim itibarıyla 171 Milyar TL ile yüzde 1 seviyesinin altına gerilemiştir (Grafik 2.2.9 ve Grafik 2.2.10). Ayrıca, kıymetli maden hesaplarının gerçek kişi mevduatları içindeki payı altın fiyatlarındaki artış ile yüzde 10 seviyesini geçmiştir. Son dönem döviz ve altın fiyatlarında gözlenen oynaklıkların bankaların TL paylarını olumsuz etkilememesi amacıyla TL payı hesaplamalarında kullanılan kurların, önceki hesap dönemi yerine üç aylık ortalama kur/altın fiyatı olacak şekilde değişiklik yapılmıştır.

Grafik 2.2.9: Mevduat Kompozisyonu (% Pay)

Kaynak: TCMB.

* TL mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

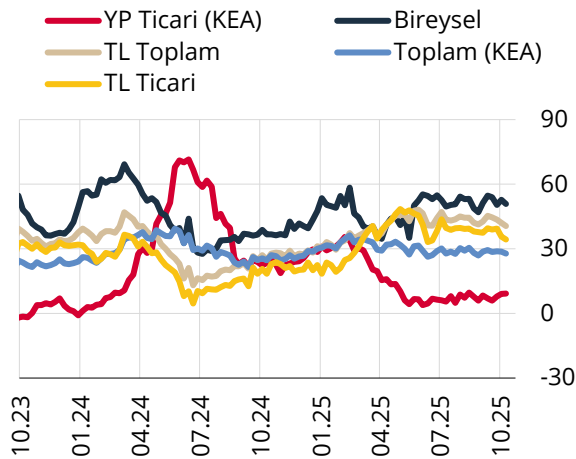
Grafik 2.2.10: TL Mevduat Kompozisyonu (Trilyon TL)

Kaynak: TCMB.

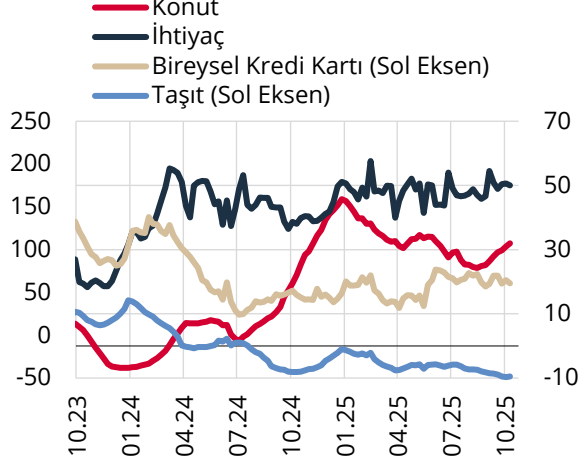
* TL mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

Kredilerde dengeli seyir devam etmektedir. Kredi faiz oranlarındaki gerilemeye karşın, kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesinde mevcut Rapor döneminde azalma görülmektedir. Önceki dönemlerde, Kredi Garanti Fonu A.Ş. aracılığıyla kullanılan krediler, TL cinsinden kredi büyümesi uygulamasından istisna tutulmuştu. Rapor döneminde, 18 Eylül 2025 tarihinde ise kefalet limiti 45 Milyar TL'ye yükseltilmiş ve söz konusu kredi programı çerçevesinde ilave olarak artırılan 20 Milyar TL'lik kefalet limitine de muafiyet tanınması uygun bulunmuştur. 24 Ekim itibarıyla kur etkisinden arındırılmış 13 haftalık yıllıklandırılmış YP ticari kredi büyümesi yüzde 9,1 seviyesinde gerçekleşirken, TL ticari kredi büyümesi yüzde 37,8'e gerilemiştir. Kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi de bir miktar azalarak söz konusu haftada yüzde 27,7 olmuştur (Grafik 2.2.11).

Bireysel kredi büyümesi bireysel kredi kartı (BKK) kullanımı kaynaklı olarak mevcut Rapor döneminde azalmıştır. Bireysel kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı 24 Ekim itibarıyla yüzde 45,4 olarak gerçekleşmiştir. BKK'nın 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı ise oynak bir seyir izleyerek bir önceki Rapor döneminde yüzde 72,7 iken, söz konusu hafta yüzde 45,3'e gerilemiştir. Mevcut Rapor döneminde ihtiyaç ve konut kredilerinin ilgili büyüme oranları bir önceki Rapor dönemindeki yüzde 47,5 ve yüzde 25,3 seviyelerinden, 24 Ekim itibarıyla sırasıyla yüzde 52,7 ve yüzde 35,7 seviyelerine yükselmiştir. Taşıt kredilerinin ilgili büyüme oranı ise negatif bölgede kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.2.12). Ayrıca bu dönemde, 16 Ağustos 2025 tarihinden itibaren kullanılan krediler için kredi büyüme oranlarının dört yerine sekiz haftada bir hesaplanmasına yönelik değişiklik yapılarak kredi büyüme sınırlarının yönetilmesinde bir miktar esneklik tanınmıştır.

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

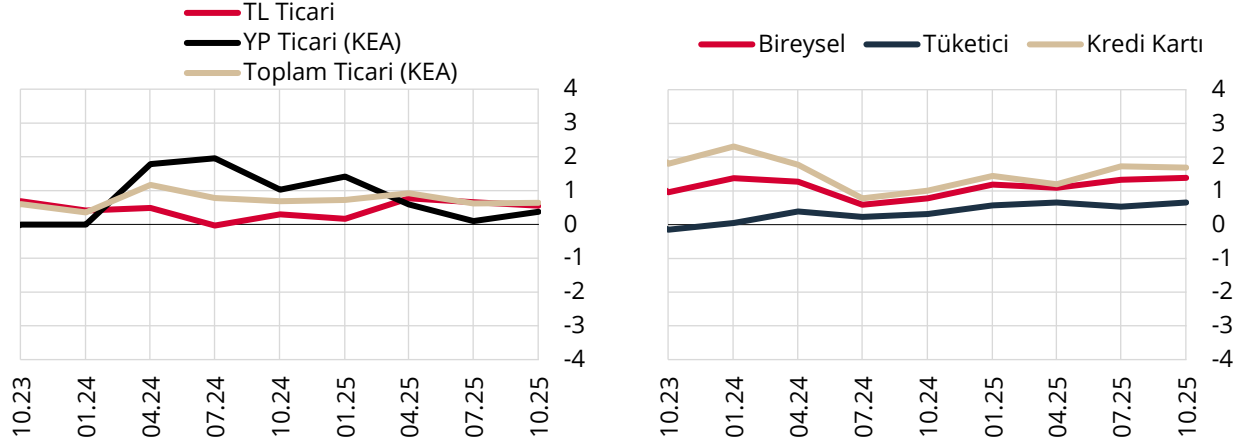
Kaynak: TCMB.

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

Kaynak: TCMB.

Reel kredi kullanımı ticari kredilerde uzun dönem ortalamalarına daha yakinken bireysel kredilerde ise BKK kaynaklı olarak uzun dönem ortalamalarının bir miktar üzerinde seyretmektedir. Kur etkisinden arındırılmış reel standardize toplam ticari (KEA) kredi değişimi bir önceki Rapor döneminden farklılaşmamıştır. Bireysel kredilerin standardize reel değişimleri BKK kaynaklı olarak bir önceki Rapor dönemine nazaran azalsa da uzun dönem ortalamalarının üzerinde seyretmiştir (Grafik 2.2.13).

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



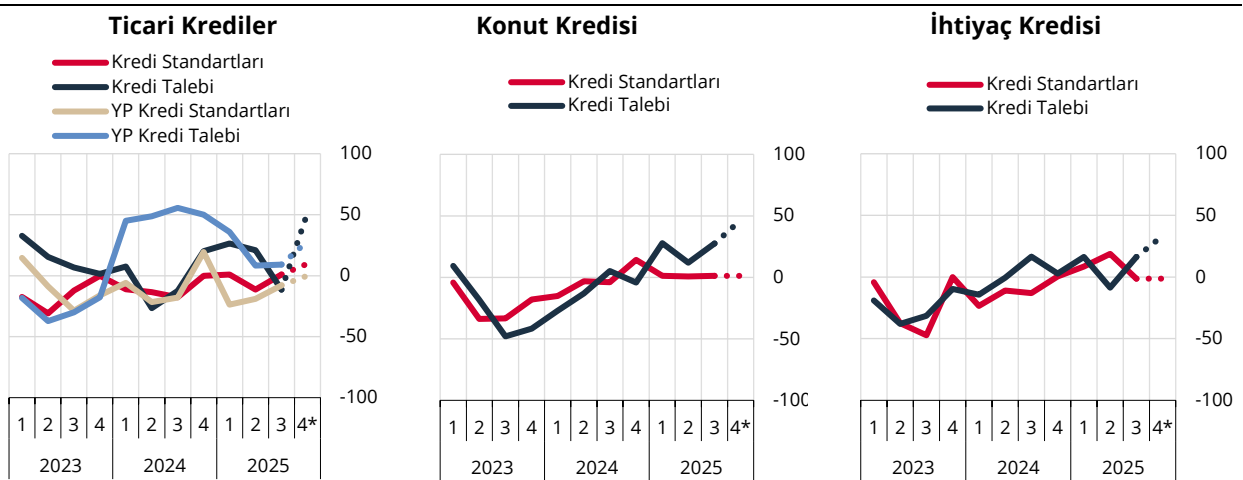
Kaynak: TCMB.

* 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 2025 yılının dördüncü çeyreğinde ticari kredi talebinin artmasını ve ticari kredi standartlarının gevşemesini beklemektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde işletme kredilerinde standartların bir miktar gevşediği ve talebin zayıf olduğu görülmektedir. YP ticari kredilerde ise standartların üçüncü çeyrekte kredi büyüme kısıtlarının da etkisiyle sıkılığını koruduğu fakat dördüncü çeyrekte bu sıkılığın nötr düzeye gelmesinin beklendiği belirtilmiştir. YP kredi talebinin ise dördüncü çeyrekte bir miktar yükselmesinin beklendiği raporlanmıştır (Grafik 2.2.14).

Yılın üçüncü çeyreğinde konut kredilerine uygulanan standartların önceki çeyrekteki seviyesini koruduğu, konut kredi talebinin ise belirgin bir şekilde arttığı görülmektedir. İhtiyaç kredilerinde ise kredi standartları üçüncü çeyrekte sıkılaştırmış, kredi talebi ise artmıştır. Yılın dördüncü çeyreği için bankaların beklentileri hem konut kredilerinde hem de ihtiyaç kredilerinde standartların değişmeyeceği fakat talebin belirgin bir şekilde artacağı yönündedir. (Grafik 2.2.14).

Grafik 2.2.14: Kredi Standartları ve Kredi Talebi



Kaynak: BKEA, TCMB.

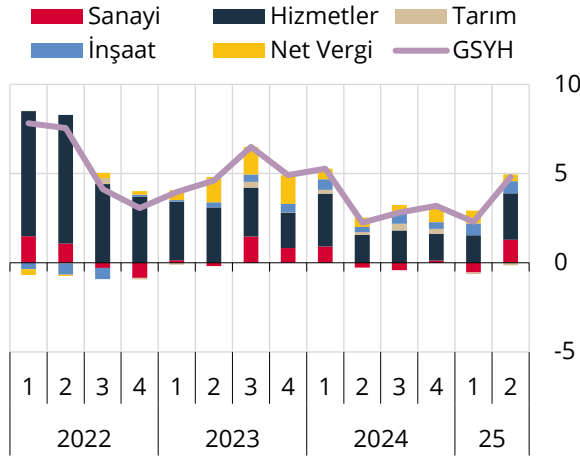
* Bankaların beklentisini göstermektedir. Kredi Standartları ve Kredi Talebi endekslerinin hesaplama yöntemi şu şekildedir: Bankalara kredi standartlarının (kredi talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi standartlarındaki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

2.3 İktisadi Faaliyet

Arz ve Talep Gelişmeleri

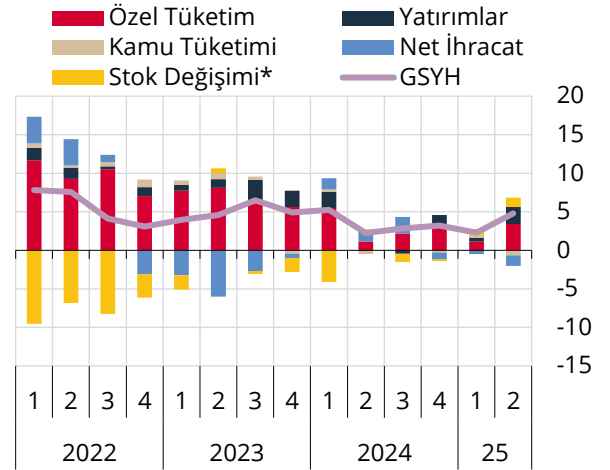
Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYH), 2025 yılının ikinci çeyreğinde yıllık ve çeyreklik bazda sırasıyla yüzde 4,8 ve yüzde 1,6 oranlarında artmış, büyüme öngörülerinin üzerinde gerçekleşmiştir. İkinci çeyrek verilerinin açıklanmasıyla eş zamanlı olarak, TÜİK milli gelir istatistiklerinde ana revizyon gerçekleştirmiştir (Mercek Altı 2.1). Revizyondan en çok etkilenen bileşenler üretim tarafında tarım sektörü, harcama tarafında ise özel tüketim harcamaları ve stok kalemleri olmuştur. Ayrıca idari kayıtların daha etkin ve kapsamlı kullanılmaya başlanması, genel olarak hesaplama yöntemlerinin geliştirilmesi ve mevsim ve takvim etkilerinden ayırıştırma modellerinin gözden geçirilmesi gibi birçok güncelleme yapılmıştır. Revizyon sonrası verilerle ikinci çeyrekte, üretim yöntemiyle yıllık büyümenin temel sürükleyicisi hizmetler sektörü olmuş, sanayi sektörünün katkısı ise pozitif dönmüştür (Grafik 2.3.1). İnşaat sektörü de büyümeyi desteklemiştir. Çeyreklik artışa tarım hariç tüm sektörlerin katkısı pozitif olurken en yüksek katkı veren kalem hizmetler sektörü olmuştur. Harcama yöntemiyle ise özel tüketim ve toplam yatırımların yıllık büyümesi hızlanmış, yıllık büyümeye en yüksek katkı nihai yurt içi talepten gelmiştir (Grafik 2.3.2). Çeyreklik bazda özel tüketimde ilk çeyrekte görülen daralma ikinci çeyrekte devam etmiştir. Toplam yatırımlar ilk çeyrekteki gerilemesinin ardından inşaat ve makine-teçhizat yatırımları kaynaklı artmıştır. Toplam tüketimin negatif katkısı kaynaklı olarak, nihai yurt içi talep çeyreklik bazda büyümeyi sınırlamıştır (Kutu 2.1). Öte yandan, küresel ticaret belirsizlikleri ve küresel büyümedeki toparlanmanın sınırlı kalması sonucunda ihracat gerilerken, öne çekilmiş ithalat kaynaklı olarak net ihracat büyümeyi azaltıcı yönde etkilemiştir. Bu çerçevede, ikinci çeyrekte büyüme öngörülerinin üzerinde gerçekleşmiş olsa da nihai yurt içi talebin zayıf seyrini koruduğu değerlendirilmektedir.

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)



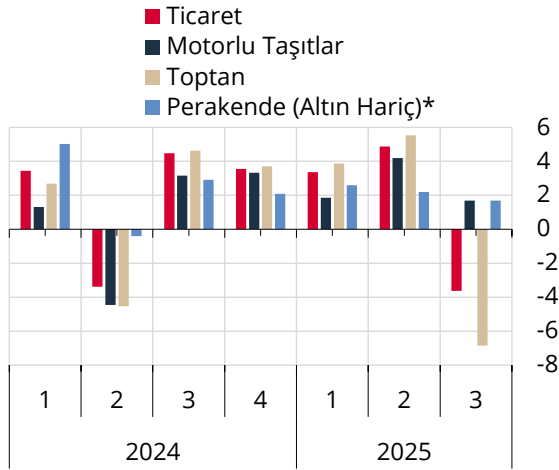
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiki sapmayı içermektedir.

Öncü veriler, talep koşullarının dezenflasyonist düzeyde olduğunu göstermektedir. Ağustos ayında perakende satış hacim endeksi hem aylık hem de çeyreklik bazda artmıştır. Altın hariç bakıldığında artışlar daha düşük oranlı olmuştur (Grafik 2.3.3). Bununla birlikte, her iki endeks de eğiliminin altında seyretilmektedir (Grafik 2.3.4). Son yıllarda, firmaların e-faturaya daha fazla oranda geçişi perakende satışları yukarı yönlü etkilemektedir. Nitekim bu etki dışlandığında, perakende satışların daha ılımlı seyrettiği görülmektedir (Kutu 2.2). Ağustos itibarıyla üçüncü çeyrekte ticaret satış hacim endeksi, toptan ticaretteki azalış kaynaklı olarak, aylık bazda yüzde 1,4, çeyreklik bazda ise yüzde 3,6 oranında gerilemiştir. Beyaz eşya satışları üçüncü çeyrekte gerileyerek eğiliminin altında seyretilmiştir (Grafik 2.3.5). Otomobil satışları ise ikinci çeyrekteki gerilemenin ardından üçüncü çeyrekte artış kaydetmiştir. Son dönemde elektrikli araçlarda ürün çeşitliliğinin ve tüketici tercihinin artması ile otomobil pazarında yapılan marka bazlı kampanyalar satışları desteklemektedir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, yılın üçüncü çeyreğinde kayıtlı iç piyasa siparişlerindeki zayıf seyrin sürdüğüne işaret etmiştir. Ekim ayında ise kayıtlı iç piyasa siparişlerinde bir miktar iyileşme gözlenmiştir. Kartla yapılan harcamalar üçüncü çeyrekte artmıştır. Ekim ayının ilk üç haftasına ilişkin veriler ise dördüncü çeyrek için kart harcamalarının büyümesinde sınırlı bir gerileme ima

etmektedir. Diğer yandan, kart kullanım oranında son yıllarda görülen artışın etkisi dışlandığında tüketim harcamalarının daha ılımlı gerçekleştiği değerlendirilmektedir.¹ Kart harcamalarının yakın dönemde eğiliminin altında seyretmesi de bu değerlendirme ile uyumludur (Grafik 2.3.6 ve Kutu 2.3). Firma görüşmelerinden edinilen tüketim harcamalarına ilişkin tespitler de çeyreklik olarak sınırlı artışla birlikte iç talepteki zayıf seyrin devam ettiğini teyit etmektedir (Kutu 2.4). Özetle, yakın döneme ilişkin veriler, talep koşullarının dezenflasyonist düzeyde olduğunu göstermektedir.

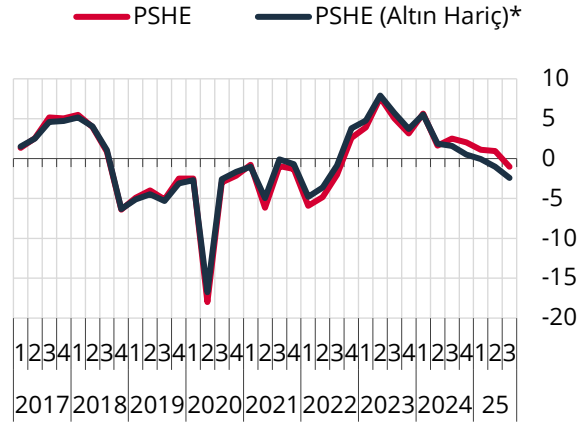
Grafik 2.3.3: Satış Hacim Endeksleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

* Altın hariç PSHE, TÜİK tarafından saat ve mücevher kalemi hariç olarak açıklanan perakende satış hacmini göstermektedir. Üçüncü çeyrek ağustos itibarıyladır.

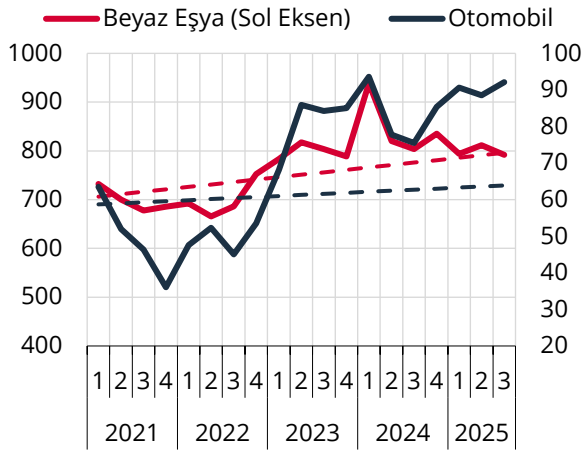
Grafik 2.3.4: Perakende Satış Hacim Endeksi (PSHE) (HP-Trendden Sapma, %)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Altın hariç PSHE, TÜİK tarafından saat ve mücevher kalemi hariç olarak açıklanan perakende satış hacmini göstermektedir. Üçüncü çeyrek ağustos itibarıyladır.

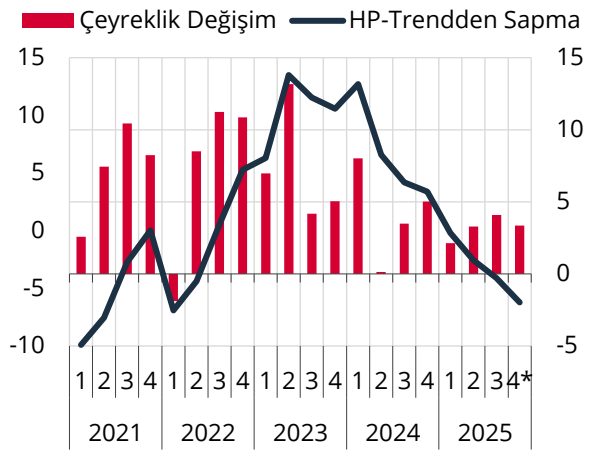
Grafik 2.3.5: Beyaz Eşya ve Otomobil Satışları* (Bin Adet, Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış)



Kaynak: ODMD, TCMB, TURKBESD.

* Kesikli çizgiler 2010-2018 dönemi eğilimini göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB.

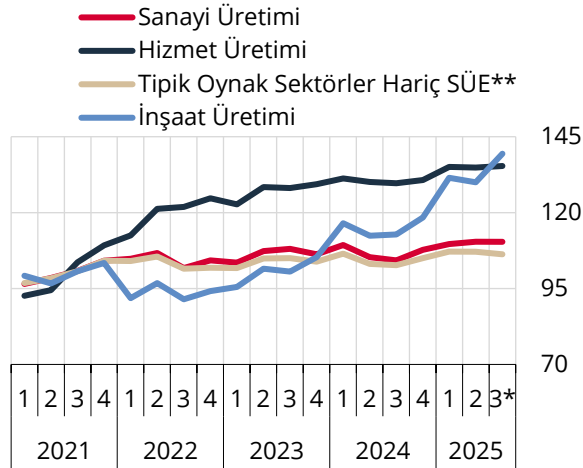
* 19 Ekim itibarıyladır.

** TÜFE ile reelleştirilmiştir.

¹ Konu ile ilgili olarak 14 Temmuz 2025 tarihinde Merkezin Güncesi'nde yayımlanan "Kart Kullanım Oranı ve Kartla Yapılan Harcamalar" yazısına bakılabilir.

Sanayi ve hizmet üretim endeksleri üçüncü çeyrekte yatay seyir izlemiştir. Ağustos ayında sanayi üretim endeksi, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak aylık bazda yüzde 0,4 oranında, takvim etkilerinden arındırılmış olarak yıllık bazda yüzde 7,1 oranında artmıştır. Çeyreklik bazda sanayi üretimi ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte yatay seyretmiştir (Grafik 2.3.7). Ana eğilimi izlemek amacıyla tipik oynaklık sergileyen diğer ulaşım ve benzeri sektörler dışlandığında, sanayi üretiminin çeyreklik bazda sınırlı olarak gerilediği görülmektedir. Hizmet üretim endeksi ağustos ayında yüzde 0,4 oranında artmıştır. Çeyreklik bazda ise yılın ikinci çeyreğindeki yataya yakın seyrin üçüncü çeyrekte de devam ettiği görülmektedir. İnşaat üretim endeksi ikinci çeyrekte ivme kaybetmekle birlikte ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte tekrar güç kazanmıştır. İmalat sanayine yönelik anket göstergeleri, üçüncü çeyrekte imalat sanayinde faaliyetin görece zayıf seyrettiğine işaret etmiştir. Bu dönemde, mevcut üretim ve siparişlere ilişkin anket göstergeleri bir önceki çeyreğe göre azalış kaydetmiştir. PMI üretim göstergesi, üçüncü çeyrekte de eşik değerin altında kalmıştır (Grafik 2.3.8). Ekim ayı anket verileri imalat sanayinde üretim faaliyeti için ayrışan bir görünüm sunmuştur. İktisadi yönelim anketi firmaların mevcut üretim seviyesinde sınırlı iyileşme ima ederken PMI göstergesi gerilemesini sürdürmüştür. Toplam siparişler ise her iki ankette de sınırlı toparlanmaya işaret etmiştir. Kapasite kullanım oranı üçüncü çeyrekte gerilemeye devam ederek yüzde 73,8 seviyesinde gerçekleşmiş, ekim ayında ise bir miktar artış kaydetmiştir. Özetle, ağustos ayı itibarıyla yılın üçüncü çeyreğinde üretim göstergeleri hem sanayi hem de hizmet üretiminde yatay bir görünüme işaret etmektedir. Anket bazlı göstergeler yılın üçüncü çeyreğinde imalat sanayinde faaliyetin görece zayıf seyrettiğini ima etmektedir. Ekim ayında ise imalat sanayi firmalarının toplam siparişlerinde sınırlı bir artış gerçekleşmiştir.

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

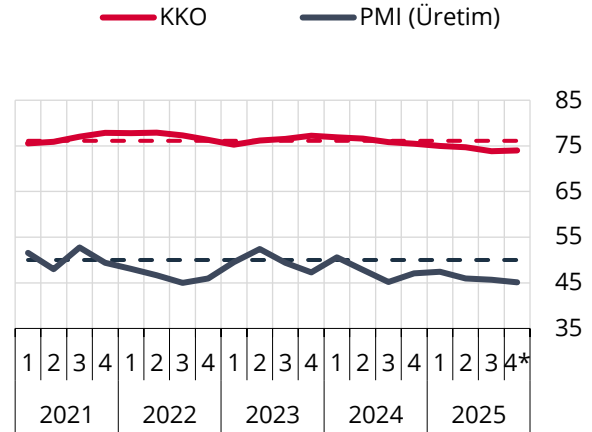


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ağustos 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, %)



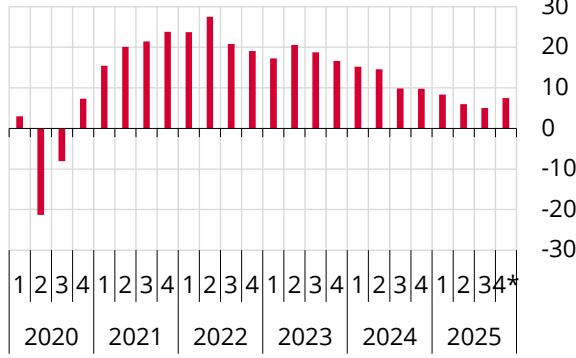
Kaynak: S&P, TCMB, TÜİK.

* Ekim ayı verisidir.

** Kesikli çizgiler KKO için 2007-2024 ortalaması, PMI için 50 eşik değeridir.

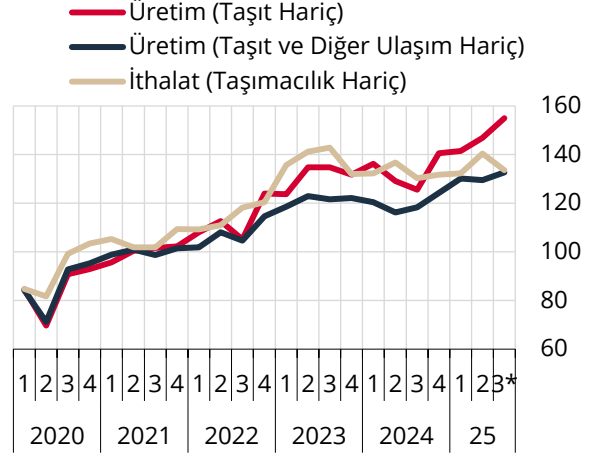
İmalat sanayi firmalarının yatırım beklentilerindeki gerileme ekim ayı itibarıyla yerini sınırlı bir iyileşmeye bırakmıştır. Firmaların yatırım eğiliminde, 2023 yılı ikinci yarısından itibaren gözlenen gerileme 2025 yılının üçüncü çeyreğinde de sürmüştür (Grafik 2.3.9). İkinci çeyrekte sınırlı bir yavaşlama kaydeden taşıt ve diğer ulaşım hariç sermaye malları üretiminde üçüncü çeyrekte artış izlenmiştir. Buna karşılık, taşımacılık araçları hariç sermaye malları ithalatı, çeyreklik bazda azalmıştır (Grafik 2.3.10). Öte yandan, ekim ayı itibarıyla İktisadi Yönelim Anketi verileri, yatırım beklentilerinde iki ay üst üste iyileşmeye işaret etmektedir.

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



Kaynak: TCMB.
* Ekim ayı verisidir.

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

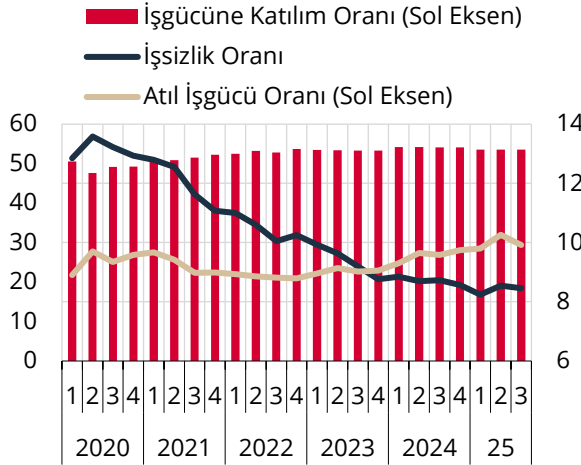


Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Ağustos ayı itibarıyla.

İşgücü Piyasası Gelişmeleri

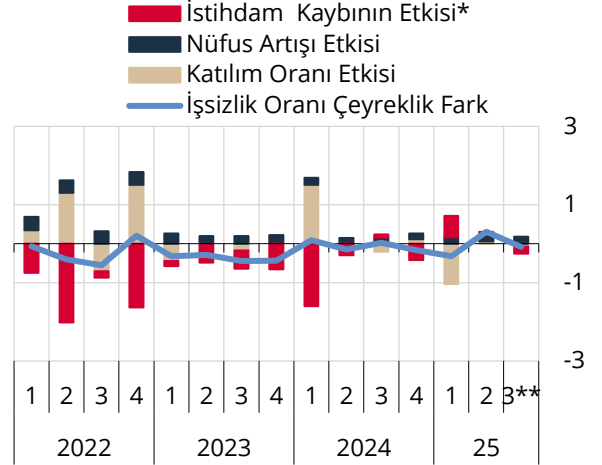
İstihdam yılın üçüncü çeyreğinde artış göstermiştir. Mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin ortalamalarına göre üçüncü çeyrekte istihdam yüzde 0,2 oranında (65 bin kişi) artmıştır (Grafik 2.3.15). Bu dönemde mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı çeyreklik bazda 0,1 puan gerilerken işgücüne katılım oranı yatay seyretilmiştir (Grafik 2.3.11). İşsizlik oranı üzerinde, nüfus artışın 0,18 puan artırıcı, istihdamdaki artışın 0,18 puan azaltıcı etkisi olmuştur (Grafik 2.3.12). Katılım oranı ise 0,08 puan azaltıcı etkiye bulunmuştur.

Grafik 2.3.11: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı* (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.
* Son çeyrek, aylık bazda yayımlanan verilerin ortalamasıdır.

Grafik 2.3.12: Toplam İşsizlik Oranı Değişimine Katkıları (Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)

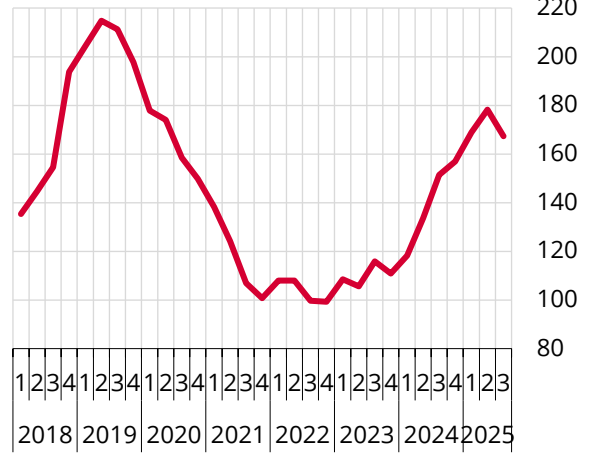


Kaynak: TCMB, TÜİK.
* İstihdam kaybı etkisinin eksi değer alması istihdam artışı olduğuna işaret etmektedir.
** Son çeyrek, aylık bazda yayımlanan verilerin ortalamasıdır.

İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğine kıyasla daha az sıkıdır. Üçüncü çeyrekte, işgücü piyasasının tamamlayıcı göstergelerinden olan atıl işgücü oranı çeyreklik olarak gerilemekle birlikte yüksek seviyesini korumuştur. Bu dönemde Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi (BİPE) zayıf seyrini sürdürürken Kariyer.net toplam iş ilanı başına başvuru sayısı bir miktar gerilemekle birlikte yüksek seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.13 ve Grafik 2.3.14). Bu çerçevede, işgücü piyasasının işsizlik oranının ima ettiği kadar sıkı olmadığı değerlendirilmektedir.

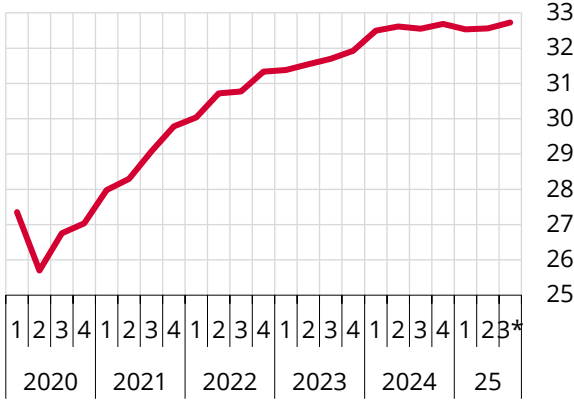
Grafik 2.3.13: Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi
(Standardize Edilmiş Değerler)

Kaynak: TCMB.

Grafik 2.3.14: Kariyer.net Toplam İlan Başına Başvuru Sayısı
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

Kaynak: Kariyer.net, TCMB.

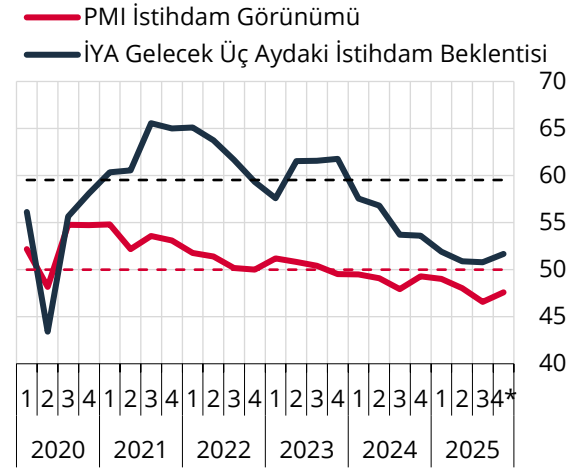
Anket göstergeleri, imalat sanayi firmalarının geleceğe yönelik istihdam beklentilerinde tarihsel ortalamasının altındaki seyrin devamına işaret etmektedir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, üçüncü çeyrekte firmaların istihdam beklentilerinin önceki çeyreğe göre gerileyerek tarihsel ortalamasının altında seyretmeye devam ettiğini göstermektedir (Grafik 2.3.16). Bununla birlikte ekim ayında istihdam beklentilerinin bir miktar iyileştiği izlenmektedir.

Grafik 2.3.15: Toplam İstihdam**
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)

Kaynak: TÜİK.

* Ağustos ayı itibarıyla.

** Son çeyrek, aylık bazda yayımlanan verilerin ortalamasıdır.

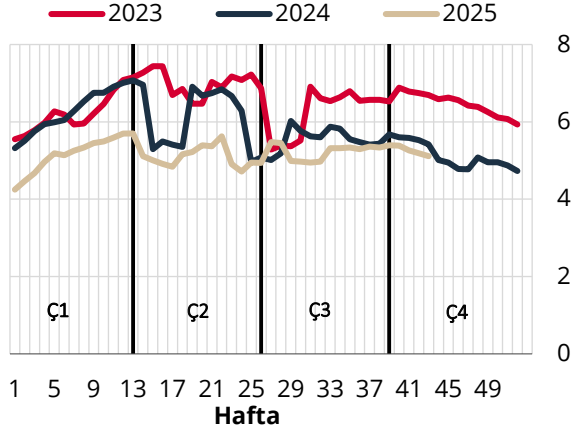
Grafik 2.3.16: Sanayi Sektöründe İstihdam Görünümü ve Beklentisi**
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak)

Kaynak: S&P Global, TCMB.

* Ekim ayı verisidir.

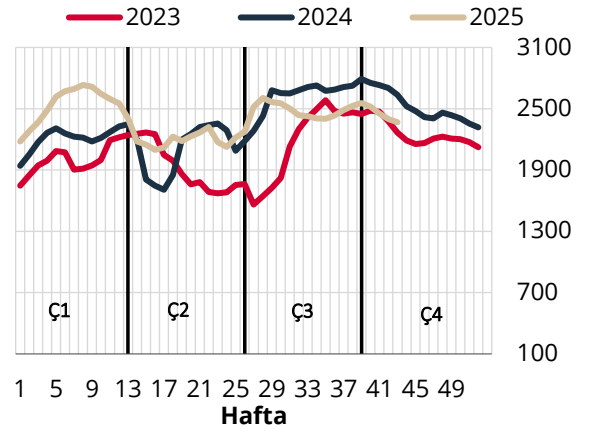
** İYA göstergesi PMİ ile uyumlu olarak nötr seviyesi 50 olacak şekilde ayarlanmıştır. Kesikli çizgiler İYA için 2011-2019 ortalaması, PMİ için 50 eşik değeridir.

Yüksek frekanslı veriler, önceki yıla kıyasla işgücü talebinin daha zayıf seyrettiğini, yılın ilk yarısında gücünü koruyan işgücü arzının ise ikinci yarı itibarıyla zayıfladığını ima etmektedir. Kariyer.net'ten alınan verilere göre, yeni iş ilanları ekim ayı itibarıyla geçen seneki seviyelerinin altında seyretmeye devam etmektedir (Grafik 2.3.17). Toplam iş başvuruları ise dördüncü çeyrek itibarıyla önceki yıl seviyesinin altında seyretmektedir (Grafik 2.3.18).

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

Kaynak: Kariyer.net.

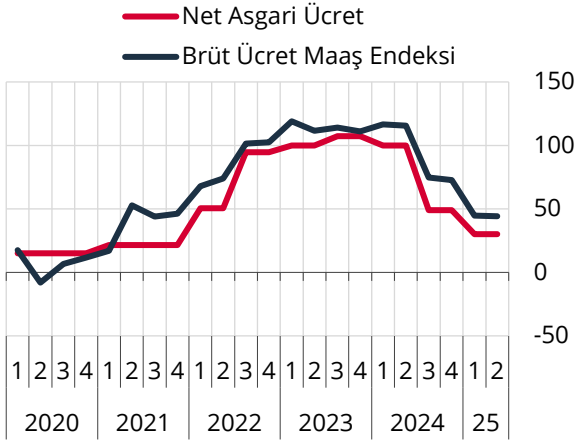
* Son gözlem 26 Ekim itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

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

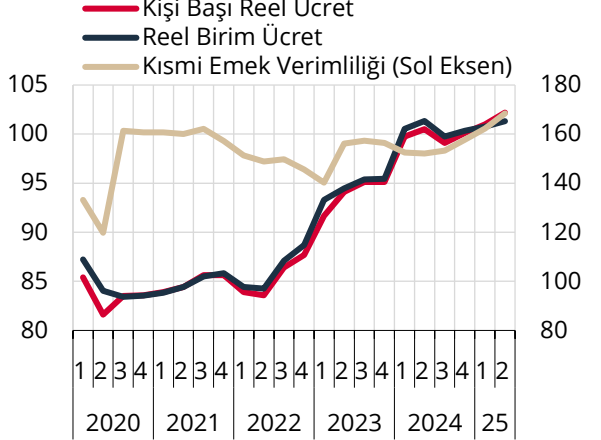
Kaynak: Kariyer.net.

* Son gözlem 26 Ekim itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

Tarım dışı nominal ücretlerdeki yıllık artış oranı yılın ikinci çeyreğinde yüzde 44,3 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.19). İkinci çeyrekte tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam) artmıştır. Kişi başı reel ücretlerin bu dönemde verimlilikteki artışa kıyasla daha yüksek bir artış kaydetmesiyle tarım dışı reel birim ücretler (kişi başı reel ücret/verimlilik) ikinci çeyrekte yükselmiştir (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.

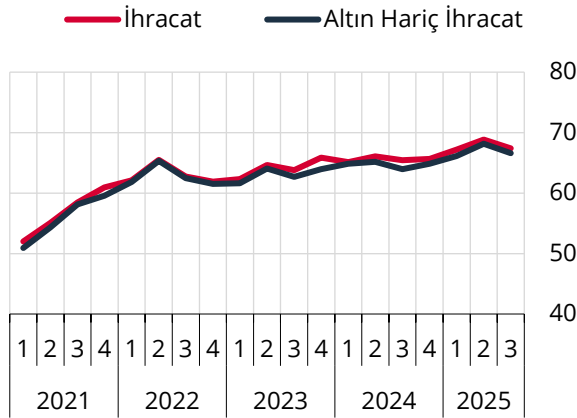
** Kişi başı reel ücret/verimlilik. Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

2025 yılının üçüncü çeyreğinde dış ticaret açığı gerilemiştir. Yılın ikinci çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak artış kaydeden ihracat, üçüncü çeyrekte paritede euro lehine devam eden seyre rağmen azalmıştır (Grafik 2.3.21). Yurt dışı talep bu dönemde ılımlı seyretmeye devam etmiştir. Bu doğrultuda ihracatta zayıflayan görünüm, ikinci çeyrekte ticaret belirsizlikleri nedeniyle küresel ölçekte öne çekilen talebin üçüncü çeyrekteki düzeltme sürecinin bir yansıması olarak değerlendirilmektedir. İhracattaki gerileme sektörler ve bölgeler geneline yayılmış niteliktedir. Kimya, eczacılık ve fabrikasyon metal ürünleri sektörleri ihracata pozitif katkı verirken, kalan sektörlerin önemli bölümü ihracata negatif katkı yapmıştır. Ticaret belirsizlikleri kaynaklı talepte öne çekilmenin daha belirgin gözlemlendiği ithalat tarafında ise üçüncü çeyrekteki gerileme ihracata kıyasla daha yüksek oranda gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.22). Bu dönemde altın ithalatındaki azalış ve enerji fiyatlarındaki düşük seyir de ithalattaki gerilemeye destek vermiştir. Mevsim ve

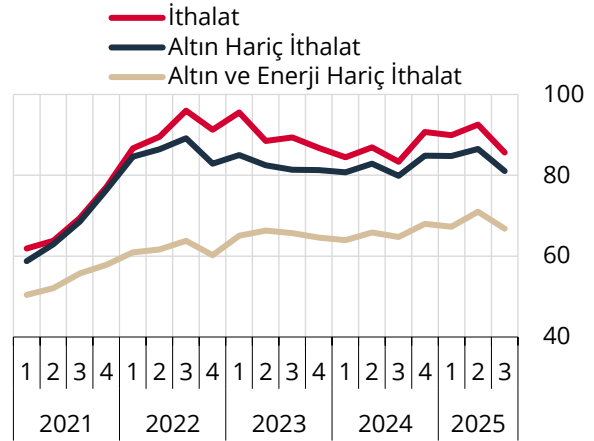
takvim etkilerinden arındırılmış olarak ithalatı tüm mal gruplarında gözlenen düşüş, ikinci çeyrekteki artışları telafi eder nitelikte olmuştur. Bu gelişmeler çerçevesinde, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığı gerek altın gerek enerji gerekse altın ve enerji hariç dış ticaret dengesindeki iyileşmenin etkisiyle üçüncü çeyrekte azalmıştır. Diğer taraftan, geçici dış ticaret verileri ekim ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak ihracattaki azalış ve ithalattaki artış ile birlikte dış ticaret açığında artışa işaret etmiştir. Bu dönemde, küresel altın fiyatlarındaki yükselişle desteklenen altın ithalatı da söz konusu artışa katkı vermiştir. Nitekim altın hariç bakıldığında dış ticaret açığındaki artış daha sınırlı olmuştur.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

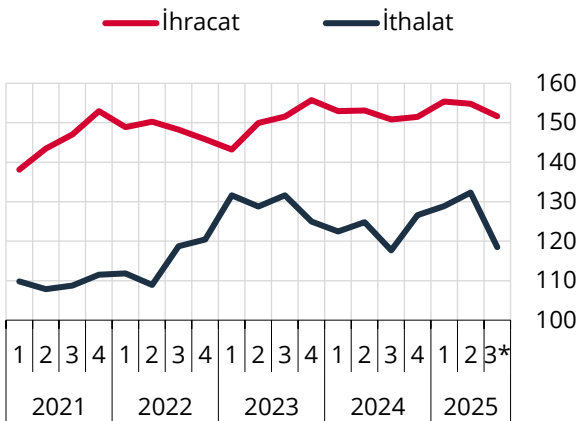
Grafik 2.3.22: İthalat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Küresel ticaret belirsizlikleriyle öne çekilen talep sonucu ikinci çeyrekte artan ithalat hacmi üçüncü çeyrekte gerilemiş, dış ticaret haddi ise yükselişini sürdürmüştür. Ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyreğe ilişkin dış ticaret miktar endeksleri, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak çeyreklik bazda ihracatta gerilemeye, ithalatta ise belirgin düşüşe işaret etmektedir (Grafik 2.3.23). İthalat miktarındaki düşüş alt gruplar geneline yayılırken, ikinci çeyrekte öne çekilen talebin etkisiyle en yüksek oranda artış kaydeden tüketim malları ithalat hacminde üçüncü çeyrekteki düzeltme belirgin olmuştur (Grafik 2.3.24). Öte yandan, dış ticaret haddindeki iyileşme üçüncü çeyrekte devam etmiştir (Grafik 2.3.25). İthalat fiyatları bu dönemde yatay seyrederken, ihracat fiyatları artışını sürdürmüştür. Paritedeki artış, euro cinsinden yapılan ticaretin ihracat içerisindeki payının ithalata kıyasla daha yüksek olması kaynaklı olarak dış ticaret haddindeki iyileşmenin temel belirleyicisi olmuştur. Bunun yanında küresel ticarete korumacılık önlemlerine dair belirsizliğin küresel büyüme görünümü üzerindeki olumsuz yansımaları nedeniyle düşük seyreden enerji fiyatları da dış ticaret haddindeki iyileşmeye destek vermektedir. Bu çerçevede, dış ticaret birim değer endekslerindeki gelişmeler, Rapor döneminde dış ticaret dengesini olumlu yönde etkilemiştir.

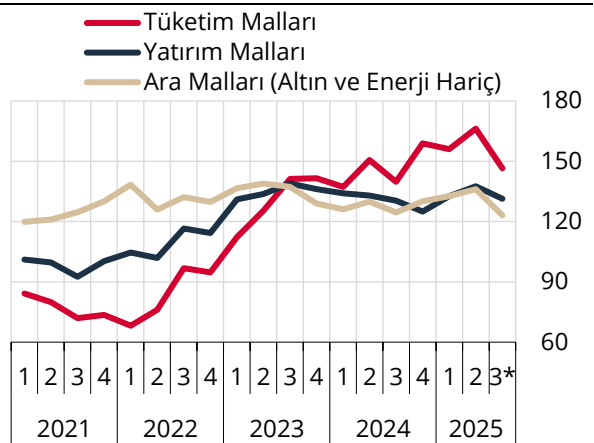
Grafik 2.3.23: Dış Ticaret Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TÜİK.

* Ağustos ayı itibarıyladır.

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

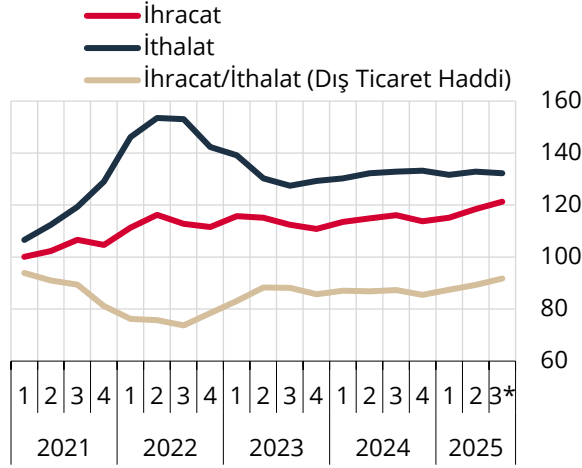


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ağustos ayı itibarıyladır.

Hizmetler dengesi fazlası üçüncü çeyrekte yatay seyretmiştir. Hizmet dengesinin sürükleyicisi niteliğindeki net seyahat gelirleri ağustos ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak önceki çeyreğe kıyasla sınırlı oranda artmış, net taşımacılık gelirleri ise mevcut seviyesini korumuştur (Grafik 2.3.26). Öncü veriler, eylül ayında net seyahat gelirlerindeki olumlu gidişatın süreceğine işaret etmektedir. Üçüncü çeyrekte gerek toplam ziyaretçi sayısının önceki senenin aynı döneminin üzerine çıkması, gerekse ortalama harcamalardaki artış turizm gelirlerindeki artışa katkı sağlamıştır.

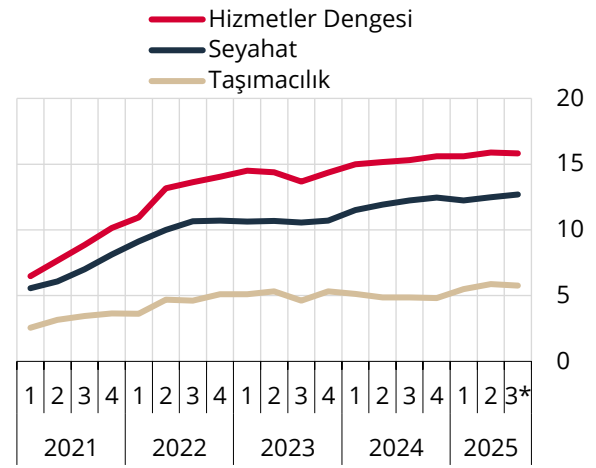
Grafik 2.3.25: Dış Ticaret Birim Değer Endeksleri (2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ağustos ayı itibarıyladır.

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



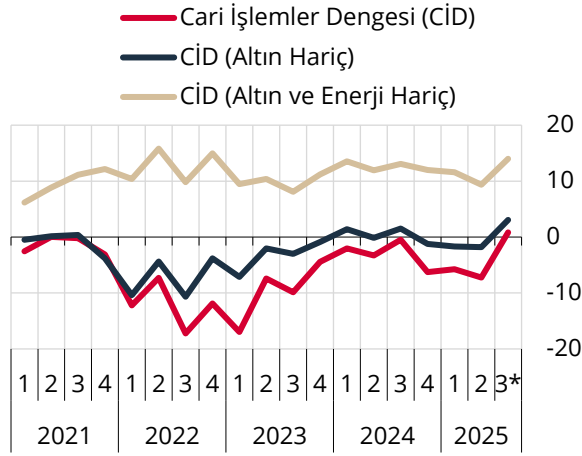
Kaynak: TCMB.

* Ağustos ayı itibarıyladır.

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

Cari açığı azaltmada mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış altın ve enerji hariç dış ticaret açığındaki azalışın yanında, enerji ile altın ticaret açığındaki gerileme de etkili olmuştur (Grafik 2.3.27). Birincil gelir dengesi ise bir önceki çeyreğe kıyasla kısmen iyileşme kaydetmiştir. Küresel ticaret politikalarındaki belirsizlik bir önceki Rapor dönemine kıyasla gerilemekle birlikte devam etmektedir. Karşılıklı tarife oranlarında yapılan değişiklikler, teknoloji içeriği yüksek kimi ürünlerde gümrük vergilerinde tanınan muafiyetler ve çeşitli stratejik alanlarda korumacılık önlemlerinin artırılmasına yönelik kararlar ile ülkelerin önümüzdeki dönemde oluşacak olan küresel ticaret dengesinde avantajlı konumlanabilmek adına müzakere süreçlerini halen devam ettirdiği izlenmektedir. Türkiye'nin yüzde 15 oranındaki gümrük tarife oranı ile görece konumunda bu dönemde bir değişim gözlenmemiştir. Küresel ticaret politikalarına ilişkin gelişmeler küresel büyüme görünümüne etkileri açısından yakından takip edilirken, küresel talep üzerindeki aşağı yönlü baskıların ağırlıklı olarak 2026 yılına sarkması beklenmektedir. Enerji fiyatlarının düşük seviyesi enerji ithalatını azaltma açısından destekleyici kalmaya devam etmektedir. Bununla birlikte, mevcut seviyenin tarihsel ortalamaların belirgin altında olması ve fiyatların jeopolitik gelişmelere duyarlılığı nedeniyle, cari denge açısından bu kanaldan halihazırda sağlanan olumlu katkının artması öngörülmemektedir. Öte yandan, eylül ve ekim aylarında küresel altın fiyatlarında gözlenen yükselişin altın talebini arttırdığı izlenmiştir. Altın fiyatı gelişmeleri ve altın ithalatının seyri cari işlemler dengesi açısından önem arz etmektedir. Finansal koşullardaki sıkılığın devamı ithalat üzerinde yurt içi talep kaynaklı baskıları sınırlamayı sürdürürken, TL'deki reel değerlenme eğilimi ithalat talebini destekleyici konumunu korumaktadır. Bu çerçevede, cari işlemler dengesi üzerindeki risklerin dengeli olduğu değerlendirilmektedir.

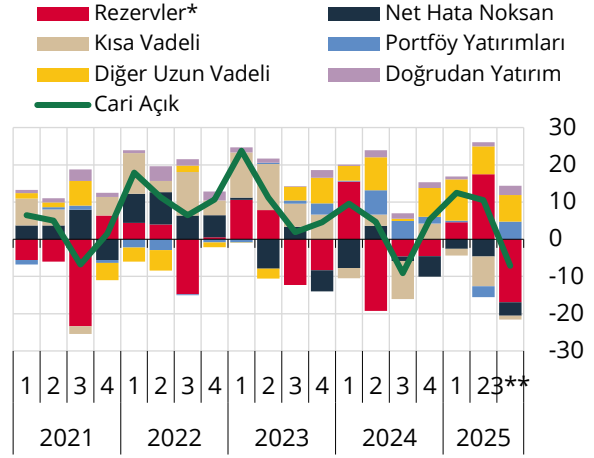
Grafik 2.3.27: Cari İşlemler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

* Ağustos ayı itibarıyladır.

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.

** Ağustos ayı itibarıyladır.

Üçüncü çeyrekte, mevsimsel etkilerle verilen cari fazla ve sermaye girişleri ile birlikte rezervler güçlü bir toparlanma kaydetmiştir. Ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve krediler kaynaklı net sermaye girişleri gözlenmiştir (Grafik 2.3.28). Yurt içi yerleşiklerin yurt dışındaki mevduatları ise azalmıştır. Net hata noksan kalemi negatif bakiye vermiştir. Cari dengedeki artış ile birlikte finansman tarafında fazla kaydedilmiştir. Bu çerçevede resmi rezervler artış göstermiş ve yılın ilk yarısındaki azalışın önemli bölümü telafi edilmiştir.

Kamu Maliyesi Gelişmeleri

2025 yılının ilk dokuz ayında, merkezi yönetim bütçesi 1217,3 milyar TL bütçe açığı ve 445,1 milyar TL faiz dışı fazla kaydetmiştir. Bu dönemde Hazine, finansman ihtiyacının karşılanmasında hem iç hem de dış borçlanmada net kullanıcı olmuştur. 2025 yılı eylül ayında merkezi yönetim borç stokunun milli gelire oranının yüzde 22,9; iç ve dış borç stokunun milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 13,4 ve yüzde 9,5 olduğu tahmin edilmektedir.

2025 yılının ilk dokuz ayında, bir önceki yılın aynı dönemine göre gelirler yüzde 48,0 oranında, harcamalar ise yüzde 42,8 oranında artış kaydetmiştir. Vergi gelirlerinin faiz dışı harcamaları karşılama oranı yüzde 90,6 olmuştur. Faiz dışı harcamalar içinde önemli bir paya sahip olan cari transferler ve personel giderlerinin ilk dokuz aydaki yıllık artış oranları sırasıyla yüzde 39,0 ve yüzde 36,5'tir. Görevlendirme giderleri kapsamında Elektrik Üretim A.Ş.'ye ve BOTAŞ'a aktarılan sırasıyla 147,2 milyar TL ve 134,5 milyar TL ile borç verme kapsamında T.C. Devlet Demiryolları'na aktarılan 73,4 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 yılın ilk dokuz ayında yüzde 91,6 oranında yüksek bir yıllık artış kaydetmiştir. Bu olumlu performansta ücret gelişmelerinin yanı sıra mevduatta stopaj oranlarının artırılmasının da etkili olduğu değerlendirilmektedir. Yılın ilk dokuz ayında, gerçekleşme/bütçe hedefi oranı yüzde 52,5 olan kurumlar vergisinin 2025 yılı bütçesine katkısı öngörülenin oldukça altında kalmıştır. İthalde alınan KDV başta olmak üzere diğer vergi kalemlerinin vergi gelirlerinin artışına katkısı ise görece sınırlı olmuştur. Diğer yandan yılın ilk dokuz ayında 17,0 milyar TL tutarında yeniden yapılandırma geliri ve 25,6 milyar TL tutarında özelleştirme geliri kaydedilmiştir.

2025 yılı eylül ayı itibarıyla, 12 ay birikimli bütçe açığı/GSYH oranının yüzde 4,0 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. 2025 yıl sonu için OVP gerçekleşme tahmini yüzde 3,6'dır (Mercek Altı 2.2). 12 ay birikimli gelirler, faiz dışı harcamaya ve faiz giderlerinin milli gelire oranlarının ise eylül ayı itibarıyla sırasıyla yüzde 20,5, yüzde 20,9 ve yüzde 3,6 olduğu tahmin edilmektedir.

2025 yılı eylül ayında hazine nakit dengesi 359,9 milyar TL açık vermiştir. Böylelikle yılın ilk dokuz ayında 1638,0 milyar TL nakit açığı kaydedilmiştir. Eylül ayı itibarıyla 12 ay birikimli nakit açığının milli gelire oranının yüzde 3,9 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

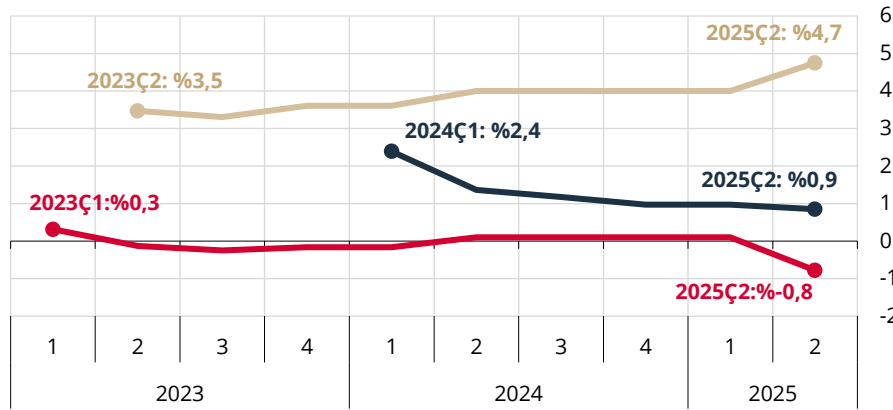
Mercek Altı

GSYH Revizyonları

TÜİK, 2025 yılı ikinci çeyrek GSYH verisinde geniş kapsamlı bir ana revizyon yapmıştır. Yapılan güncellemeler sonrasında GSYH serisinin seviyesindeki değişim sınırlı olmuş, 2022 ve 2023 için yıllık büyüme 0,1 puan aşağı; 2024 yılı için ise 0,1 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış eski ve yeni serilerde ise kısmi farklılıklar görülmektedir. Sanayi, inşaat ve hizmetler katma değerleri eski ve yeni seviyeleri arasındaki farklılıklar düşük düzeyde seyrederken, tarım katma değeri yeni seviyesi eski seviyesinin üzerinde, net vergi ve sübvansiyonların yeni seviyesi eski seviyesinin altındadır. Harcama tarafından bakıldığında, toplam yatırımlar, ihracat ve ithalatta eski ve yeni seri arasındaki seviye farklılığı daha düşükken, özel tüketim, kamu tüketimi ve stoklar için eski ve yeni seriler arasındaki farklılıklar daha büyüktür. Revizyonla, özel tüketim ve kamu tüketiminde aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. Yeni stok serisi ise yapılan yukarı yönlü güncelleme sonrasında daha az negatif bir stok seviyesine işaret etmektedir.

GSYH çeyreklik büyümesinde geriye dönük önemli ölçüde güncellemeler yapılması, iktisadi faaliyetin gücüne ilişkin değerlendirmelerin üzerinde geriye dönük belirsizlikler oluşturmaktadır. Örneğin, 2024 yılı ilk çeyrek verisi ilk açıklandığında yüzde 2,4 ile potansiyel üzerinde bir büyüme ima etmiştir. Ancak, revizyonlar sonrasında en son veride 2024 yılı ilk çeyrek verisi yüzde 0,9'a güncellenerek daha ılımlı bir büyüme görünümüne işaret etmiştir (Grafik 1).

Grafik 1: Çeyreklik GSYH Büyüme Oranları* (%)

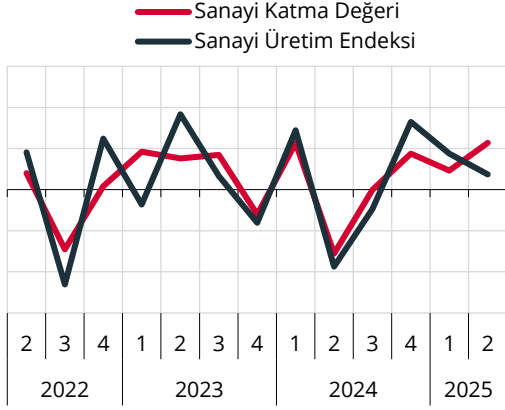


Kaynak: TÜİK.

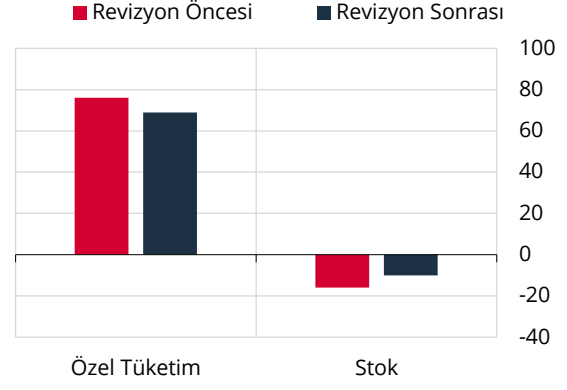
* Çizgilerin başlangıcı, ilgili çeyrek için veri açıklandığı dönemdeki çeyreklik büyümeleri gösterirken son değerleri en güncel verilerle çeyreklik büyümelerdir.

Kısa dönemli iş istatistikleri ile GSYH alt kalemleri arasında yakın bir ilişki olması beklenmekle birlikte katma değer ve üretim göstergeleri arasındaki en yüksek korelasyonun gözlemlendiği sektör olarak sanayi sektörü ön plana çıkmaktadır. Ancak, revizyon sonrası dikkat çeken diğer konulardan biri de sanayi üretim endeksi ile sanayi katma değeri çeyreklik büyümeleri arasındaki ayrışmadır. İkinci çeyrekte sanayi üretim endeksi çeyreklik büyümede yavaşlamaya işaret ederken, açıklanan GSYH verisine göre sanayi katma değeri çeyreklik büyümesi hızlanmıştır (Grafik 2).

Son olarak revizyon sonrasında GSYH alt kalemlerinin toplam içindeki paylarında eski ve yeni seriler arasında farklılıklar gerçekleşmiştir. Üretim tarafından alt kalemlerin toplam içindeki paylarında önemli değişiklikler görülmezken, harcamalar tarafında yeni seride eski seriye kıyasla, özel tüketim harcamalarının GSYH içindeki payı daha düşük, stokların payı ise daha az negatif ölçülmektedir. Örneğin, özel tüketimin 2024 yılındaki payı eski seride yüzde 76 olarak ölçülürken, bu oran yeni seride yüzde 69 olarak ölçülmektedir (Grafik 3).

Grafik 2: Sanayi Katma Değeri ve Sanayi Üretimi (Çeyreklik % Değer)

Kaynak: TÜİK.

Grafik 3: GSYH İçindeki Paylar (% , 2024)

Kaynak: TÜİK.

Mercek Altı 2.2

Orta Vadeli Program Çerçevesinde Maliye Politikası Duruşu

2026-2028 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program, OVP (2026-2028), 7 Eylül 2025 tarihinde mükerrer Resmî Gazete’de yayımlanmıştır. Programda, önümüzdeki üç yıllık dönemde mali disiplin ilkesinden taviz verilmeyeceği ifade edilirken enflasyonla mücadele kapsamında para, maliye ve gelirler politikalarının eşgüdüm içerisinde ve hedef odaklı bir şekilde uygulanmasının sürdürüleceği belirtilmiştir. Bu bağlamda, gelirler politikasının fiyat istikrarı ve beklenti yönetimi dikkate alınarak gelir dağılımına duyarlılık gözetilecek şekilde uygulanmaya devam edileceği, yönetilen/yönlendirilen fiyatların ise enflasyon hedefleriyle uyumlu belirleneceği ifadeleri yer almaktadır.

Programda bütçe dengesi ve faiz dışı bütçe dengesine ilişkin göstergelerde iyileşme sağlanacağı bir çerçeve esas alınmıştır (Tablo 1). Harcama/GSYH oranının program dönemi boyunca azalma eğilimi göstererek 2028 yılı sonunda yüzde 24’ün altına inmesi hedeflenmekte ve bu iyileşmenin faiz dışı harcama kaynaklı olacağı öngörülmektedir (Tablo 1). Gelirlerin milli gelire oranının ise program dönemi boyunca yüzde 21,0 dolaylarında istikrarlı bir görünüm sergilerken, vergi gelirlerinin de benzer şekilde yüzde 18’ler civarında seyretmesi hedeflenmektedir. Mali uyumun vergi artışlarından ziyade faiz dışı harcamaların azaltılması yoluyla sağlanacak olması enflasyon ile mücadele kapsamında para ve maliye politikalarının koordinasyonu açısından önem arz etmektedir.

Tablo 1: Merkezi Yönetim Bütçesi (% GSYH)

	2024	2025 (GT)	2026 (P)	2027 (P)	2028 (P)
Harcamalar	24,2	23,6	24,5	24,0	23,8
Faiz Hariç Harcamalar	21,3	20,3	21,0	20,6	20,5
Faiz Giderleri	2,8	3,3	3,5	3,4	3,3
Gelirler	19,5	20,0	21,0	21,0	21,0
Genel Bütçe Vergi Gelirleri	16,4	17,3	17,8	17,9	18,0
Diğer Gelirler	3,1	2,8	3,1	3,0	2,9
Bütçe Dengesi	-4,7	-3,6	-3,5	-3,1	-2,8
Deprem Harcamaları¹	1,7	0,8	0,8	0,4	0,3
Bütçe Dengesi (Deprem Harcamaları Hariç)¹	-3,0	-2,8	-2,7	-2,7	-2,5
Faiz Dışı Denge	-1,9	-0,3	0,0	0,3	0,5
AB Tanımlı Genel Devlet Borç Stoku	24,0	24,6	24,7	24,7	24,2

Kaynak: OVP (2026-2028), Yazarların hesaplamaları.

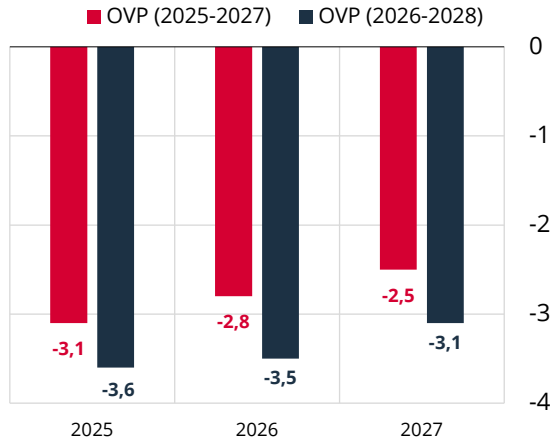
GT: Gerçekleşme Tahmini P: Program

¹ OVP (2026-2028)’de yer alan deprem harcama tutarları kullanılarak yazarlar tarafından hesaplanmıştır.

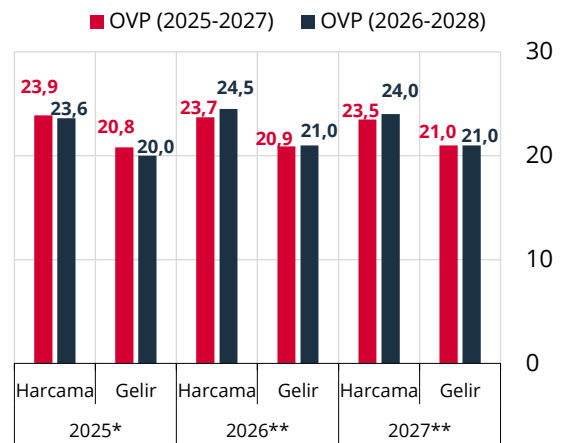
2025 yılı için bütçe açığı/GSYH oranı gerçekleşme tahmini bir önceki programda yer alan hedefe göre 0,5 puan yukarı yönlü revize edilerek yüzde 3,6 olarak verilmiştir (Grafik 1). Söz konusu revizyon vergi gelirleri kaynaklı olup, bunda ekonomik büyümenin hedefin altında kalacağı öngörüsü de etkili olmuştur (Grafik 2).

OVP oluşturulurken 2025-2028 döneminde bütçe açıklarının kademeli olarak azaldığı; faiz dışı dengenin ise 2026 yılında sağlanıp sonrasında fazla verdiği bir çerçeve esas alınmıştır. Bütçe açığının milli gelire oranı yüksek tutarlı deprem harcamalarının etkisiyle 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla yüzde 5,1 ve yüzde 4,7 olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılında bütçe açığı/GSYH oranının 1,1 puanlık bir iyileşme sağlanarak yüzde 3,6 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir. Takip eden dönemde ise bu eğilimin devam etmesi ve 2028 yılı sonunda bütçe açığı/GSYH oranının yüzde 3'ün altına inmesi beklenmektedir (Tablo 1). AB tanımlı genel devlet borç stoku/GSYH oranının 2028 yılı sonunda yüzde 24,2 olarak gerçekleşmesi hedeflenmektedir. 2025 yılında bütçe açığı/GSYH oranının 1,1 puanlık bir iyileşme sağlanarak yüzde 3,6 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir. Takip eden dönemde ise bu eğilimin devam etmesi ve 2028 yılı sonunda bütçe açığı/GSYH oranının yüzde 3'ün altına inmesi beklenmektedir (Tablo 1). AB tanımlı genel devlet borç stoku/GSYH oranının 2028 yılı sonunda yüzde 24,2 olarak gerçekleşmesi hedeflenmektedir.

Grafik 1: Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi Öngörülleri (% GSYH)



Grafik 2: Merkezi Yönetim Harcama ve Gelir Öngörülleri (% GSYH)



* OVP (2025-2027) değerleri hedef, OVP (2026-2028) gerçekleşme tahminidir.

** OVP (2025-2027) ve OVP (2026-2028) için hedeftir.

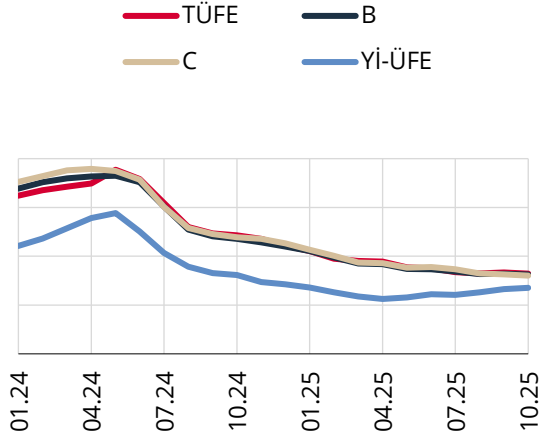
Deprem harcamalarının milli gelire oranındaki azalma eğiliminin program döneminde devam edeceği öngörülmektedir. 2023 yılı bütçesinde deprem harcamalarının milli gelire oranı yüzde 3,5 iken, 2024 yılında yüzde 1,7'ye gerilemiştir. 2025 ve 2026 yıllarında bu oranin yüzde 0,8 olarak gerçekleşmesi, 2027 ve 2028 yıllarında ise azalmaya devam ederek sırasıyla yüzde 0,4 ve yüzde 0,3 olması beklenmektedir. Bu gelişmeler doğrultusunda, 2024 yılında yüzde 3,0 olarak gerçekleşen deprem hariç bütçe açığının milli gelire oranının 2025 yılında yüzde 3'ün altına ineceği, 2028 yılında da yüzde 2,5'e gerileyeceği tahmin edilmektedir (Tablo 1).

Dezenflasyon sürecinin başarısı için para ve maliye politikalarının eşgüdüm içerisinde olması önem taşımaktadır. 2026-2028 döneminde bütçe dengelerinde öngörülen iyileşmenin vergi gelirlerindeki artıştan ziyade faiz dışı harcamalardaki azalışla sağlandığı bir çerçevede programlanması, enflasyon ile mücadele kapsamında maliye politikasının destekleyici olacağına işaret etmektedir.

2.4 Enflasyon

Tüketici enflasyonu ekim ayında yüzde 32,9'a gerilemiş ve bir önceki Rapor'da sunulan tahmin aralığının üst bandının üzerinde gerçekleşmiştir. 2024 yılı haziran ayında başlayan dezenflasyon süreci yavaşlamakla beraber devam etmektedir (Grafik 2.4.1). Uluslararası enerji emtia fiyatları Rapor döneminde gerilerken enerji dışı grupta endüstriyel ve değerli metaller öncülüğünde artış izlenmiştir. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasına yakın seyretmiş, haziran ayında önemli ölçüde yükselen küresel ve Çin'e yönelik taşımacılık endeksleri ilerleyen aylarda gerilemiştir. Küresel arz yönlü unsurlardaki bu ılımlı seyre karşın, yurt içinde 2025 yılına ait bitkisel üretim tahminleri kuraklık ve don gibi arz yönlü unsurların etkisiyle aşağı yönlü revize edilerek, tarım ve gıda ürünlerinin arzına yönelik belirginleşen olumsuz seyre işaret etmiştir. Mevcut Rapor döneminde nominal döviz kuru sepetindeki artış oranı bir önceki döneme kıyasla daha sınırlı olmuştur. Üçüncü çeyreğe dair veriler nihai yurt içi talepteki zayıf seyrin devam ettiğine ve talep koşullarının dezenflasyonist düzeyde olduğuna işaret etmiştir. Diğer taraftan, Rapor döneminde gıda fiyatları üzerinde kuraklık ve don gibi arz yönlü unsurların etkisi belirgin olarak hissedilmiştir (Mercek Altı 2.3). Üretici fiyat artışı ekim ayında önceki aylara kıyasla yavaşlamış, yıllık enflasyon yüzde 27,0 olmuştur. Son üç ayda tüketici fiyatlarındaki gelişmeler alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık enflasyona gıda grubu artış yönünde katkı vermiş, diğer alt ana grupların katkısı ise enflasyonu düşürücü yönde olmuştur (Grafik 2.4.2). Hizmet yıllık enflasyonu gerilemekle beraber yüksek seyretmeye devam etmiştir. Hizmet grubunda üçüncü çeyrekte okula dönüş etkisi belirgin olmuş, zamana bağlı fiyat belirleme ve geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi yüksek olan kalemlerdeki gelişmeler öne çıkmıştır.

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

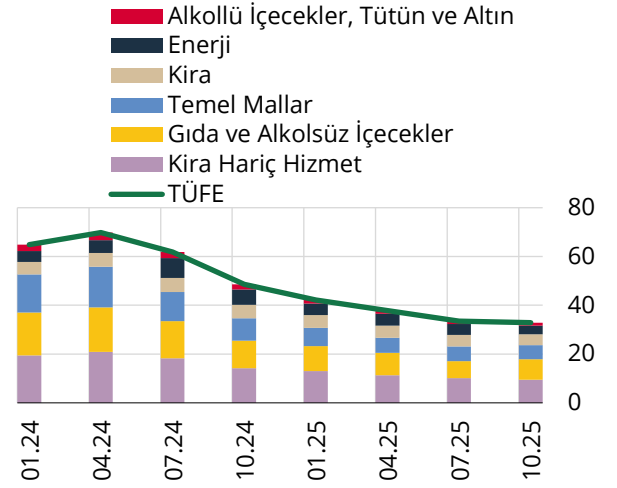


Kaynak: TÜİK.

* 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)

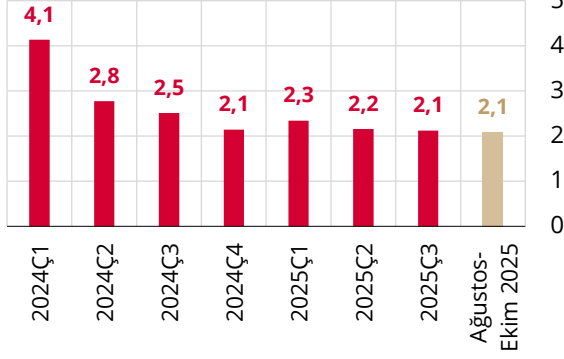


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Ana eğilim göstergeleri dezenflasyon sürecinin yavaşladığına işaret etmektedir. Ana eğilime ilişkin olarak takip edilen göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik ortalaması ikinci çeyrekteki yüzde 2,2'den üçüncü çeyrekte yüzde 2,1'e gerilemiş, son üç aylık dönemde ise yüzde 2,1 oranında yatay seyretmiştir (Grafik 2.4.3). Altı göstergenin son üç ay ortalamasının yıllıklandırılmış eğilimin yüzde 28 seviyelerinde, tahmin performansı görece daha iyi olan medyan enflasyonun yıllıklandırılmış ana eğilimin yüzde 27 civarında seyredeceğine işaret etmesi dezenflasyon sürecinin yavaşladığını ima etmektedir (Grafik 2.4.4). Öte yandan, tasarımı gereği daha uzun vadeye yönelik olan ve tek seferlik etkileri dışlayan trend enflasyon göstergesi, sınırlı da olsa bir gerileme eğilimi sergilemektedir. (Grafik 2.4.5).

Grafik 2.4.3: Ana Eğilim Göstergeleri*

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, Çeyreklik Ortalama)

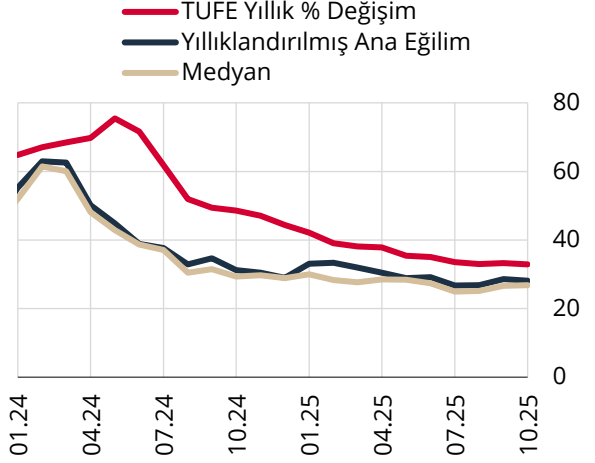


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Mevsimsellikten arındırılmış B, C, SATRIM, Medyan, oynak kalemleri dışlayan (VOLX) ve dinamik faktör (DFM) göstergelerinin çeyreklik ortalaması.

Grafik 2.4.4: TÜFE, Medyan ve Ana Eğilim*

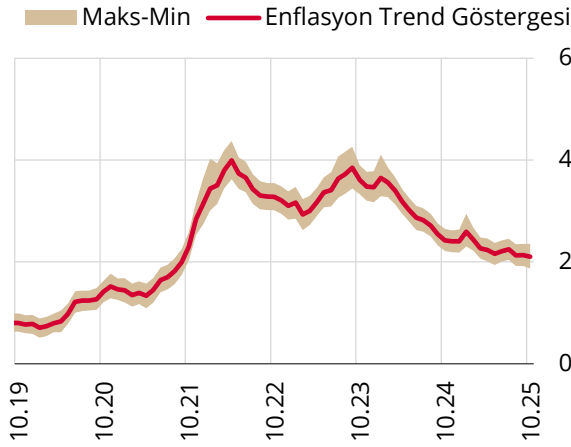
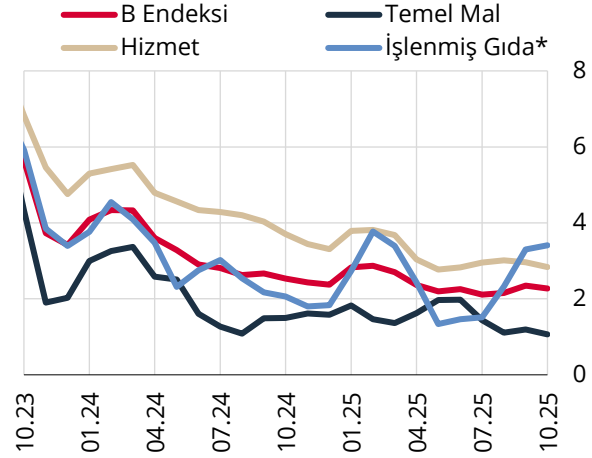
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Yıllıklandırılmış ana eğilim olarak mevsimsellikten arındırılmış B, C, SATRIM, Medyan, oynak kalemleri dışlayan, dinamik faktör modeli olmak üzere 6 farklı göstergenin 3 aylık ortalamasının yıllıklandırılmış değeri kullanılmıştır. Medyan için de aylık değişimlerin 3 aylık ortalamasının yıllıklandırılmış değeri kullanılmıştır.

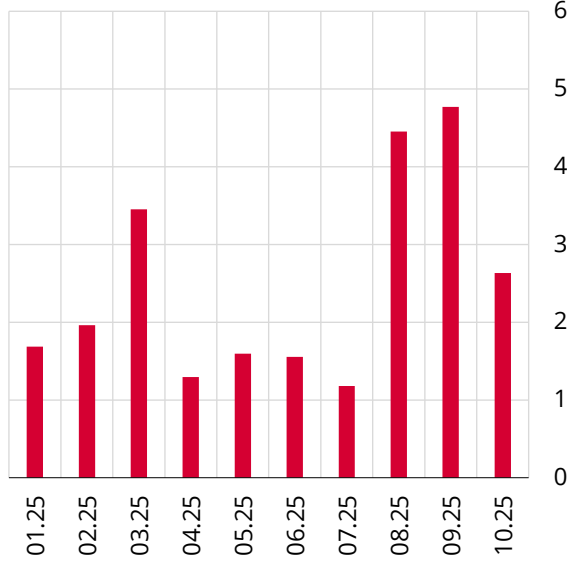
Fiyat artışları mevcut Rapor döneminde B endeksini oluşturan gruplardan temel mallarda zayıflarken hizmetlerde güçlü seyretmeye devam etmiş, işlenmiş gıdada ise yükselmiştir (Grafik 2.4.6). Temel mallarda fiyat artışı diğer grupların altında kalmaya devam etmiştir. Dayanıklı mal grubu fiyatlarının artışı bir önceki döneme kıyasla yavaşlarsa da gerilemenin boyutu nispeten sınırlı olmuştur. Bu dönemde beyaz eşya sektöründeki fiyat artışları ön planda olmuş, bunu otomobil sektörü izlemiştir. Otomobil fiyat artışlarında kısmen de olsa özel tüketim vergisi düzenlemesine bağlı gelişmelerin etkisi hissedilmiştir. Otomobillerde kasım ayı sonunda yürürlüğe girecek olan gümrük vergisi düzenlemesinin etkisinin ise markalar arası stratejik fiyatlamalar olmadıkça, sınırlı olması beklenmektedir. Bu dönemde, hizmet grubu fiyat artışı güçlü seyretilmiş, en yüksek fiyat artışı geçmişe endeksleme eğilimi güçlü eğitim ve kira kalemlerinde gözlenmeye devam etmiştir. Kira aylık enflasyonunun sözleşme yenileme oranlarının yüksek seyrettiği mevcut Rapor döneminde zayıflaması olumlu bir gelişme olmakla beraber, yıllık kira enflasyonu öngörülene kıyasla dirençli bir seyir izlemiştir. Eylül ayında hizmet enflasyonu üzerinde okula dönüş etkisi belirgin olmuştur. Eğitim hizmetleri üniversite ücretlerine istinaden yüksek oranda artarken, okul servis ücretleri ulaştırma hizmetlerini, okul yurt ücretleri ise lokanta-otel grubunda konaklama hizmetleri fiyatlarını yukarı çekmiştir. Kreş ücretlerindeki artışlar ise diğer hizmetler kalemine yansımıştır. Okula dönüş etkisinin eylül ayında aylık tüketici enflasyonuna katkısı yaklaşık 0,7 puan olmuştur. İşlenmiş gıda grubu fiyatları üzerinde temelde olumsuz hava koşullarının etkisi hissedilmiş, grup enflasyonu ekmek-tahıllar başta olmak üzere grup geneline yayılan fiyat artışlarına bağlı olarak önceki çeyreğe kıyasla belirgin oranda güçlenmiştir (Mercek Altı 2.3).

Grafik 2.4.5: Çok Değişkenli Trend Enflasyon Göstergesi* (%)**Grafik 2.4.6: B Endeksi ve Bileşenleri**
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)

Yurt içi enerji enflasyonu Rapor döneminde görece ılımlı bir seyir izlemiştir. Enerji fiyatlarında son üç aylık dönemdeki artış yüzde 3,2 olmuş, bu gelişmede şebeke suyu, tüp gaz ve katı yakıt fiyatları öne çıkmıştır. Küresel enerji emtia fiyatları mevcut Rapor döneminde gerilemiştir. Jeopolitik gelişmeler sonucu haziran ayında yükselerek ortalamada 71 ABD dolarına ulaşan Brent tipi ham petrol fiyatı temmuz ayında da bu seviyelerde seyrettikten sonra kademeli olarak gerileyerek ekim ayında ortalamada 65 ABD doları olmuş ve kasım ayının ilk haftasında da yaklaşık bu seviyeler korunmuştur. Son üç aylık dönemde sepet kurdaki artış önceki üç aya kıyasla sınırlı olmuş, böylece yurt içi akaryakıt fiyatları bu dönemde görece ılımlı seyretilmiştir.

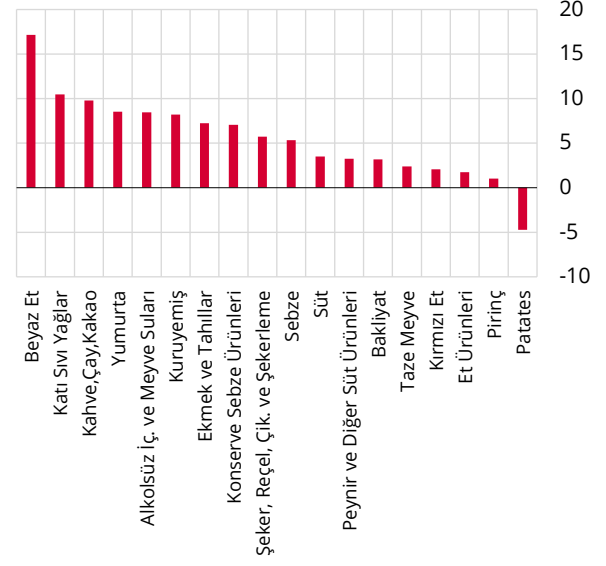
Gıda ve alkolsüz içecekler grubunda fiyatların mevcut Rapor döneminde hızlanmasıyla, bu grubun dezenflasyon sürecine verdiği katkı tersine dönmüştür (Grafik 2.4.7). Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu mevcut Rapor döneminde 6,9 puan artarak ekim ayı itibarıyla yüzde 34,9 olmuştur. Bu dönemde, işlenmemiş gıda grubunda bir süredir devam eden destekleyici seyir tersine dönerken işlenmiş gıdada fiyat artışları da güçlenmiştir. Böylelikle yıllık enflasyon ekim ayı itibarıyla işlenmemiş ve işlenmiş gıdada yüzde 34,7 oranında gerçekleşmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle önceki dönemlerde ılımlı seyreden gıda fiyatları üzerinde olumsuz seyreden hava koşulları (zirai don, kuraklık), bazı tarımsal alım fiyatları ile arz kaynaklı sorunların etkileri öne çıkmış ve fiyat artışları son üç aylık dönemde önemli ölçüde yükselmiştir (Grafik 2.4.7). Gıda fiyatlarında gözlenen söz konusu hızlanma tüketici enflasyonunda daha olumlu bir seyir izlenmesini engelleyen unsurların başında gelmektedir. Üçüncü çeyrekte grup genelinde (patates hariç) fiyatlar tarihsel ortalamalarının üzerinde artış kaydetmiştir (Grafik 2.4.8). Öne çıkan beyaz et grubunda, tavuk eti fiyatlarında düşük arzın yanı sıra mevsimsel talep artışının etkilerinin hissedildiği değerlendirilmektedir. İhracat gelişmeleri ve okula dönüş etkisiyle birlikte artan dönemsel talebinin yanı sıra sınırlı olmakla birlikte sonbahar ile birlikte ortaya çıkan bölgesel kuş gribi vakalarının etkileri yumurta fiyatları üzerinde baskı yaratmıştır. Kuraklık kaynaklı yurt içi rekolte düşüklüğü, artan küresel fiyatlar ve çiğ süt fiyat artışı kaynaklı etkiler katı sıvı-yağ grubu fiyatlarında etkili olmuştur. Kahve-çay kakao grubu ile alkolsüz içecekler grubunda artan çay fiyatlarının etkisi öne çıkmıştır. Bu dönemde, kuruyemiş fiyatları zirai don, kuraklık ve aşırı sıcaklar nedeniyle tarihsel ortalamalarının üzerinde bir oranda artmaya devam etmiştir. Rekolteedeki düşüş ve alım fiyatlarının etkilediği buğday fiyatları ekmek-tahıl ürünleri üzerinde baskı yaratmıştır. Zirai dondan oldukça fazla etkilenen meyve grubunda fiyatların üç çeyrek boyunca eğiliminin üzerinde kalmaya devam ettiği görülmüştür (Grafik 2.4.8). TÜİK tarafından açıklanan ikinci bitkisel üretim tahminleri gerek zirai don hadisesi gerekse artan sıcaklıklara bağlı olarak meyve, tahıl ürünleri, bazı yağlı tohum ve baklagiller ile sert kabuklu yemişlerde güncel rekolte kayıplarında artışa işaret etmektedir (Mercek Altı 2.3). Özetle, olumsuz hava koşulları ve arz yönlü unsurlar neticesinde gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskılar artmıştır.

Grafik 2.4.7: Gıda Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 2.4.8: Gıda Alt Kalemleri Fiyatları* (2025Ç3 % Değişiminin Tarihsel Ortalamasından Sapması, Sıralanmış)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

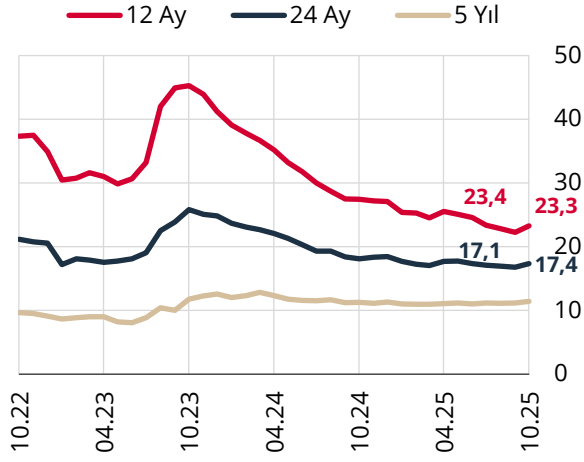
* Gıda alt kalemleri bazında, 2025Ç3 çeyreklik yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021 üçüncü çeyreği dönemi) farkı.

Son üç aylık dönemde alkollü içecek ve tütün ürünleri fiyatları yüzde 8,6 oranında artmıştır. Bu gelişmede temmuz ayında tütün ürünleri ÖTV oranında yapılan otomatik maktu vergi artışı ve bunu izleyen üretici firma fiyat ayarlamalarının ağustos ayına sarkması etkili olmuştur. Tütün ürünleri fiyatlarında ekim ayında da üretici firma kaynaklı olarak yüzde 2,7 oranında artış izlenmiştir. Bu gelişmelerle, ekim ayı itibarıyla alkollü içecekler ve tütün grubunda yıllık enflasyon yüzde 27,6 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Enflasyonun Belirleyicileri

Enflasyon beklentilerindeki gerileme eğilimi kesintiye uğramıştır. Piyasa Katılımcıları Anketi ekim ayı verilerine göre, bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentisi 0,1 puan azalırken 24 ay sonrasına ilişkin beklenti 0,3 puan artmıştır. 5 yıl sonrasına ilişkin beklentide ise belirgin bir değişiklik gözlenmemiştir (Grafik 2.4.9). Diğer yandan, 2025 ve 2026 yıl sonlarına ilişkin enflasyon beklentileri sırasıyla yüzde 31,8 ve yüzde 22,1 seviyelerine yükselmiş ve Enflasyon Raporu'nda verilen ara hedeflerin üzerinde değerler almıştır. Reel kesimin 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerindeki düşüş mevcut Rapor döneminde devam ederken, hanehalkının beklentisinde ise bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla kayda değer bir değişim gözlenmemiştir (Grafik 2.4.10).

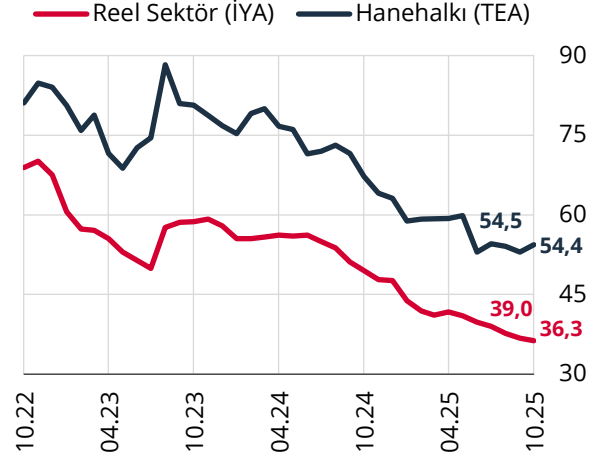
Grafik 2.4.9: Piyasa Katılımcıları Anketi
Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (%)



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, %)

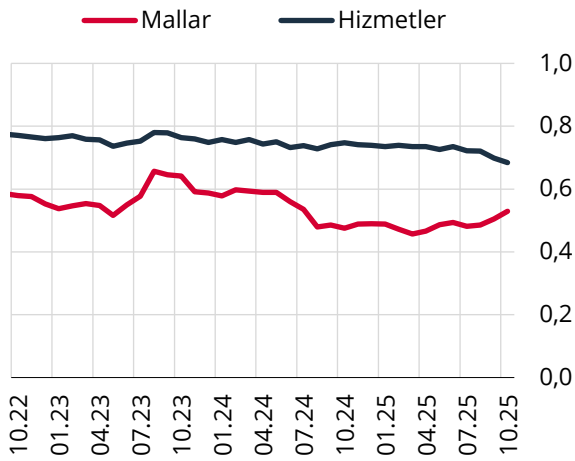


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyon beklentileri, reel sektör için İktisadi Yönelim Anketi'nden, hanehalkı için ise Tüketici Eğilim Anketi'nden elde edilmiştir.

Başta gıda olmak üzere son dönem fiyat gelişmelerinin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları kanalıyla dezenflasyon süreci üzerinde oluşturduğu riskler belirginleşmiştir. Mevsimsel düzeltilmiş veriler üç aylık hareketli ortalamalarla incelendiğinde, mal sektörü yayılım endeksinde temelde gıda grubu kaynaklı bir miktar yükseliş gözlenmiştir. Hizmetler sektöründe ise hafif gerileme olmakla birlikte yüksek seviye korunmuştur (Grafik 2.4.11). Fiyatlama davranışlarına ilişkin bilgi vermek amacıyla 5'li düzeydeki kalemlerin aylık fiyat değişimlerinin dağılımları incelenmiştir. 2025 yılı ekim ayı dağılımının sola kaymakla birlikte uç değer olarak nitelendirilebilecek fiyat artışlarının devam etmesi, fiyatlama davranışlarının dezenflasyon süreci üzerinde risk unsuru olmayı sürdürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 2.4.12).

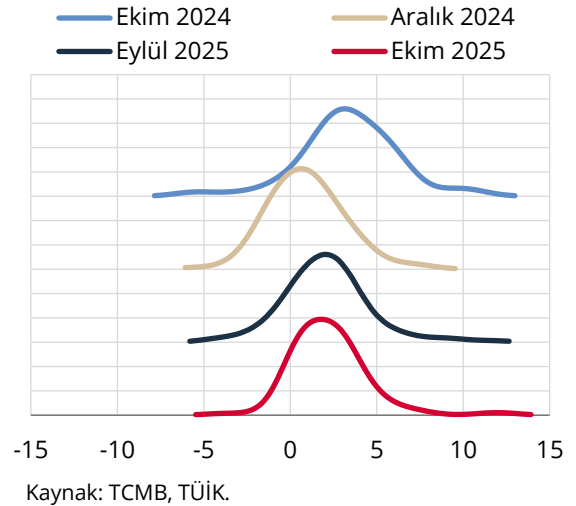
Grafik 2.4.11: Yayılım Endeksleri*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Hareketli Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

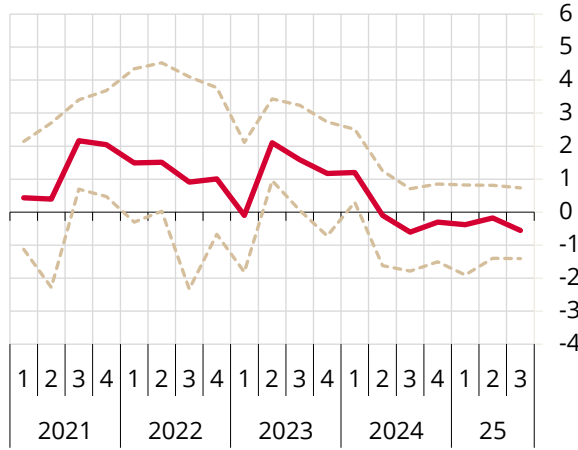
Grafik 2.4.12: TÜFE Aylık Enflasyon Dağılımı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 5'li Düzey, Taze Meyve ve Sebze, Enerji, Alkol ve Tütün Kalemleri Hariç TÜFE)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Yakın döneme ilişkin veriler, talep koşullarının dezenflasyonist düzeyde olduğunu göstermektedir. 2025 yılı ikinci çeyreğinde potansiyelinin üzerinde gerçekleşen büyümenin üçüncü çeyrekte bir miktar yavaşladığı tahmin edilmektedir. Nitekim sanayi ve hizmet üretimi dönemlik bazda yataya yakın seyrederken (Grafik 2.3.7), öncü göstergelerden kapasite kullanım oranı tarihsel ortalamasının altındaki seyrini sürdürmektedir (Grafik 2.3.8). Üçüncü çeyrekte (altın hariç) perakende satış hacmindeki artışın da bir önceki çeyreğe kıyasla güç kaybettiği gözlenmiştir (Grafik 2.3.3). Söz konusu gerçekleştirmelere paralel olarak, toplam talep koşullarının zayıfladığı ve çıktı açığının dezenflasyonist bölgede olduğu tahmin edilmektedir (Grafik 2.4.13). Mevcut Rapor döneminde reel kredi kullanımı (kur etkisinden arındırılmış) ise belirgin bir değişiklik sergilememiştir (Grafik 2.4.14).

Grafik 2.4.13: Çıktı Açığı* (%)



Kaynak: TCMB.

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

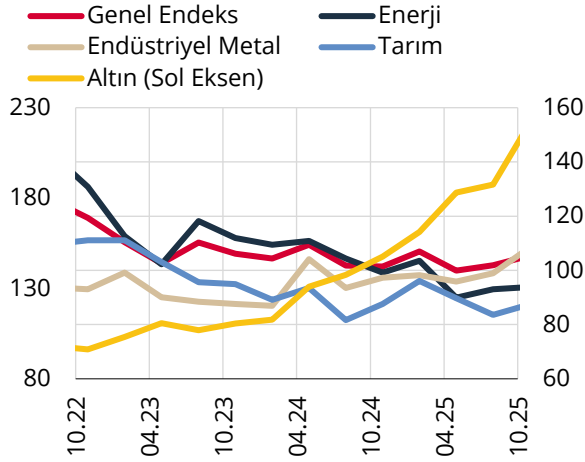
Grafik 2.4.14: Toplam Kredi Değişimi* (13 Haftalık Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Reel, Standart Değer)



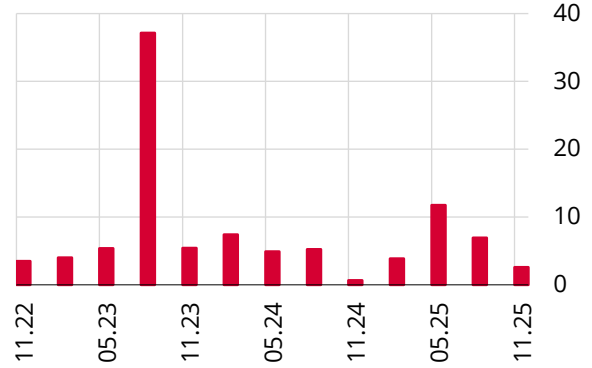
Kaynak: TCMB.

* 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 fiyatlarında alt kalemler itibarıyla ayrışma gözlenirken döviz kurundaki artış zayıflamıştır. Mevcut Rapor döneminde küresel enerji emtia fiyatları gerilerken endüstriyel metal fiyatlarındaki artış devam etmiştir. Küresel belirsizliğe bağlı olarak altın fiyatlarında gözlenen yükseliş, mevcut Rapor döneminde hızlanarak devam etmiş ve genel endekste ki düşüşü sınırlamıştır. Tarım emtia fiyatları bu dönemde artış kaydetmiştir (Grafik 2.4.15). Son üç aylık dönemde Türk lirası istikrarlı bir seyir izlemiş ve değer kaybı sınırlı olmuştur (Grafik 2.4.16). Euro dolar paritesindeki gelişmelerin etkisiyle, Euro kurundaki yükseliş daha belirgin gerçekleşmiştir.

Grafik 2.4.15: Emtia Fiyat Endeksleri
(2021=100)

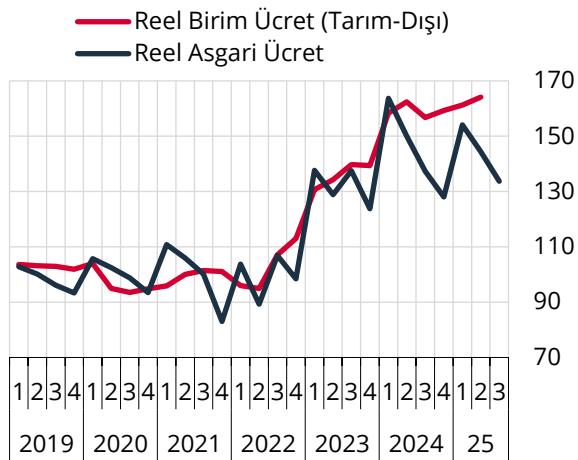
Kaynak: Goldman Sachs.

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

Kaynak: TCMB.

* ABD doları ve euro alış kurları eşit ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Kasım ayı verisi 5 Kasım itibarıdır. Yüzde değişimler ilgili aylara ait ortalama değerler üzerinden hesaplanmıştır.

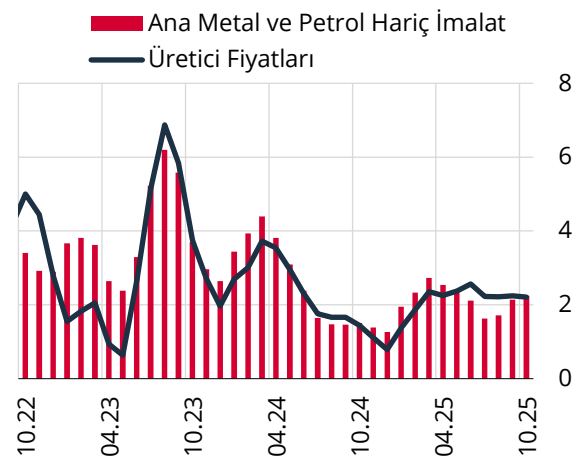
Üretici enflasyonu ana eğilimi Rapor döneminde yükseliş göstermiştir. Reel birim ücret yılın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe benzer bir artış kaydetmiştir (Grafik 2.4.17). Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi bu dönemde tarihsel ortalamasına yakın seyretmiştir. Taşımacılık maliyetleri incelendiğinde, bir önceki Rapor dönemine kıyasla hem konteyner ücretlerinin hem de taşımacılık maliyetlerinin gerilediği gözlenmiştir. Aynı dönemde, petrol emtia fiyatları gerilerken enerji hariç kalemlerde artış izlenmiştir. Döviz kurundaki artış ise daha ılımlı olmuştur. Bu çerçevede, bu dönemde endüstriyel ve değerli metaller dışında belirgin bir dış fiyat baskısı hissedilmemiştir. Diğer taraftan, üç aylık hareketli ortalamalarla incelendiğinde, mevcut Rapor döneminde imalat sanayi enflasyonu ana eğilimi yükselmiştir (Grafik 2.4.18). Üretici fiyat artışları son iki ayda tütün, gıda, elektrik-doğal gaz imalatı ile değerli metaller öncülüğünde güçlenirken yıllık üretici enflasyonu ekim ayı itibarıyla yüzde 27,0'ye ulaşmıştır. Bununla birlikte maliyet baskısı altında fiyat artışı öngören firmaların oranının azalmaya devam ettiği görülmektedir (Kutu 2.5).

Grafik 2.4.17: Çalışılan Saat Başı 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 Başı Reel Ücret/Verimlilik.

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

Grafik 2.4.18: Petrol ile Ana Metal Hariç İmalat Sanayi ve Manşet Üretici Fiyatları
(Aylık % Değişim, 3 Aylık Hareketli Ortalama)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

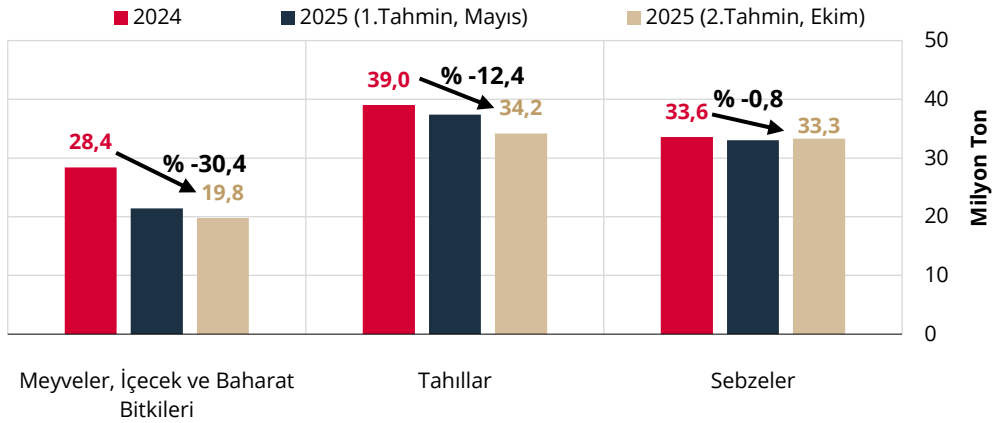
Vergi ve yönetilen kalemlerin manşet enflasyon üzerindeki etkisi bir önceki Rapor dönemine kıyasla zayıflamıştır. Temmuz ayında ÖTV oranında yapılan artışın bir kısmının firmalarca ağustos ayına bırakılmasıyla tütün ürünleri fiyatlarındaki yükseliş bu ayda da sürmüştür. Kuraklık gibi tarımsal üretimi olumsuz yönde etkileyen hadiselerin gıda fiyatları üzerindeki etkisi son dönemde belirginleşmiş ve gıda fiyatları yukarı yönlü bir seyir izlemiştir. Buna ek olarak, gıda fiyatları üzerinde bazı tarımsal ürünlerin alım fiyatlarındaki yüksek artışların da yansımaları hissedilmiştir. Başta elektrikli olmak üzere otomobillerin ÖTV oranında yapılan değişikliklerin genel otomobil fiyatlarına yansımaları sınırlı olmuştur. Bununla birlikte, ÖTV oranı değişmese de stratejik etkileşim çerçevesinde, bazı markaların fiyatlarını yukarı çektiği de takip edilmiştir. Otomobillerde kasım ayı sonunda yürürlüğe girecek olan gümrük vergisi düzenlemesinin menşesine göre bazı markaların fiyatlarını aşağı, bazılarını da yukarı yönlü etkileyeceği, ancak nette etkinin, markalar arası stratejik fiyatlamalar olmadıkça, sınırlı olacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, bu tür düzenlemeler sonrasında firmaların stratejik etkileşime girebildikleri de not edilmelidir.

Mercek Altı 2.3

2025 Yılı Bitkisel Üretim Tahminleri ve Gıda Fiyatları Görünümü

Türkiye genelinde 2025 yılında olumsuz hava koşullarının etkileri hissedilmiştir. Şubat- Nisan döneminde üç farklı tarihte zirai don felaketi etkili olurken, yıl boyunca sıcaklık artışları izlenmiş, yağış miktarı düşük seyretmiş, böylelikle meteorolojik kuraklığın da belirginleştiği gözlenmiştir. Tarihsel ortalamasının altında yağış, bitkisel üretim açısından risk arz etmektedir. Meteoroloji Genel Müdürlüğü'nün (MGM) Alansal Kümülatif Yağış Raporu sonuçlarına göre, 1 Ekim 2024-30 Eylül 2025 döneminde kapsayan yağışlar, normalinin yüzde 26, geçen yıl yağışlarının ise yüzde 29 altında gerçekleşmiş, böylelikle son 52 yılın en düşük seviyesine inmiştir. MGM'nin gerek standart yağış indeksi metodu² gerekse normalin yüzdesi metoduna göre yayınladığı 12 aylık (Ekim 2024- Eylül 2025) kuraklık haritaları da ülkemizde orta dereceli ve şiddetli kuraklık yaşanan bölgelerin yaygınlığına işaret etmiştir. 23 Mayıs 2025 tarihli TÜİK Bitkisel Üretim 1. Tahmini sonuçlarına göre üretim miktarları tahminleri olumsuz hava koşullarının en çok yılda bir kez ürün alınabilen meyveler üzerinde etkili olacağına işaret etmiştir. Bunu tahıl grubu izlerken sebze grubunda sınırlı bir üretim düşüşü tahmin edilmiştir. Aradan geçen beş ay sonrasında 24 Ekim tarihli 2. tahminlere göre meyve ve tahıl üretim miktarları aşağı yönde revize edilerek ilk döneme kıyasla daha olumsuz bir görünüme, dolayısıyla gıda enflasyonunda gıda arzı kaynaklı artan risklere işaret etmiştir. **Nitekim, üretim miktarlarının, 2025 yılının ikinci tahmininde bir önceki yıla göre meyvelerde yüzde 30,4, tahıllarda yüzde 12,4 oranında azalacağı tahmin edilmektedir. Meyvelere kıyasla yılda birden fazla ürün alınabilen sebzelerde ise üretim kaybının sınırlı olacağı öngörülmektedir** (Grafik 1).

Grafik 1: Bitkisel Üretim Miktarları ve Tahminleri (Milyon Ton)

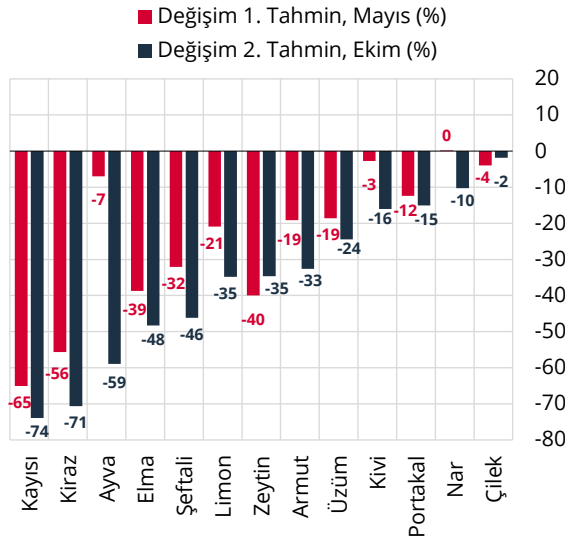


Kaynak: TÜİK.

² Detaylı bilgi için <https://mgm.gov.tr/veridegerlendirme/kuraklik-analizi.aspx?d=aylik&k=spi#sfB> ve <https://mgm.gov.tr/veridegerlendirme/kuraklik-analizi.aspx?d=aylik&k=pni#sfB>

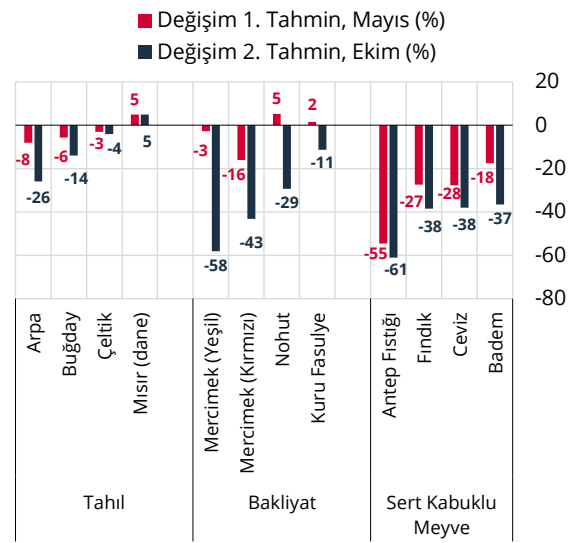
Yılın başında yaşanan don hadisesi özellikle meyve üretimini olumsuz yönde etkilemiştir. Meyve grubunda kayısı, kiraz gibi bazı meyvelerde yüzde 70'in üzerinde üretim kayıpları öngörülmektedir (Grafik 2). Bunu ayva, elma ve şeftalideki yüksek üretim kaybı tahminleri izlemektedir. Zeytin üretimi bir miktar yukarı yönde revize edilirken, turuncgillerde limondaki kayıp öne çıkmıştır. Sert kabuklu meyveler de benzer şekilde yüksek rekolte kayıplarının öngörüldüğü diğer bir grup olarak öne çıkmaktadır. Üretimi en çok azalacak olan ürün (yüzde 61) Antep fıstığı olarak öne çıkarken; fındık, ceviz ve badem üretiminin de yüzde 37-38 civarında azalması beklenmektedir. Meyvelerde üretim kaynaklı düşüşlerin tüketici fiyatlarına yansımalarının ürünün tüketim dönemine göre farklılaştığı önemle not edilmelidir. Tahıl grubunda ise en büyük aşağı yönlü revizyonun arpa ve buğdayda olduğu izlenirken, bu ürünlerde 2025 yılında üretim düşüş oranları sırasıyla yüzde 26 ve yüzde 14 olarak tahmin edilmektedir (Grafik 3). Diğer taraftan mısır üretiminde artış beklenmektedir. Kuru baklagiller grubunda kırmızı ve yeşil mercimek başta olmak üzere tüm ürünlerde üretimde azalış beklenmektedir.

Grafik 2: Seçilmiş Meyvelerde Üretim
(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 3: Seçilmiş Tahıl, Bakliyat ve Sert Kabuklu Meyvelerde Üretim (%)



Kaynak: TÜİK.

Zirai don ve kuraklık tarımsal üretimi düşürerek gıda enflasyonunda artışa neden olmaktadır. Bunun yanı sıra bazı tarımsal alım fiyatlarındaki artışlar, beyaz ve kırmızı et sektörünü etkileyen diğer kısmi nitelikteki arz kaynaklı sorunlar ile mevsimsel talep artışları da gıda fiyatları üzerinde etkili olabilmektedir. Artan risklerin tüketici fiyatlarına yansımaları ısı haritalarından³ takip edilebilmektedir (Tablo 4 ve Tablo 5). Nitekim, olumsuz hava koşullarını takiben mart ayında işlenmemiş gıda grubunda taze meyve sebze fiyatlarında önemli bir aylık artış görülmüştür. Bu durum meyve fiyatlarında sonraki aylarda da devam etmiştir. Kuraklık, yaz aylarında beklenen fiyat düzeltmesini de sınırlamıştır. Meyve fiyatlarındaki artışlar meyve suyu fiyatları üzerinde de maliyet yönlü etkilere sebep olmaktadır. Ayçiçeğinde kuraklık kaynaklı üretim düşüklüğünün yanı sıra küresel fiyatlar da etkili olmuştur. Rusya ve Ukrayna'daki düşük rekolte küresel ayçiçeği yağı fiyatlarını artırmıştır. Bu gelişmelerin yansımalarına ek olarak, aynı dönemde yükselen çiğ süt fiyatlarının yurt içi tereyağı fiyatlarına yansımalarıyla beraber TÜFE'de katı-sıvı yağ grubu fiyatları hızlanmıştır (Tablo 4). Çiğ süt fiyatı kaynaklı gelişmelerin peynir ve diğer süt ürünleri grubuna da yansıdığı görülmektedir. Açıklanan alım fiyatları ve düşük üretim sebebiyle başta buğday olmak üzere tahıl fiyatları, TÜFE'de ekmek-tahıl grubu fiyatları üzerinde baskı yaratmaktadır. Kuraklığın etkili olduğu bakliyat grubunda, mevsimsel olarak artan tüketimle birlikte, fiyat artışları takip edilmektedir. Sert kabuklu meyvelerde zirai don, kuraklık ve aşırı sıcaklar nedeniyle düşen üretimin etkileri kuruyemiş fiyatları üzerinde izlenirken; yağ çay alım fiyatlarının açıklanmasını takip eden aylarda çay fiyatlarında yukarı yönlü bir seyir gözlenmiştir. Tavuk eti ve yumurta fiyatları ise dönemsel olarak düşük seyreden arza, mevsimsel talep artışının eşlik etmesinden

³ ısı haritalarında renklendirmeler mevsim etkilerinden arındırılmamış veri üzerinden yapılmıştır. Üçlü renk skalası (kırmızı-sarı-yeşil) kullanılmıştır. Kırmızı rengin koyulaşması alt kalemlerde aylık enflasyonun güçlendiğine, yeşil rengin koyulaşması ise aylık enflasyonun zayıfladığına/düştüğüne işaret etmektedir.

etkilenmektedir (Tablo 4 ve Tablo 5). Özetle, don ve kuraklık tarımsal üretimi olumsuz yönde etkileyerek gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluştururken diğer arz yönlü kısıtlar da gıda görünümü üzerinde riskleri artırmıştır. İklim değişikliğinin, önümüzdeki dönemde gıda arzı ve fiyatları açısından bir risk faktörü olmaya devam edebileceği değerlendirilmektedir.

Tablo 4: İşlenmiş Gıda Isı Haritası (Aylık % Değişim)

	İşlenmiş Gıda	Ekmek ve Tahıllar	Et Ürünleri	Süt	Peynir ve Diğer Süt Ürünleri	Katı Sıvı Yağlar	Konserve İşlenmiş Sebze Ürünleri	Şeker, Reçel, Bal, Çikolata ve Şekerlemeler	Kahve, Çay, Kakao	Maden Suyu, Alk. İç., Meyve Suları
Oca.25	4,9	8,1	1,5	3,6	6,2	1,8	1,0	2,8	6,8	2,0
Şub.25	4,7	5,0	3,7	9,1	7,9	2,6	4,3	4,7	-1,6	4,4
Mar.25	0,6	0,2	2,9	0,0	0,3	0,2	-2,3	1,1	2,6	2,0
Nis.25	2,0	2,6	0,6	-1,2	0,9	2,6	3,6	3,2	0,2	1,7
May.25	1,4	1,2	7,8	-0,4	-0,9	0,9	1,6	1,3	2,5	3,5
Haz.25	1,0	1,5	-1,4	-1,7	-0,7	1,0	1,7	2,6	0,8	2,0
Tem.25	2,2	1,4	4,1	3,0	1,7	1,8	3,9	2,1	3,9	2,9
Ağu.25	3,8	5,8	-1,7	1,8	3,6	2,3	2,0	3,3	5,3	4,6
Eyl.25	3,9	3,0	2,1	3,3	2,8	9,1	4,7	3,2	5,1	3,3
Eki.25	2,5	2,8	2,5	2,5	2,6	2,2	2,4	1,8	2,8	3,0

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Tablo 5: İşlenmemiş Gıda Isı Haritası (Aylık % Değişim)

	İşlenmemiş Gıda	Pirinç	Kırmızı Et	Beyaz Et	Yumurta	Taze Meyve	Kuruyemiş	Sebze	Patates	Bakliyat
Oca.25	2,7	1,3	3,3	-0,6	4,5	5,7	2,3	1,9	-0,1	0,8
Şub.25	1,4	4,2	5,1	2,1	1,5	8,3	1,0	-7,7	1,9	2,2
Mar.25	10,2	0,9	6,2	4,4	8,6	11,2	2,2	19,9	42,1	-1,3
Nis.25	2,0	1,7	5,9	1,2	7,2	19,8	3,1	-17,3	15,6	2,8
May.25	-3,0	4,5	0,5	-4,4	-18,8	8,3	5,5	-18,6	1,9	3,0
Haz.25	-1,7	0,7	0,5	-2,1	-13,8	-0,3	3,3	-4,2	-14,5	0,9
Tem.25	-2,4	2,4	0,3	-4,2	3,3	-8,8	1,8	1,1	-15,9	1,3
Ağu.25	2,0	0,9	1,8	2,2	4,9	4,2	2,3	-0,3	-10,4	3,5
Eyl.25	5,5	-0,9	2,1	13,6	19,8	-1,1	6,8	11,9	4,4	0,3
Eki.25	4,5	6,9	1,9	5,6	6,5	-1,2	5,6	13,8	-1,9	6,3

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Kutu 2.1

Yakın Dönemde Nihai Yurt İçi Talebin Seyri

Talep koşullarının bir göstergesi olan nihai yurt içi talebi (NYİT) zamanlı bir şekilde takip etmek enflasyonist baskıları takip edebilmek için önem arz etmektedir. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH) verilerinin ilgili çeyrek tamamlandıktan yaklaşık iki ay sonra açıklanması, nihai yurt içi talebin zamanlı olarak izlenmesini zorlaştırmaktadır. Bu çerçevede, NYİT'yi takip etmek için başta kısa dönemli iş istatistikleri olmak üzere çeşitli veri kaynaklarından yararlanılmaktadır. Bununla birlikte, söz konusu göstergeler dönemsel olarak birbirlerinden farklı sinyaller verebilmekte ve NYİT, kimi zaman kısa dönemli göstergelerin ima ettiğinden farklılaşabilmektedir. Bu kutuda, geniş bir veri serinden elde edilen ve NYİT'ye gösterge olabilecek bir kompozit endeks tanıtılmaktadır.

Veri ve Yöntem

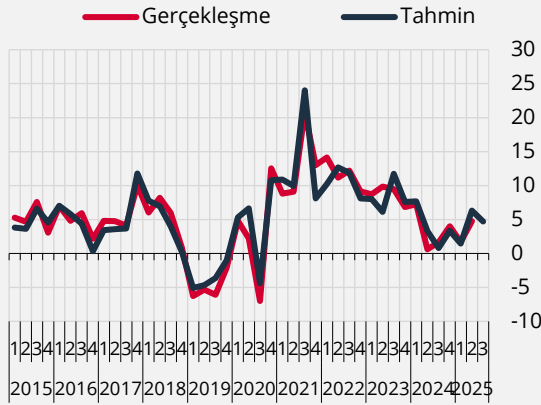
NYİT'nin seyrini yakından izleyebilmek amacıyla iki bloktan oluşan geniş kapsamlı bir gösterge seti oluşturulmuştur. Birinci blokta sanayi üretim endeksi, ciro endeksleri, perakende satış hacim endeksi, ticaret satış hacim endeksinin diğer bileşenleri, kartla yapılan harcamalar, ithalat miktar endeksleri ile otomobil ve beyaz eşya satışları yer almaktadır. Ayrıca bu göstergelerin alt kırılımları da dâhil edilerek kapsam genişletilmiş ve toplamda 127 farklı seriyi kapsayan bir iktisadi faaliyet bloğu oluşturulmuştur. Bunun yanında reelleştirme süreçlerine bağlı olarak ortaya çıkabilecek ayrışmaların etkisini sınırlandırmak amacıyla, sepet döviz kuru, TÜFE ve ithalat birim değer endeksinden oluşan bir fiyat bloğu oluşturulmuştur.

Kompozit endeks oluşturulurken her iki veri bloğu bileşenlerine ayrılmış ve elde edilen bileşenlerle NYİT üzerine regresyon modelleri kurulmuştur. Bu modelleme sürecinde ideal spesifikasyon için birtakım kararların alınması gerekmektedir. Buna göre **i)** veri bloklarının bileşenlerine ayrılmasında temel bileşen analizi (Principal Component Analysis, PCA) veya kısmi en küçük kareler yöntemi (Partial Least Squares, PLS) kullanılması **ii)** birinci blok bileşenleri belirlenirken NYİT ile en yüksek korelasyona sahip ilk 20 veya ilk 30 veya ilk 40 serinin kullanılması, **iii)** birinci bloktan elde edilen bileşenlerden sadece ilk bileşenin veya ilk iki bileşenin veya ilk üç bileşenin regresyon modeline dahil edilmesi, **iv)** ikinci bloktan elde edilen ilk bileşenin regresyon modeline dahil edilmesi veya edilmemesi, **v)** analize dahil edilen serilerin başlangıç noktalarının belirlenmesi konularında karar verilmesi gerekmektedir. Bu noktada yukarıda belirtilen tüm olası kombinasyonları kullanılarak toplamda 108 farklı aday model oluşturulmuştur. Daha sonrasında aday modellerin örneklem dışı tahmin performansları Leave-One-Out¹ (LOO) çapraz validasyon stratejisiyle belirlenmiş ve en düşük kök ortalama karesel hataya (RMSE) sahip olan ilk 10 modelin tahminlerinin ortalaması alınarak kompozit endeks oluşturulmuştur.

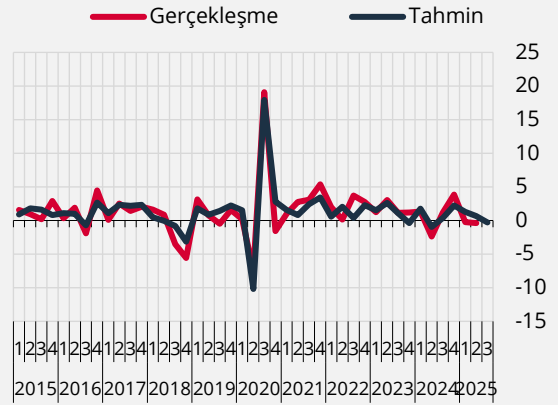
Yukarıda özetlenen modelleme algoritması NYİT'nin hem yıllık hem de çeyreklik değişimlerini hedef alacak şekilde ayrı ayrı çalıştırılmıştır. Tahmin sonuçları, PCA temelli modellerin, PLS yöntemine dayalı modellere kıyasla NYİT'nin seyrini daha başarılı şekilde öngördüğünü göstermektedir. Bununla birlikte birinci bloktan elde edilen ikinci ve üçüncü bileşenlerin tahmin performansına sınırlı katkı yaptığı ve en iyi modellerin çoğunluğunun yalnızca ilk bileşeni kullanan modeller olduğu gözlenmiştir.

Ayrıca, yıllık değişim oranlarını hedef değişken olarak kullanan modellerin, çeyreklik değişimleri esas alan modellere göre daha yüksek angörü gücüne sahip olduğu gözlenmiştir (Grafik 1 ve Grafik 2). Bu fark özellikle yakın dönemde belirginleşmiş, yıllık modellerin NYİT'nin genel eğilimini daha istikrarlı biçimde yansıttığı görülmüştür. Öte yandan, yıllık modellerde de dönemsel olarak gerçekleşme ve tahminler arasında ayrışmalar izlenmiştir.

Son olarak, fiyat bloğunu içeren model kombinasyonlarının tahmin performansında ön plana çıktığı görülmektedir. Bu bulgular, NYİT için öncü gösterge niteliğindeki seriler ile NYİT gerçekleşmesi arasında reelleştirmede kullanılan deflatörler kaynaklı bazı ayrışmaların olabileceğine işaret etmektedir. Endeksin 2025 yılı üçüncü çeyrek için NYİT'de hem yıllık hem de çeyreklik bazda yavaşlamaya işaret ettiği gözlenmektedir. Bu seyir talep koşullarının dezenflasyonist düzeyde olduğu değerlendirilmesini teyit etmektedir.

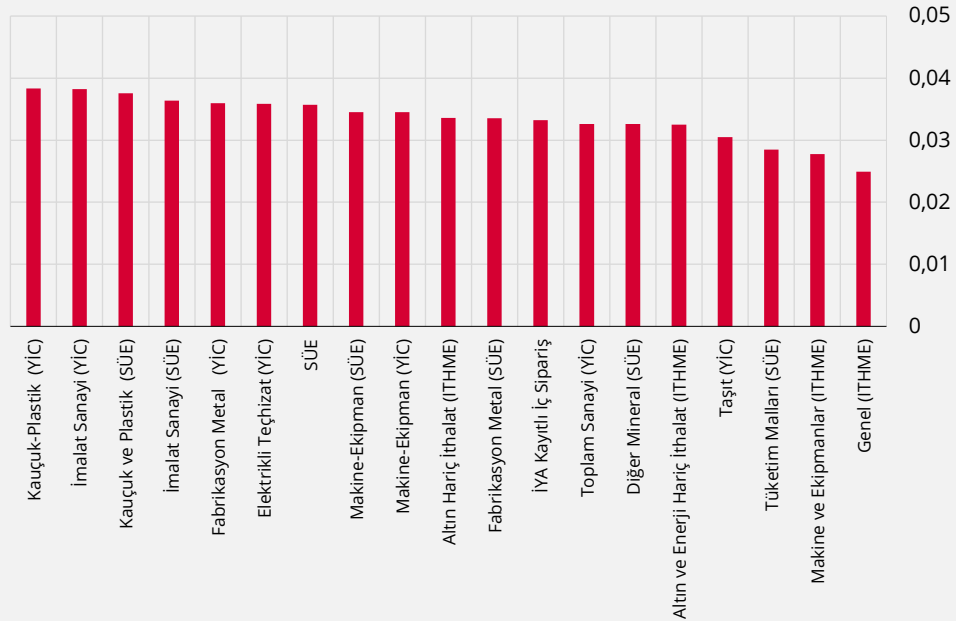
Grafik 1: NYİT Gerçekleşme ve Tahmin
(Yıllık % Değişim)

Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

Grafik 2: NYİT Gerçekleşme ve Tahmin
(Çeyreklik % Değişim)

Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

Bu çalışmada kullanılan serilerin oluşturduğumuz NYİT kompozit endeksine verdikleri katkılar, bu serilerden hangilerinin talep koşullarını takip etmek açısından daha yüksek bilgi değerine sahip olduğuna yönelik güçlü bir bilgi sağlamaktadır. Grafik 3'te sunulan katkılar incelendiğinde sanayi üretim endeksi, reelleştirilmiş sanayi yurt içi ciro endeksleri ve ithalat miktar endekslerinin en yüksek katkıları verdiği görülmektedir (Grafik 3). Bunun yanında inşaat bağlantılı sanayi sektörlerinin ön plana çıktığı izlenmektedir. Ancak, sunulan göstergelerin katkılarının genel olarak birbirine yakın olduğu, dolayısıyla NYİT hakkında çıkarım yapılırken tek bir değişken veya değişken grubuna bakmak yerine daha bütüncül bir yaklaşım izlenmesi gerektiği değerlendirilmektedir. Bunun yanında fiyat bloğundan elde edilen temel bileşenin modellerin tahmin gücünü artırdığı göz önüne alındığında, sadece iktisadi faaliyete yönelik göstergelerin talep koşullarını değerlendirmede dönem dönem yetersiz kalabileceği anlaşılmaktadır.

Grafik 3: NYİT Yıllık Değişim Tahminine Katkıları*

Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

*Ciro endeksleri ilgili ÜFE kalemleri ile reelleştirilmiştir. YİC, TC, SÜE, İTHME sırasıyla yurt içi ciro, toplam ciro, sanayi üretim endeksi ve ithalat miktar endeksini göstermektedir.

¹ LOO yöntemi, her dönemi sırayla örneklem dışı bırakarak tahmin eden ve böylece modelin örneklem dışı performansını değerlendirmek için daha uzun bir zaman penceresi tanımlamaya imkân veren bir çapraz doğrulama tekniğidir.

NYİT'yi hedef değişken olarak esas alan bu analizler, talep kaynaklı enflasyonist koşulları değerlendirmek için bir diğer önemli gösterge olan özel tüketim serisini hedef alacak şekilde de tekrarlanmıştır. Elde edilen sonuçlara bakıldığında, sanayi üretim endeksi ve reelleştirilmiş yurt içi ciro endekslerinin özel tüketimi açıklamada başı çektiği, perakende satış hacim endeksi (altın hariç) ve hizmet üretim endekslerinin de özel tüketimi tahmin etmeye katkıda bulunduğu görülmektedir. Bununla birlikte sanayi üretiminin ve ciro endekslerinin özel tüketime yönelik alt grupları ön plana çıkmaktadır.

Özetle, NYİT'nin yakın dönem seyrini incelerken yıllık tahminlerin çeyreklik tahminlere kıyasla daha başarılı olduğu ancak yıllık tahminlerde de dönemsel sapmaların gözlendiği, dolayısıyla kısa dönemli iş istatistikleri ile NYİT'nin seyri hakkında öngörü yapılırken ihtiyatlı yaklaşılması gerektiği değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, fiyat bloğunun dahil edildiği modellerin daha başarılı tahminler vermesi, NYİT tahmininde kullanılabilecek öncü göstergeler ile NYİT'nin reelleştirme aşamasında kullanılan deflatörlerin farklılaşması kaynaklı olarak tahmin hatalarının artabileceğine işaret etmektedir. Sanayi üretim endeksi, reelleştirilmiş sanayi yurt içi ciro endeksleri ve ithalat miktar endekslerinin NYİT'ye yönelik en yüksek sinyal gücüne sahip oldukları görülmektedir. Son olarak, üçüncü çeyreğe ilişkin mevcut kısa vadeli istatistikler, NYİT'nin büyümesinde yavaşlama ima etmektedir.

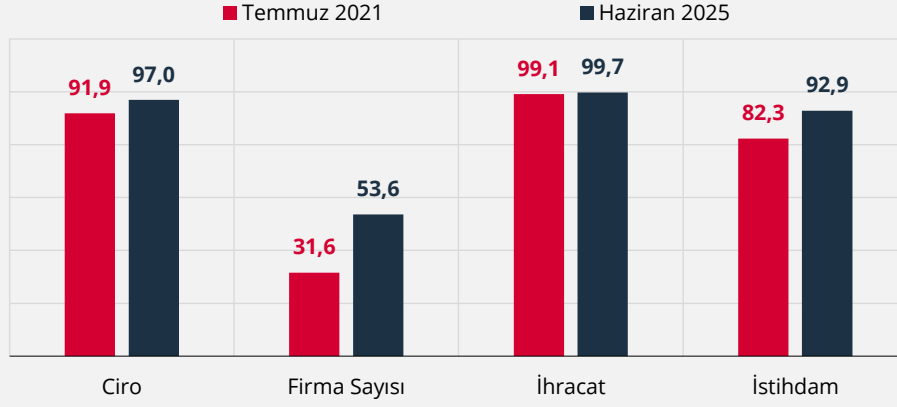
Kutu 2.2

E-Faturaya Geçişin Firmaların Kayıtlı Satışlarına Etkisi

Son yıllarda Türkiye’de e-fatura uygulamasının yaygınlaşması, kayıt dışılığın azalmasına ve vergi uyumunun artmasına katkı sağlamıştır. Ekonomide kayıt dışılığın azalmasının, kaynaklarına bağlı olarak, çeşitli makroekonomik göstergelere doğrudan ya da dolaylı yansımaları olabilir. E-faturaya geçişin ise öncelikle firmaların satış verileri üzerinde bir etkisi olması beklenir. Bu kutu, e-fatura sistemine geçişin firmaların kayıtlı satışları üzerindeki etkisini analiz etmektedir.

Yapılan düzenlemeler ile birlikte e-fatura sistemine geçiş kademeli olarak genişlemiştir. 2013 yılında yüksek cirolu firmalar ile başlayan süreç, 2020 yılından itibaren hızlanarak daha geniş bir firma tabanını kapsamaya başlamıştır.¹ Temmuz 2021-Haziran 2025 döneminde e-fatura sistemine dahil olan firma sayısı önemli ölçüde artmış ve firmaların yüzde 53,6’sı e-faturaya geçmiştir.² Bu firmaların toplam ciro içindeki payı yüzde 97’ye, ihracat içindeki payı yaklaşık yüzde 100’e, istihdam içindeki payı ise yaklaşık yüzde 93’e ulaşmıştır (Grafik 1).

Grafik 1: E-Faturaya Geçiş Yapan Firmaların Ekonomideki Payı (%)



Kaynak: GİB verilerinden yazarların tahmini.

Analizlerde Gelir İdaresi Başkanlığı (GİB) tarafından sağlanan firma düzeyindeki aylık ciro verileri kullanılmıştır. İlk olarak, ciro verileri firmaların faaliyet gösterdiği alt sektör için TÜİK tarafından yayımlanan verilerden elde edilen deflatorler kullanılarak reelleştirilmiştir. İkinci aşamada, elde edilen reel satış verileri mevsimsellikten arındırılmıştır. Arındırma işleminde, firmaların faaliyet gösterdiği alt sektör için TÜİK tarafından yayımlanan verilerden elde edilen mevsimsel faktörler kullanılmıştır.

E-faturaya geçişin kayıtlı satışlar üzerindeki etkisini tahmin etmek için farkların farkı yaklaşımı kullanılmaktadır. Bu kapsamda, aşağıdaki regresyon denklemi tahmin edilmektedir:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \sum_{k=-6}^{10} \beta_k D_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$$

Burada $Y_{i,t}$ i firmasının t ayındaki mevsimsellikten arındırılmış reel satışlarını, α_i firma sabit etkisini, λ_t zaman sabit etkisini temsil etmektedir. $D_{i,t}^k$ firmanın e-faturaya geçişinden k dönem önce veya sonraki ayda bir, diğer aylarda sıfır değerini alan bir kukla değişkenidir. Örneğin, firmanın e-faturaya geçişinden iki ay sonrasında $D_{i,t}^2=1$ olmaktadır. β_k katsayıları e-faturaya geçişin firma cirolarına dinamik etkisini ölçmektedir. Geçiş sonrası dönemdeki katsayılar ($k>0$) firma reel satışlarının e-faturaya geçildikten sonra ne kadar değiştiğini göstermektedir. Geçiş öncesi dönemlerdeki katsayılar ($k<0$) ise e-faturaya geçen firmalar ile diğer firmaların geçiş öncesindeki eğilimlerini karşılaştırmaktadır.

¹ E-fatura düzenlemelerinin detayı için bkz. 397 Sıra No.lu VUK Tebliği <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2010/03/20100305-16.htm>

² 2021 Temmuz öncesinde e-faturaya geçiş yapan firmaların geçiş yaptığı tarih bilgisi mevcut veri setimizde bulunmadığı için analizler bu tarihten sonra ilk defa e-fatura sistemine geçiş yapan firmaları kapsamaktadır.

E-fatura uygulaması kademeli olarak yaygınlaştırıldığı için firmalar ciro büyüklükleri ve sektörlerine göre farklı tarihlerde sisteme dahil olmuştur. Dolayısıyla standart farkların farkı yöntemi e-faturaya geçişin etkisini ölçme konusunda yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle, ekonometrik analizlerde Callaway & Sant'Anna (2021) tarafından geliştirilen kademeli farkların farkı yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem, belirli bir g ayında e-fatura sistemine dahil olan firmaları, o tarihe kadar henüz sisteme dahil olmamış ancak ileride dahil olacak firmalarla karşılaştırmaktadır. Bu yaklaşım, e-faturaya girecek firmalara özgü zaman trendlerini arındırmakta ve daha güvenilir tahminler sağlamaktadır. Hiçbir zaman e-faturaya geçmeyecek firmalar çok küçük ölçekli olup e-faturaya geçen firmalarla karşılaştırılabilir özellikte olmadıkları için analize dahil edilmemiştir.

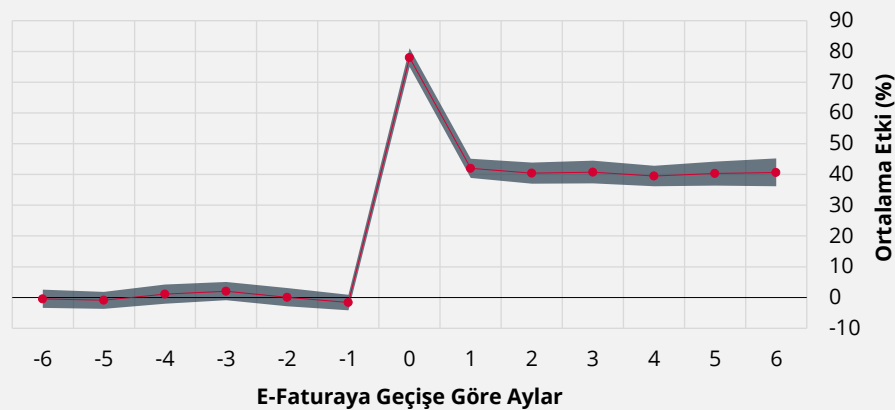
E-faturaya geçişin reel satışlara ortalama etkisi (Average Treatment Effect on the Treated, ATT) aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$ATT_{g,t} = [Y_t - Y_{g-1} | G = g] - [Y_t - Y_{g-1} | D_t = 0, G > t]$$

Burada Y_t firmanın t ayındaki reel cirosunun doğal logaritmasını, G firmanın ilk kez e-fatura sistemine dahil olduğu ayı, D_t ise t ayında sistemde olup olmama durumunu göstermektedir. Denklemin sağ tarafındaki ilk terim $—[Y_t - Y_{g-1} | G = g]—$ g ayında e-faturaya geçiş yapan firma kohortunun ($G = g$) t ayındaki ($t \geq g$) reel satışlarının geçiş yapılan aydan önceki aydaki ($g - 1$) satışlarından ortalama logaritmik farkını göstermektedir. İkinci terim $—[Y_t - Y_{g-1} | D_t = 0, G > t]—$ ise e-faturaya t ayında henüz geçmemiş ancak sonraki aylarda geçecek firmaların t ayındaki satışlarının ($g - 1$) ayındaki satışlarından ortalama logaritmik farkı olup firma satışlarını etkileyen, talep koşulları gibi, genel faktörlerin etkisini yansıtmaktadır. Bu iki terimin farkı, tüm firmalar için ortak olan faktörlerin etkisini arındırarak e-faturaya geçişin ortalama etkisini vermektedir. Callaway & Sant'Anna (2021) yaklaşımı, e-faturaya geçişin her bir geçiş kohortunun satışları üzerindeki etkisini ayrı ayrı tahmin etmekte ve daha sonra bu etkileri toplulaştırmaktadır.

Analiz sonuçları, e-faturaya geçişin firmaların reel satışlarında istatistiksel olarak anlamlı ve kalıcı bir artışa neden olduğunu göstermektedir (Grafik 2). Geçiş yapılmadan önceki aya ($t=-1$) göre kıyaslandığında reel satışlar, geçiş yapılan ayda ($t=0$) yaklaşık yüzde 78, takip eden ilk ayda ($t=1$) yüzde 42 ve ikinci ayda ($t=2$) yüzde 40 oranında artmaktadır. Bu etki zaman içinde azalmakla birlikte, altıncı aya kadar istatistiksel olarak anlamlı düzeyde devam etmektedir. Öte yandan, geçiş yapılmadan önceki aylardaki katsayılar istatistiki olarak anlamsızdır. Bu durum, e-faturaya geçiş yapan firmalar ile diğer firmaların geçiş öncesinde benzer satış eğilimlerine sahip olduğunu göstermektedir.

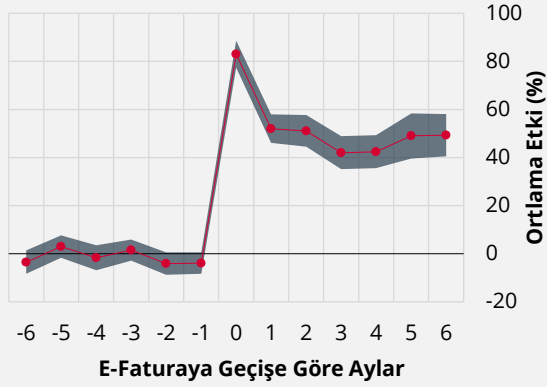
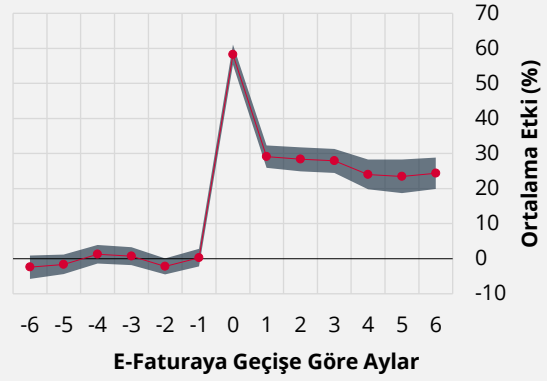
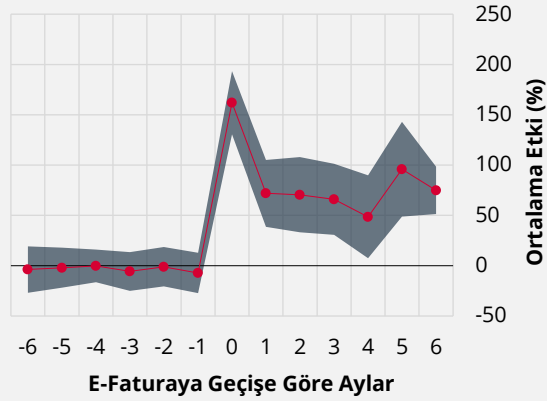
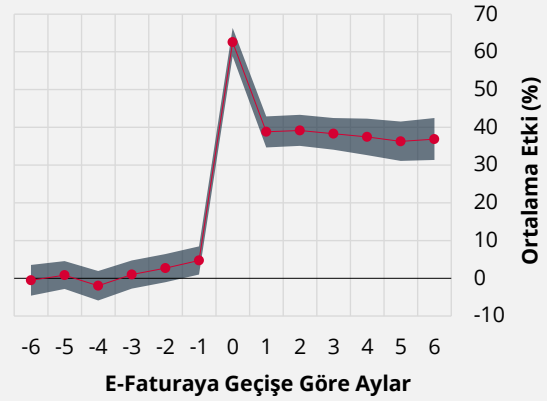
Grafik 2: E-Faturaya Geçişin Reel Satışlara Etkisi* (Tüm Sektörler)



Kaynak: GİB verilerinden yazarların tahmini.

* Alt ve üst çizgiler yüzde 95 güven aralığını göstermektedir.

E-faturaya geçişin etkisi tüm sektörlerde istatistiksel olarak anlamlıdır (Grafik 3). En yüksek etki gözlenen inşaat sektöründe reel satışlar e-faturaya geçişle birlikte yüzde 100'ün üzerinde artmaktadır. Sanayi, hizmet ve ticaret sektörlerinde de ilk ayda yüzde 60-80 aralığında artış olmakta, izleyen aylarda da etkinin kayda değer bir kısmı korunarak en az yüzde 20 düzeyinde devam etmektedir.

Grafik 3: E-Faturaya Geçişin Reel Satışlara Etkisi***Sanayi****Ticaret****İnşaat****Hizmet**

Kaynak: GİB verilerinden yazarların tahmini.

* Alt ve üst çizgiler yüzde 95 güven aralığını göstermektedir.

Analiz sonuçları, e-faturaya geçişle birlikte firmaların kayıtlı reel satışlarında kayda değer bir artış yaşandığını ortaya koymaktadır. Kullanılan ekonometrik yöntemin yapısı gereğince, analiz sadece e-faturaya geçiş yapmadan önce ciro beyan eden firmaları kapsamaktadır. Öte yandan, e-faturaya geçişle birlikte kayıtların takip edilmesinin kolaylaşması, daha önce hiç ciro kaydı bulunmayan firmaların da ciro beyan etmesine neden olabilir. Dolayısıyla, e-faturaya geçişin kayıtlı satışlara etkisi yukarıdaki hesaplamalardan daha yüksektir.

Özetle, e-faturaya geçiş ile birlikte satışlardaki kayıt dışılığa bir azalma olmuştur. Satış hacim endeksleri başta olmak üzere çeşitli makroekonomik göstergelerin yorumlanmasında bu durumun da dikkate alınması önem taşımaktadır.

Kaynakça

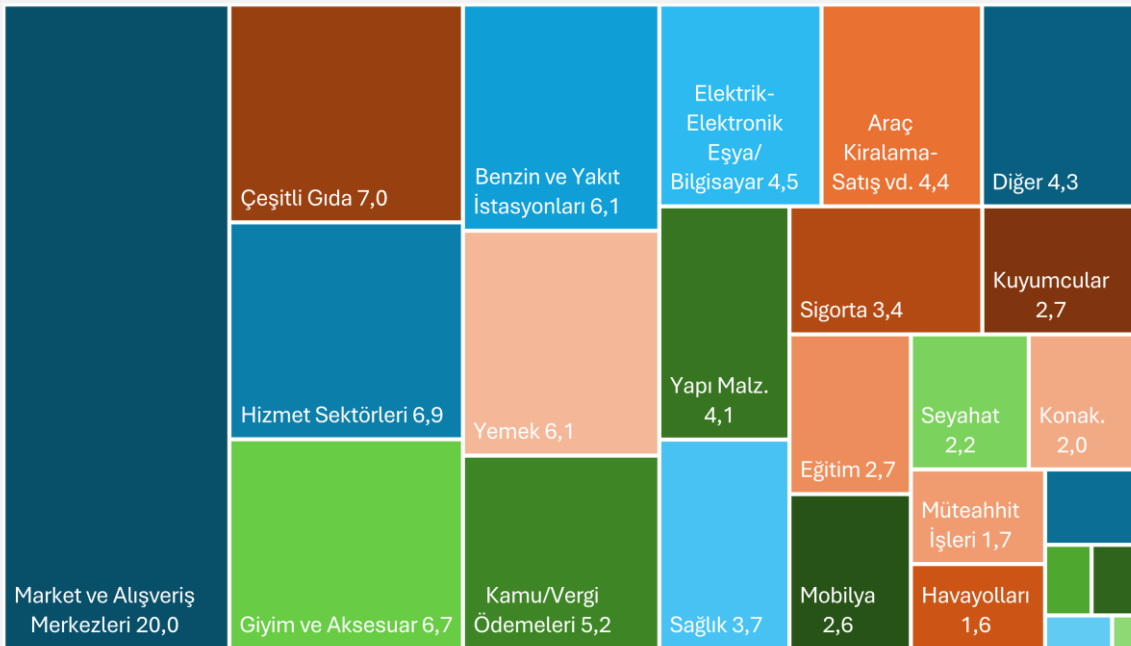
Callaway, B. ve Sant'Anna, P. H. C. (2021). "Difference-in-Differences with Multiple Time Periods." *Journal of Econometrics*, 225(2), 200–230. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2020.12.001>.

Kutu 2.3

Altın Fiyatı Gelişmeleri Kartlı Harcamaları Nasıl Etkiliyor?

Uluslararası piyasalarda altın fiyatları 2023 yılı son çeyreğinden itibaren hızlı bir yükseliş sergilemiştir. Ülkemizde geleneksel bir tasarruf aracı olan altındaki bu değer artışının hanehalkı tüketiminde bilanço kısıtı kanalından önemli yansımaları olabileceği değerlendirilmektedir. Konu ile ilgili yakın dönemde yapılan çalışma, 2023 yıl sonundan itibaren küresel altın fiyatlarındaki artışın konut fiyatlarında ve otomobil satışlarında yukarı yönlü etki yaptığını göstermektedir.¹ Bu kutuda altındaki değer artışının etkisinin kredi ve banka kartı harcamaları üzerinde nasıl bir değişime yol açtığı, alt harcama grupları ayrımında incelenmektedir. Bulgular altın fiyatlarındaki artışın özellikle dayanıklı ve yarı dayanıklı ürün ve seyahat harcamalarında anlamlı bir etki yaptığını göstermektedir.

Grafik 1. Kartlı Harcamaların 25 Alt Kategorisi* (2025 Ocak-Eylül Toplam Hacim, %)



* 25 harcama kategorisinin detaylı alt kırılımları TCMB Banka ve Kredi Kartı Sektörel Harcama İstatistikleri altında yer almaktadır.

Literatürde servet etkisine ilişkin çalışmalar konut değerleri (Campbell ve Coco, 2007; Mian, Rao ve Sufi, 2013; Mian ve Sufi, 2014), hisse senedi değerleri (Case, Quigley ve Shiller, 2005) ve son dönemde ise kripto para fiyatlarında (Aiello vd, 2024) oluşan değişimlerin ekonomik aktiviteye ilişkin sonuçlarına odaklanmaktadır. Ayrıca çalışmalarda, tüketimin servet etkisi esnekliğinin dayanıklı ve yarı dayanıklı mallarda diğer tüketim kalemlerine göre daha yüksek olduğu gösterilmektedir (Luengo-Prado, 2006; Mian ve Sufi, 2011).

Çalışmada, kartlı harcamaları POS işleminin gerçekleştiği firmanın bulunduğu il ve ait olduğu sektör grubuna göre 81 il ve 25 ayrı alt harcama grubu için zaman serisi olarak ayrıştıran veri seti kullanılmaktadır. Grafik 1'de 2025 yılı ocak-eylül dönemi için bu harcama gruplarının toplam kart hacmindeki payları gösterilmektedir. İl seviyesinde altın tasarruf eğilimini ölçmek için kullanılan ve tasarruf mevduatı içerisindeki altın payı olarak tanımlanan altın oranı göstergesinin iller arasında dağılımının heterojen olması, 2023 son çeyreğinden Eylül 2025 dönemine kadar ABD doları cinsinden yüzde 110 yükselen altın fiyatının etkisini analiz etmek açısından doğal bir deney imkânı sunmaktadır. Altın mevduat oranı göstergesindeki iller arasındaki dağılımın, kayıt dışı altın

¹ Merkezin Güncesi, "Altın Fiyatı Kaynaklı Servet Artışının Konut ve Otomobil Piyasalarına Etkisi", Mayıs 2025. <https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/altin+fiyati+kaynakli+servet+artisinin+konut+ve+otomobil+piyasalarina+etkisi>

tasarrufundaki dağılımı da anlamlı ölçüde temsil ettiğini, il bazında yaptığımız finansal sistem dışı tahmini tasarruf / GSYİH rasyosu ve Google Trends arama göstergeleri yardımıyla destekleyebiliyoruz.²

Harcama kalemlerinde il bazında altın tasarrufu yoğunluğuna göre oluşan ayrışmaların istatistiki ve ekonomik anlamlılığını test etmek için kullandığımız farkların farkı tahmini denklemi her bir kartlı harcama kategorisi y_{it} için aşağıdaki gibi verilmektedir:

$$\log(y_{it}) = \text{AltınOran}_i^{\text{Eyl} 2023} \times \text{DönemKukla}_t + u_t + v_i + \varepsilon_{it}$$

Bağımlı değişken $\log(y_{it})$, ilgili alt kategorideki nominal harcama tutarının logaritma dönüşümünü göstermektedir. DönemKukla_t kukla değişkeni Eylül 2023-Eylül 2025 dönemi için 1, Ocak 2022-Ağustos 2023 dönemi için 0 değerini almaktadır. Sürekli deney (continuous treatment) değişkeni olarak kullanılan $\text{AltınOran}_i^{\text{Eyl} 2023}$ altın mevduat/toplam mevduat oranının Eylül 2023 değerlerini göz önüne almaktadır.

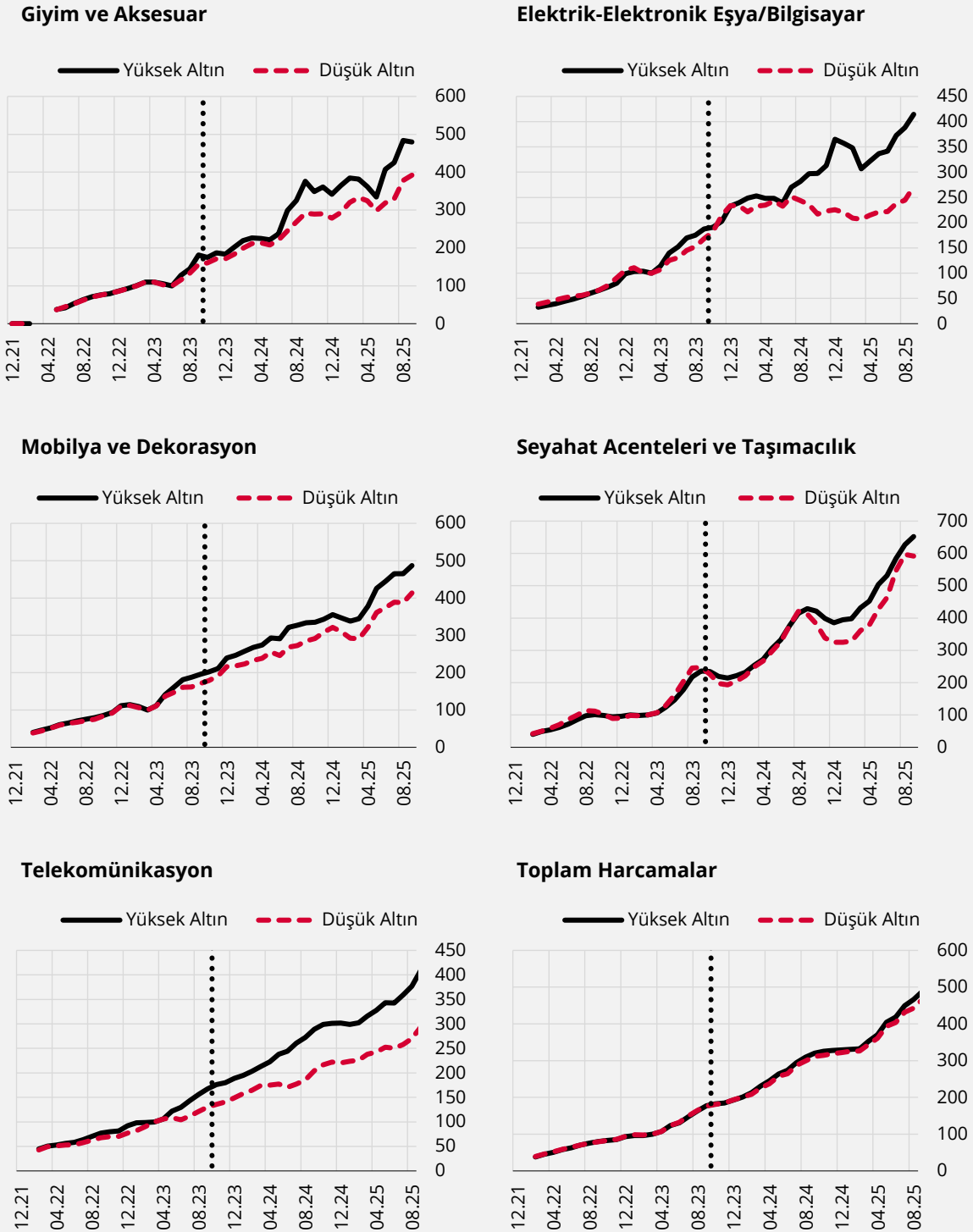
Öncelikle, altın fiyat hareketinin başladığı 2023 yılı eylül ayı öncesi ve sonrasında harcama kalemlerinin gelişimini incelemek için kalemlerin hacimlerini 2023 Mart dönemine endeksleyerek “Yüksek Altın” ve “Düşük Altın” illerinin kalemler bazında harcama gelişimini görselleştiriyoruz (Grafik 2). Grafikler bize 2023 Eylül sonrası dönemde özellikle dayanıklı mal tüketimine ilişkin olan Elektrik-Elektronik Eşya/Bilgisayar, Mobilya ve Dekorasyon, Telekomünikasyon³ gibi kalemler ile Giyim ve Aksesuar gibi yarı dayanıklı mal tüketimine ilişkin harcamaların “Yüksek Altın” il grubunda pozitif ayrıştığını gösteriyor. Tüm kartlı harcama hacminde ise iller arasında belirgin bir ayrışma gözlenmiyor. Bu durumda ise dayanıklı mal harici bazı harcama gruplarında (sigorta, havayolları, konaklama, vergi ve bireysel emeklilik ödemeleri gibi) POS işlemlerinin gerçekleştirildiği firmaların tasarruf sahiplerinin bulunduğu ilden farklı bir ilde yerleşik olmasının da etkili olduğunu değerlendiriyoruz.

Kullanılan farkların farklı modeli, harcama kalemlerinde il bazında altın tasarrufu yoğunluğuna göre oluşan ayrışmaların istatistiki anlamlılığının illere özgü sabit etkileri ve zaman göre değişen makro-ekonomik faktörleri de kontrol ederek test edilmesini sağlamaktadır. Tablo 1’de verilen tahmin sonuçları, özellikle dayanıklı ve yarı dayanıklı mal tüketiminde altın fiyatları kaynaklı varlık etkisine işaret etmektedir. Hanehalkının dışsal olarak genişleyen bütçesini yüksek birim değeri, uzun ömür ve ertelenebilirlik gibi nitelikleri nedeniyle daha dayanıklı tüketim mallarına yöneltmesi, dolayısıyla dayanıklı mal tüketiminin servet artışına daha duyarlı olması, literatürdeki çalışmalarla uyumlu bir bulguya işaret etmektedir.

² Altın tasarruf tercihini temsil etmek için kullandığımız altın hesaplarının gerçek kişi mevduat içindeki payı (altın oranı) üzerine yaptığımız incelemelerde, il seviyesinde altın oranının toplam finansal sistem tasarruflarının GSYİH içindeki payı ile negatif ilişkili olduğunu (sosyoekonomik değişkenler kontrol edildiğinde de) buluyoruz. Diğer bir ifadeyle mevduatta altın payı yüksek olan illerde daha düşük mevduat/GSYİH oranı olduğunu ve dolayısıyla mevduat dışı tasarrufların bu illerde daha yüksek bulunabileceğini anlamlı ölçüde bulguluyoruz. İlave olarak, Google Trends verilerini kullanarak il bazında internet arama davranışları ile yaptığımız analizler de altın oranının finansal sistem içindeki ve dışındaki altın tasarruf eğiliminin coğrafi dağılımını tutarlı biçimde temsil ettiğine dair davranışsal kanıtlar sunuyor. Bu nedenle, finansal sistem dışındaki altın tasarrufunun da etkisiyle, çalışmadaki altın fiyatları kaynaklı varlık etkilerinin bahsedilen bulgulardan daha yüksek olabileceği değerlendirilmektedir.

³ Telekomünikasyon kalemi altında sınıflandırılan iş yerleri telefonlar, faks cihazları, mesaj cihazları, cep telefonları ve telekomünikasyon ile ilgili diğer cihazları satan firmaları içermektedir.

Grafik 2. Yüksek ve Düşük Altın Oranına Sahip İllerin Seçili Kartlı Harcama Kalemlerinin Gelişimi* (2023 Mart =100)



* TL karşılığı nominal akım tutarların değişimleri 3 aylık hareketli toplamaları 2023 Mart dönemi 100 kabul edilerek hesaplanmıştır. Koyu çizgi Eylül 2023 itibarıyla 81 ilin median altın oranı değerinin üstünde olan "Yüksek Altın" illeri, kesikli çizgi ise median değerinin altında altın oranına sahip "Düşük Altın" illeri için ortalama değişimleri göstermektedir.

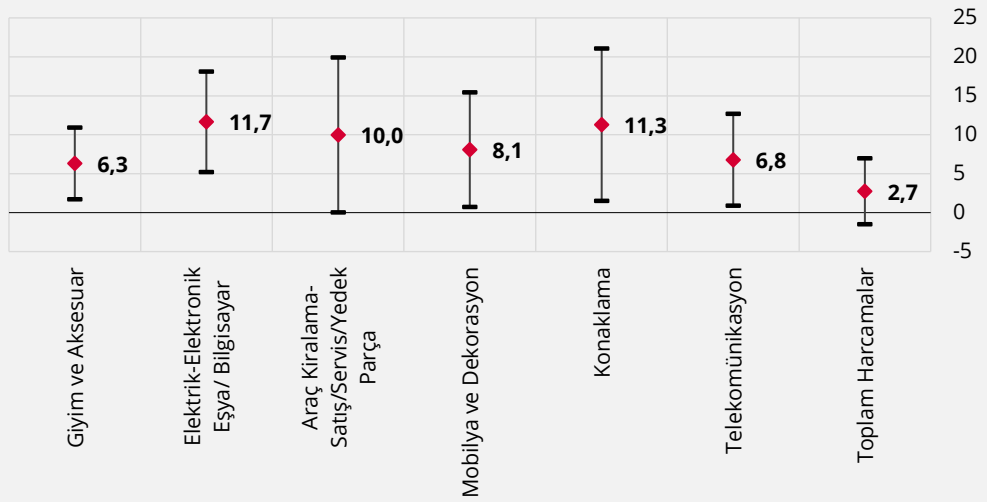
Tablo 1. Kartlı Harcama Kalemleri İçin Farkların Farkı Tahmin Sonuçları¹

Kategori	Katsayı Tahmini	Standart Sapma
Market ve Alışveriş Merkezleri	0,0039	0,0024
Hizmet Sektörleri	0,0028	0,0052
Çeşitli Gıda	0,0021	0,0024
Giyim ve Aksesuar	0,0067***	0,0025
Benzin ve Yakıt İstasyonları	0,0020	0,0031
Yemek	0,0037	0,0024
Kamu/Vergi Ödemeleri	0,0050	0,0043
Elektrik-Elektronik Eşya/ Bilgisayar	0,0124***	0,0035
Araç Kiralama-Satış/Servis/Yedek Parça	0,0106*	0,0054
Diğer	0,0104	0,0087
Yapı Malzemeleri/ Hırdavat/ Nalburiye	0,0086	0,0061
Sağlık/Sağlık Ürünleri/Kozmetik	0,0068**	0,0028
Sigorta	0,0045	0,0075
Kuyumcular	0,0181***	0,0068
Mobilya ve Dekorasyon	0,0086**	0,0040
Eğitim / Kırtasiye / Ofis Malzemeleri	0,0018	0,0035
Seyahat Acenteleri/Taşımacılık	0,0126*	0,0068
Konaklama	0,0120**	0,0053
Müteahhit İşleri	0,0049	0,0085
Havayolları	-0,0017	0,0191
Telekomünikasyon	0,0072**	0,0032
Bireysel Emeklilik	0,0777	0,0743
Doğrudan Pazarlama	-0,0042	0,0159
Kulüp / Dernek /Sosyal Hizmetler	0,0006	0,0116
Kumarhane/İçkili Yerler	0,0026	0,0202
Toplam Harcamalar	0,0029	0,0023

¹ Farkların farkı için aylık veriler Ocak 2022-Eylül 2025 dönemini kapsayacak şekilde 81 ilin 25 harcama alt kalemi TL karşılığı tutar verilerini içermektedir. İl ve ayxıyl zaman sabit etkilerine yer veren modelde standart hatalar il bazında kümelenmektedir. *, ** ve *** sırasıyla %90, %95 ve %99 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Dayanıklı ve yarı dayanıklı mal tüketimine ilişkin etkilerin ekonomik büyüklüğünün ve altın fiyatına göre esnekliklerin hesaplanması ile elde edilen sonuçlar Grafik 3'te yer almaktadır. Buna göre, dayanıklı ve yarı dayanıklı harcama gruplarında Eylül 2023-Eylül 2025 arasındaki iki yıllık dönemde altın fiyatları kaynaklı ilave artışın yüzde 6 ve 12 arasında olduğu görülmektedir. Örneğin, ortalama altın payına sahip bir ilin Elektrik-Elektronik Eşya ve Bilgisayar kalemi harcamalarında, Eylül 2023 sonrası altın fiyatlarının yatay varsayıldığı duruma göre ilave ortalama yüzde 12 artış gözlenmektedir. Bu durum, ekonomik olarak anlamlı büyüklükte bir etkinin varlığına işaret etmektedir.

Grafik 3. Eylül 2023 Sonrası Dönemde Harcama Tutarlarında Altın Fiyatları Kaynaklı Ortalama İlave Etki* (%)



* Altın fiyat artışının başladığı Eylül 2023 sonrası Eylül 2025'e kadarki dönemde altın fiyatı kaynaklı ortalama ilave etkiler gösterilmektedir. Esneklikler, farkların farkı tahmini katsayılarının Eylül 2023 dönemi için ortalama ülke altın oranı olan 9,4 ile çarpılması yoluyla hesaplanmaktadır.

Sonuç olarak yapılan analizler, küresel altın fiyatlarındaki hızlı artışın hanehalkı bilançoları kanalından dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim ürünlerinde harcama artışında rol oynadığına işaret etmektedir. Altındaki değerlendirme etkisinin öne çıktığı yakın dönemde servet kanalından gelen bu etkinin, iç talep ve çıktı açığının tahminleri üzerinde kalmasına neden olan faktörler arasında yer alabileceği değerlendirilmektedir.

Kaynakça

- Aiello, D., Baker, S. R., Balyuk, T., Di Maggio, M., Johnson, M. J. & Kotter, J. D. (2024). The effects of cryptocurrency wealth on household consumption and investment (NBER Working Paper No. 31445). National Bureau of Economic Research.
- Campbell, J. Y. & Cocco, J. F. (2007). How do house prices affect consumption? Evidence from micro data. *Journal of Monetary Economics*, 54(3), 591–621.
- Case, K., Quigley, J. & Shiller, R. (2005). Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market. *Advances in Macroeconomics*, 5(1), 1–34.
- Luengo-Prado, M.J. (2006). Durables, nondurables, down payments and consumption excesses, *Journal of Monetary Economics*, 53(7), 1509-1539.
- Mian, A., & Rao, K. & Sufi, A. (2013). Household balance sheets, consumption, and the economic slump. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1687–1726.
- Mian, A. & Sufi, A. (2011). House prices, home equity-based borrowing, and the US household leverage crisis. *American Economic Review*, 101(5), 2132–2156.
- Mian, A., & Sufi, A. (2014). What explains the 2007–2009 drop in employment? *Econometrica*, 82(6), 2197–2223.

Kutu 2.4

Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular

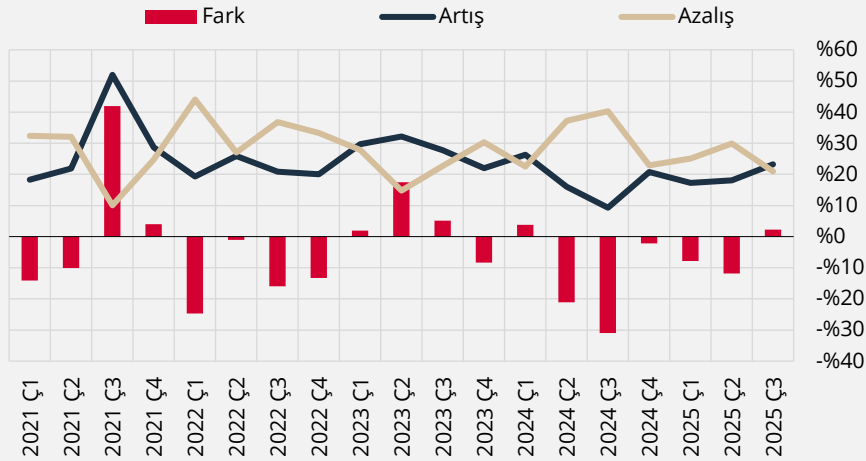
TCMB, reel sektör firmaları ile yüz yüze görüşmeler yaparak “**Reel Sektöre İktisadi Mercek (RESİM)**” çalışmasını yürütmektedir.¹ Bu kutu, temel olarak Temmuz-Eylül 2025 döneminde gerçekleştirilen görüşmelerden elde edilen bulguları ve son dönem tahsilat ve konkordato gelişmeleri hakkında firma değerlendirmelerini özetlemektedir.

Üçüncü çeyrek itibarıyla yurt içi satışlardaki sınırlı artış toplam talebi desteklerken, ihracatta risk vurgusu sürmüştür. Üretim faaliyetindeki ve yatırım duruşundaki zayıflık devam etmiştir.

Yurt içi satışlar üçüncü çeyrekte sınırlı bir artış göstermiştir.

Otomotiv, beyaz eşya ve hazır giyim sektörleri başta olmak üzere devam eden kampanyalar, ithal tüketim malları kaynaklı rekabet baskıları ve finansal koşullarda ikinci çeyreğe kıyasla gözlenen sınırlı gevşeme satışlara katkı vermiştir (Grafik 1). Bununla birlikte, alım gücündeki aşınmanın sürmesi çeyrek genelinde hanehalkı harcamalarını sınırlamış; okul ve işe dönüş dönemine ilişkin harcamalar firmaların beklentilerinin altında kalmıştır. Ekim ayındaki ilk görüşmelere göre, firmaların finansman maliyetlerinden kaçınma ve stok azaltma yönündeki çabaları satışları desteklemektedir.

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.

Firmalar arası ticarete, finansman koşullarındaki sıkılığa, tahsilat risklerine ve talep görünümüne ilişkin belirsizliğe vurgu sürmekle birlikte, otomotiv, savunma sanayi, konut ve bağlantılı sektörlerin siparişleri sınırlı artmıştır.

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 anekdotal bilgilerin konularına göre sayısallaştırılmasıyla üretilmektedir. Bu çalışma, firma görüşmeleri esas alınarak yapılan değerlendirme ve çıkarımları içermekte olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının görüşlerini yansıtmamaktadır. Elde edilen bilgi, bulgu ve grafikler daha sonra yayımlanacak resmi istatistik, bilgi ve bulgularla farklılık gösterebilir.

İhracat üçüncü çeyrekte sınırlı yükselirken aşağı yönlü risklere vurgu artmıştır.

Parite gelişmeleri ile tekstil, hazır giyim ve otomotiv yan sanayi gibi bazı sektörlerde daha katma değerli ürünlere yönelim yurt dışı satışları desteklemiştir. Öte yandan rekabet koşulları ve korumacılık politikaları ise ihracat üzerinde riskleri canlı tutmaya devam etmiştir. Özellikle Çin menşei ürünler kaynaklı rekabet baskısı ihracat pazarlarının tümünde sürmüştür, firmalar hem yeni müşterilere ulaşmakta zorlanmış hem de bazı müşterilerinde kayıplarla karşılaşmıştır. Ekim ayı görüşmeleri ihracatta mevcut seviyelerin son çeyrekte korunacağına işaret etmektedir.

Turizm sektöründe talep üçüncü çeyrekte geçen yılki seviyelerine yakınsamıştır. Temmuz ayında hem resort hem şehir otellerinde beklentilerin ve mevsim normallerinin gerisinde kalan talep, fiyat indirimlerinin etkisiyle ağustostan itibaren resort otellerinde daha belirgin, şehir otellerindeyse daha kademeli toparlanmıştır.

Üretim faaliyetinde çeyrek genelinde zayıflık sürmüştür.

Yurt içi talep görünümüne dair beklentilerdeki sınırlı iyileşme iç piyasa ağırlıklı firmaların üretimini desteklemiştir. İhracatçı firmaların üretimi ise önceki çeyrekteki seviyesini korumuştur. Finansal koşullardaki sıkılık, nakit akışındaki bozulmalar ve rekabet baskıları üretimi sınırlayan unsurlar olmuştur. Ekim ayı görüşmeleri ise üretimde sınırlı bir artış ima etmektedir.

Yatırım duruşundaki zayıf seyir devam etmiştir.

Talep görünümüne dair belirsizlikler ve finansal koşullardaki sıkılık yatırımları baskılamayı sürdürmüştür. Zayıf talep ve atıl kapasite gibi faktörlerin etkisiyle bazı sektörlerde yurt içi yatırımlar olumsuz etkilenmiştir. Firmaların önemli bir kısmı artan üretim maliyetleri ve düşen kârlılık ortamında risk almaktan kaçınarak mevcut üretim seviyelerini korumaya odaklanmıştır.

Sektörlerinde olumlu ayrışan, yüksek katma değerli ürün üreten veya öz kaynak yapısı daha güçlü firmalar yatırım yapmaya devam etmiştir. Bu dönemde kapasite artırıcı yatırımlar sınırlı kalırken, verimlilik ve rekabet artırıcı otomasyon ve modernizasyon yatırımları öne çıkmıştır.

İstihdam artış planı yapan firmaların yaygınlığında azalma eğilimi sürmüştür.

Gelecek altı aya ilişkin istihdam artış planlarındaki bozulmada yatırım duruşundaki zayıflık, talep görünümüne ilişkin belirsizlikler, azalan iş hacmi ve yüksek işgücü maliyeti etkili olmuştur. Maliyetleri azaltmak üzere yapılan otomasyon ve verimlilik artırıcı yatırımlar da istihdam artış planlarını baskılamayı sürdürmüştür.

Maliyet artışları yavaşlamakla birlikte fiyat artışı planlayan firmaların oranı önceki çeyreğe benzer düzeyde gerçekleşmiştir.

Girdi, tedarik ve finansman kaynaklı maliyet artışlarına yapılan atıflar bu dönemde azalmış, temmuz ayında asgari ücrette güncelleme yapılmaması işgücü maliyetlerindeki artışı sınırlamıştır. Öte yandan enerji maliyetlerine yapılan vurgu bir miktar artış göstermiştir.

Talep ve rekabet koşulları maliyet artışlarının fiyatlara tam olarak yansıtılmasını sınırlamaya devam etmiştir. Yansıtılamamış maliyetler, kârlılık düzeyleri ve maliyet artış beklentileri fiyat artışı planlayan firmaların oranının yatay seyretmesinde etkili olmuştur.

Finansman ihtiyacı üçüncü çeyrekte sınırlı azalmıştır.

İşletme sermayesi ihtiyacının azalmasında ağırlıklı olarak maliyet baskısındaki gerileme öne çıkmıştır. Yatırım duruşundaki zayıf seyre bağlı olarak yatırım amaçlı finansman ihtiyacı da azalmıştır.

Kredi koşulları ağırlıklı olarak faiz kanalından olmak üzere ikinci çeyreğe göre gevşemiştir. Kredi koşullarındaki kadar yaygın hissedilmemekle birlikte krediye erişimde de sınırlı bir rahatlama olmuştur.

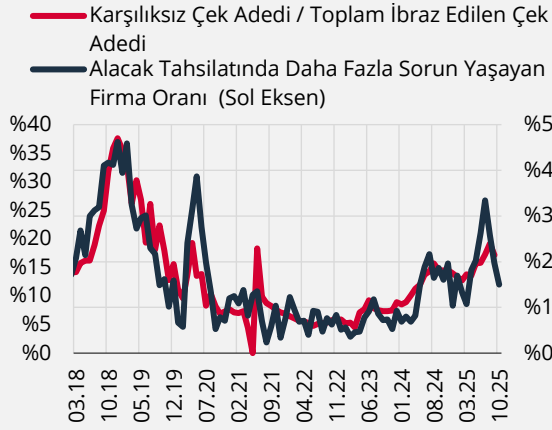
Firmalar arası ticaret koşulları çeyreğin ilk iki ayında firmaları daha çok zorlarken, ilave zorlaşmaya işaret eden firma oranı eylül ayında kısmen gerilemiştir. Alacak tahsilatında sorun yaşadığını belirten firmaların oranı önceki çeyreğe kıyasla artmış, aylık geçişlerde ise çeyrek boyunca azalmıştır. Bununla birlikte firmalar tahsilat sorununu en aza indirmek için müşteri seçiminde ihtiyatlılıklarını korumuş, güvenli satış kanalları ile alacak sigortası gibi enstrümanları kullanmaya devam etmiştir.

RESİM Odak: Tahsilat ve Konkordato Gelişmelerine İlişkin Firma Değerlendirmeleri

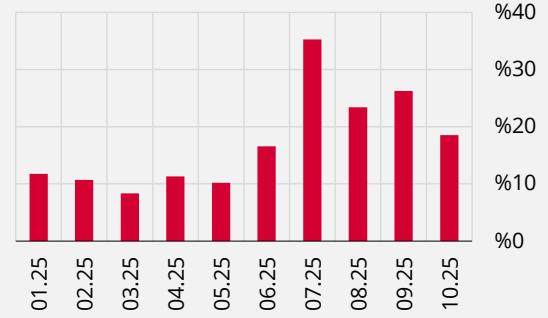
RESİM saha görüşmelerinde firmalar, tahsilat ve konkordato gelişmelerine ilişkin değerlendirmelerini de paylaşmaktadır. Görüşmelerde, konkordato başvurularının dönem dönem arttığı, bazı sektörlerde yoğunlaşma eğilimi gösterdiği ve konkordato sürecinde bulunan müşteriler nedeniyle de tahsilat kayıplarının yaşanabildiği ifade edilmiştir.

Tahsilat sorunlarına ve konkordatolara atıflar temmuz ayından itibaren gerilemeye başlamıştır.

Firma görüşmelerinde konkordatolara ve tahsilat sorunlarına yapılan atıflar yılın en yüksek seviyesine temmuz ayında ulaşmıştır. Alacak tahsilatındaki gecikmeler, karşılıksız çek oranlarındaki artış ve konkordato gelişmeleri temmuz ayında firmaların risk algısını yükseltmiştir. Ağustos ayıyla birlikte alacak tahsilatında ilave sorun yaşadığını belirten firmaların sayısı gerilemeye başlamış, eylül ve ekim aylarında düşüş devam etmiştir (Grafik 2). Benzer şekilde görüşmelerde konkordato risklerine yönelik vurgu da son aylarda bir miktar gerilemiştir (Grafik 3).

Grafik 2: Karşılıksız Çek Oranı ve Tahsilat Sorunu Yaşayan Firmaların Oranı

Kaynak: EVDS, TCMB RESİM.

Grafik 3: Firmaların Konkordato Atıf Oranı

Kaynak: TCMB RESİM.

Özetle, konkordato süreci firmaların tedarikçilerine olan ödemelerini erteleme imkânı tanıdığı için bu firmaların doğrudan ve dolaylı olarak ekonomik büyüklüklerdeki payları önem taşımaktadır. TCMB, reel sektörde konkordato başvurusu yapan firmalar ile tedarikçilerini ve ekonomideki paylarını; iktisadi faaliyetin görünümü, fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından yakından takip etmektedir.

Kutu 2.5

Reel Sektör Fiyatlama Davranışları ve Beklentiler

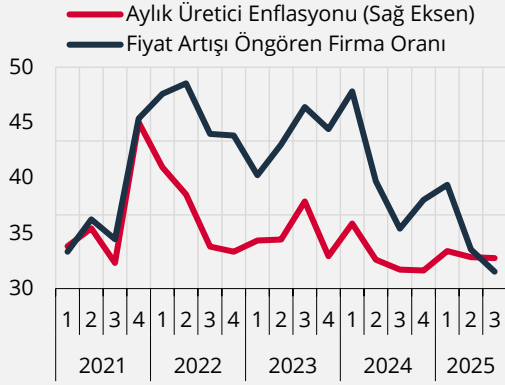
Firmaların fiyatlarını ne zaman ve ne ölçüde değiştireceklerine ilişkin karar süreçlerini yansıtan fiyatlama davranışları, enflasyon dinamikleri ve para politikası etkinliğinde önemli role sahiptir. Fiyatlama davranışlarının enflasyon beklentileriyle etkileşimi, dezenflasyon sürecinin hızını ve kalıcılığını şekillendiren ana unsurlardandır. Bu çerçevede, firmaların fiyatlama davranışları ve beklentilerinin yakından takibi merkez bankaları için kritik öneme sahiptir.

Bu kutuda, reel sektör firmalarının fiyatlama davranışları ve enflasyon beklentilerindeki son dönem eğilimleri incelenmekte, 2024 yılı haziran ayında başlayan dezenflasyon süreciyle uyumu değerlendirilmektedir. Bu amaçla, yurt içi satış fiyatlarında artış öngören firma oranı, fiyat değiştirme sıklığı ve fiyatta kalma süresine ilişkin göstergeler ile firmaların gelecek 12 aylık dönem itibarıyla, yıllık üretici enflasyon beklentilerinin dağılımı birlikte incelenmiştir.

Analizlerde TCMB tarafından aylık olarak yürütülen İktisadi Yönelim Anketi (İYA) mikro verileri kullanılmıştır. İYA, imalat sanayinde faaliyet gösteren firmaların yakın geçmiş ve mevcut durum değerlendirmeleri ile geleceğe yönelik beklentilerine ilişkin nitel; kapasite kullanım oranı ve enflasyon beklentilerine dair ise nicel bilgiler sunmaktadır. Bu yapıyla İYA, firmaların fiyatlama kararlarını şekillendiren unsurları bütüncül bir şekilde izleme imkanı sunmakta ve fiyatlama davranışlarına ilişkin çalışmalar için uygun, güvenilir, güncel ve zamanlı bir veri kaynağı niteliği taşımaktadır.

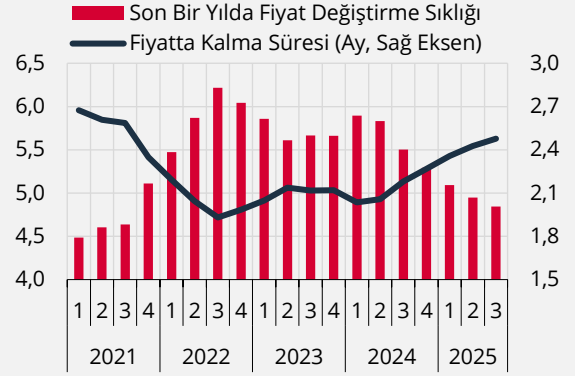
Firmalar fiyatlama kararlarını maliyet ve talep koşulları ile geleceğe ilişkin enflasyon beklentileri çerçevesinde şekillendirmektedir. Fiyat artışı yapan firma oranı arttıkça enflasyonun ivmelenmesi daha olasıdır. Nitekim, gelecek üç aylık dönemde iç piyasa satış fiyatında artış öngören firma oranı ile imalat sanayi üretici fiyatları enflasyonunun benzer hareket ettiği gözlenmektedir (Grafik 1).

Grafik 1: Yurt İçi Satış Fiyatında Artış Öngören Firma Oranı ve Yıllık Üretici Enflasyonu (%)



Kaynak: TÜİK, TCMB, Yazarın hesaplamaları.

Grafik 2: Reel Sektör Fiyat Değiştirme Sıklığı ve Fiyatta Kalma Süresi



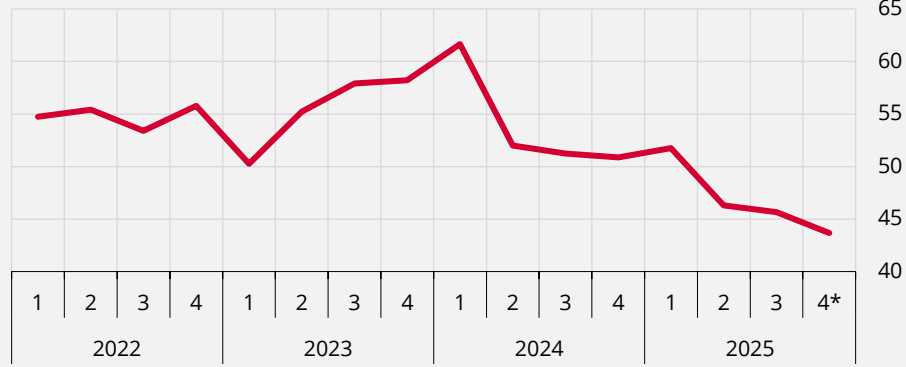
Kaynak: TCMB, Yazarın hesaplamaları.

2021-2024 döneminde yurt içi satış fiyatında artış öngören firma oranı ile üretici enflasyonu büyük ölçüde birlikte hareket ederken, 2025 yılında üretici enflasyonunun görece yatay bir görünüm sergilediği aylarda dahi satış fiyatında artış öngören firma oranı azalmıştır. Bu ayrışma, 2025 yılında reel sektör firmalarının fiyatlama davranışlarının geçmiş eğilimlerden ziyade orta vadeli dezenflasyon görünümü ve para politikasının yönlendirici sinyalleri doğrultusunda şekillendirmeye başladığına işaret etmektedir.

Grafik 2, reel sektör firmalarının son bir yıldaki fiyat değiştirme sıklığı ile ima edilen fiyatta kalma sürelerini göstermektedir. 2021-2022 döneminde yüksek enflasyon koşullarında fiyat değiştirme sıklığı artarken, fiyatta kalma süresi belirgin bir şekilde kısalmıştır. 2024 yılının ikinci yarısından itibaren fiyat değiştirme sıklığında gözlenen kademeli düşüş eğilimi 2025 yılı boyunca da sürmüştür ve göstergeler tarihsel ortalamalara yakınsamıştır. Bu bulgular, imalat sanayide fiyatlama davranışlarının daha dengeli

bir görünüme kavuştuğuna ve dezenflasyon süreciyle uyumlu hale geldiğine işaret etmektedir. Maliyet baskısı altında fiyat artışı öngören firma oranı da fiyatlama davranışlarındaki kademeli iyileşmeyi teyit etmektedir (Grafik 3).

Grafik 3: Maliyet Baskısı Altında Fiyat Artışı Öngören Firma Oranı (%)**



Kaynak: TCMB, Yazarın hesaplamaları.

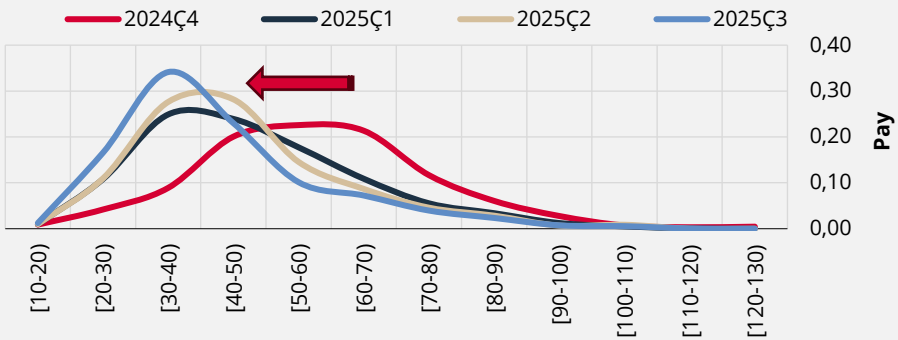
* Ekim 2025 verisidir.

** Maliyet baskısı altında fiyat artışı öngören firma oranı, son üç ayda alınan iç piyasa sipariş miktarının aynı kaldığını ve maliyetin arttığını belirten firmalar arasında gelecek üç ayda yurt içi satış fiyatında artış öngörenlerin payını göstermektedir.

Son dönemde imalat sanayinde maliyet baskılarına rağmen fiyat artışı öngören firma oranının gerilemesi, firmaların maliyet artışlarını fiyatlarına yansıtma konusunda daha temkinli davrandığını göstermektedir (Grafik 3). Bu gelişme, reel sektör fiyatlama davranışlarının geçmiş ataletten uzaklaşıp orta vadeli dezenflasyon görünümü ve para politikasının yönlendirici sinyalleri doğrultusunda şekillenmeye başladığına işaret etmektedir.

Reel sektör fiyatlama davranışlarındaki normalleşme ve temkinli iyileşme beklentiler kanalındaki iyileşmeyle de desteklenmektedir (Grafik 4). Gelecek on iki aylık enflasyon beklentisi dağılımının 2025 yılında istikrarlı bir şekilde sola kayarak daralması, reel sektör beklentilerindeki farklılaşmanın azaldığını ve enflasyon beklentilerinin para politikası hedefi etrafında daha güçlü biçimde cıpalanmaya başladığını göstermektedir. Bu gelişmeler, reel sektörün fiyatlama davranışları ve beklentilerinde gözlenen iyileşmenin dezenflasyon sürecine kalıcı bir zemin oluşturduğunu teyit etmektedir.

Grafik 4: Gelecek 12 Aylık Üretici Fiyat Enflasyon Beklentisi Dağılımı



Gelecek 12 Aylık Dönemde Üretici Fiyat Enflasyon Beklentisi (Yıllık, %)

Kaynak: TCMB, Yazarın hesaplamaları.

Sonuç olarak, 2025 itibarıyla reel sektör fiyatlama dinamikleri daha istikrarlı ve öngörülebilir bir görünüme kavuşmuştur. Maliyet baskısı altındaki firmalarda dahi fiyat artışı öngören firma oranındaki gerileme, fiyatta kalma sürelerinin uzaması ve enflasyon beklentilerindeki iyileşme, reel sektör fiyatlama davranışlarında atalet etkisinin azaldığını göstermektedir. Fiyatlama davranışlarında gözlenen iyileşmenin para politikası güvenilirliğini ve beklentiler kanalıyla etkinliği destekleyerek dezenflasyon sürecinin kalıcılığına katkı sağlamaktadır.

Kaynakça

Atabek-Demirhan (2025), "Monitoring Pricing Behavior Dynamics Through the Lens of Business Tendency Surveys", Central Bank Review (hakemlik sürecinde).

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

2025 yılının ikinci çeyreğinde büyüme öngörülerinin üzerinde gerçekleşmiştir. İkinci çeyrek verilerinin açıklanmasıyla birlikte, TÜİK milli gelir istatistiklerinde kapsamlı bir revizyon gerçekleştirmiştir. Revize edilerek açıklanan verilere göre büyüme ikinci çeyrekte öngörülerin üzerinde olmuş, nihai yurt içi talep ise zayıf seyrini korumuştur. Bu çerçevede, 2025 yılının ikinci çeyreğine ilişkin çıktı açığı tahmini -0,2 puan olarak yukarı yönlü güncellenmiştir. Yakın döneme ilişkin veriler, çıktı açığının üçüncü çeyrekte negatif bölgede seyrettiğine işaret etmektedir. Kartla yapılan harcamalar ve perakende satış hacim endeksi tarihsel eğilimlerinin altında kalmıştır. Ağustos ayı itibarıyla sanayi üretimi tipik oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında çeyreklik bazda sınırlı olarak gerilerken, hizmet üretimi yatay seyrini sürdürmüş ve inşaat üretim endeksi güçlenmiştir. Ayrıca, İYA ve PMI gibi anket bazlı göstergeler de yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretiminin zayıf kaldığına işaret etmektedir. İşgücü piyasası manşet işsizlik oranlarının ima ettiği kıyasla daha az sıkı olan seyrini sürdürmüştür. Üçüncü çeyreğe ait çıktı açığı tahminlerinde, büyük ölçüde ikinci çeyrekteki güncelleme kaynaklı yukarı yönde bir değişiklik yapılmıştır (Tablo 3.1.1). Önümüzdeki dönemde, finansal koşullardaki sıkılığın sürmesi ve küresel gelişmelerin sınırlayıcı etkileriyle talep koşullarının dezenflasyon sürecine olan katkısının artacağı öngörülmektedir.

Tüketici enflasyonu ekim ayında yüzde 32,9 ile bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığı üst bandının üzerinde gerçekleşmiştir. 2024 yılı haziran ayında başlayan dezenflasyon süreci 2025 yılı üçüncü çeyreğinde yavaşlamakla birlikte devam etmektedir. Mevcut Rapor döneminde gıda ve alkolsüz içecekler grubunda fiyat artışları hızlanmış, bu durum tüketici enflasyonundaki düşüşü sınırlayan temel unsur olmuştur. Bu dönemde, işlenmemiş gıda grubunda bir süredir devam eden destekleyici seyrin tersine dönerken işlenmiş gıdada da fiyat artışları güçlenmiştir. Hizmet grubunda üçüncü çeyrekte özellikle okula dönüş etkisi belirgin olmuş, zamana bağlı fiyatlamaya davranışı sergileyen ve geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi yüksek olan kalemlerdeki fiyat ayarlamaları öne çıkmıştır. Temel mal enflasyonu ise bu mevcut Rapor döneminde de ılımlı seyrini korumuştur. Üretici enflasyonu son dönemde artış göstermesine karşın, tüketici yıllık enflasyonundan daha düşük seviyede seyretmeye devam etmektedir.

Çekirdek göstergelerin yıllık artışlarındaki aşağı yönlü eğilim hız kesmiştir. Ağustos ayında yatay seyreden ana eğilim, eylül ayında geçici artış göstermiş, ekim ayında ise gerilemiştir. Bununla birlikte, 3 aylık ortalamalar bazında incelendiğinde ana eğilim göstergeleri görece yatay bir görünüm sergileyerek dezenflasyon sürecinin yavaşladığını ima etmiştir.

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2025-II	2025-III
Çıktı Açığı (Yüzde)	-0,2 (-1,1)	-0,6 (-2,0)
Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	33,5 (33,5)	32,9 (30,0)
B Endeksi Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	33,8 (33,8)	32,5 (29,5)

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

** 2025-II için temmuz, 2025-III için ekim enflasyonunu belirtmektedir.

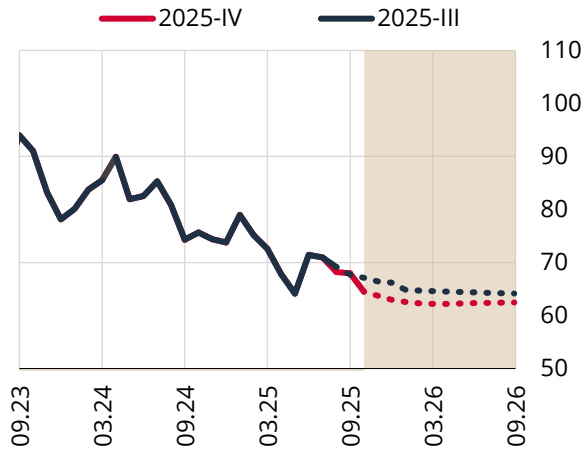
Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler sürerken küresel büyüme görünümü zayıf kalmaya devam etmiştir. İkili anlaşmalar tarife oranlarının artışını bir miktar sınırlasa da tarife oranları geçmişe göre yüksek düzeylerini sürdürmüş, küresel ticarete korumacılık eğilimi yıl başına göre artmıştır. Ayrıca, ABD-Çin arasında süregelen müzakereler ve ABD'de devam eden yasal süreçler ticaret politikalarındaki belirsizliğin yüksek düzeylerde kalmasına neden olmaktadır. Korumacı önlemlerin etkilerinin 2026 yılında da belirginleşerek süreceği değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda, Türkiye'nin ihracat ağırlıkları esas alınarak hesaplanan küresel büyüme endeksinin yıllık artış oranı varsayımı, 2025 yılı için yüzde 2,0 olarak korunurken, 2026 yılı için ise yüzde 2,2 olarak bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla sınırlı bir miktarda aşağı yönlü revize edilmiştir (Tablo 3.1.2).

GOÜ'e yönelen portföy akımları küresel belirsizlikler nedeniyle dalgalı seyretmiştir. Devam eden ticaret gerilimleri ve jeopolitik gelişmelerin yanı sıra ABD'deki hükümet krizi risk iştahında dalgalanmalara yol açmıştır. Ülkelere özgü faktörler kaynaklı olarak farklılaşma görülmekle birlikte merkez bankaları faiz indirimlerine devam etmiştir. Mevcut Rapor döneminde, gelişmiş ülkelerde faiz indirim sürecinin devam ettiği; bazı merkez bankalarının ise indirimlere ara verdiği görülmüştür. Vadeli işlemler piyasasında ima edilen politika faizleri, geçtiğimiz Rapor döneminde de olduğu gibi, GOÜ merkez bankalarının parasal sıkılığı koruyarak politika faizlerini enflasyon oranlarının üzerinde belirlemeye devam edeceklerine işaret etmektedir. Oynaklık göstergeleri bir önceki Rapor dönemine göre bu dönemde artmış, küresel risk iştahında dalgalanmalar gözlenmiştir. Bu gelişmeler GOÜ hisse senedi ve tahvil piyasalarına giriş-çıkışların dalgalı seyretmesine yol açmıştır. Öte yandan, küresel ekonomi ve ticaret politikalarına ilişkin devam eden belirsizlikler ile son dönemde de süregelen jeopolitik riskler, GOÜ'e yönelen portföy girişleri üzerinde önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir.

Rapor döneminde emtia fiyatları alt kalemleri arasında belirgin bir ayrışma gözlenmiştir. Ham petrol fiyatları dönem içinde kısa süreli yükselişler gösterse de küresel talebin zayıf seyretmesi ve artan petrol arzı nedeniyle gerilemiştir. Buna paralel olarak, 2025 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı 69,0 ABD doları, 2026 yılı varsayımı ise 62,4 ABD doları olarak belirlenmiştir (Grafik 3.1.1). Enerji emtia fiyatları da petrol fiyatlarına benzer şekilde, mevcut Rapor döneminde gerilemiş, ancak dönem içinde jeopolitik gelişmelere bağlı olarak dalgalı seyretmiştir. Buna karşın, enerji dışı emtia fiyatlarında değerli ve endüstriyel metaller öncülüğünde artış izlenmiştir. Merkez bankalarının rezerv çeşitlendirme stratejileri ve güvenli liman talebinin artışı altın fiyatlarını desteklemiştir. Tarımsal emtia fiyatları ise görece yatay seyrederken genel endeksteki yükselişi sınırlamıştır. Tüm bu gelişmeler çerçevesinde, ithalat fiyatları varsayımları 2025 yılı için yüzde 0,8 artış, 2026 yılı için ise yüzde 0,6 düşüş olarak yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 3.1.2 ve Tablo 3.1.2).

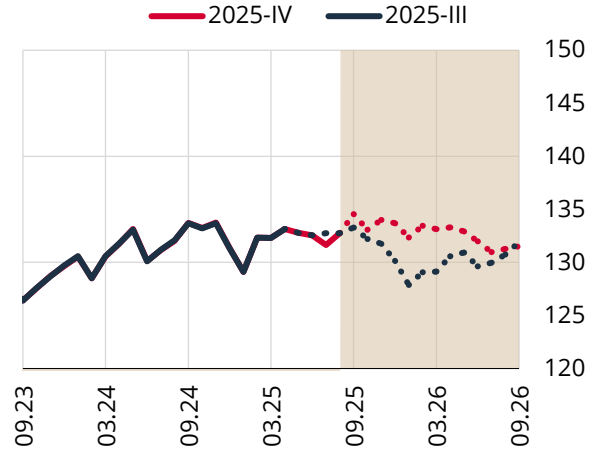
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



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 2025 ve 2026 yılları için yukarı yönlü güncellenmiştir. Mevcut Rapor döneminde, işlenmemiş gıda grubunda bir süredir devam eden destekleyici seyir tersine dönmüş, işlenmiş gıdada fiyat artışları da güçlenmiştir. Gıda fiyatları üzerinde olumsuz seyreten hava koşulları (zirai don, kuraklık), bazı tarımsal alım fiyatları, arz kaynaklı sorunlar (şap hastalığı gibi) ile mevsimsel talep artışının etkileri öne çıkmış ve fiyat artışları son üç aylık dönemde güçlenmiştir. Bu doğrultuda, gıda fiyatları enflasyonuna ilişkin varsayım 2025 yılı için yüzde 32,3'e güncellenmiştir. 2026 yılı gıda fiyat enflasyonu varsayımı ise yakın dönem seyri ve arz koşulları kaynaklı etkiler dikkate alınarak yüzde 18'e güncellenmiştir (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

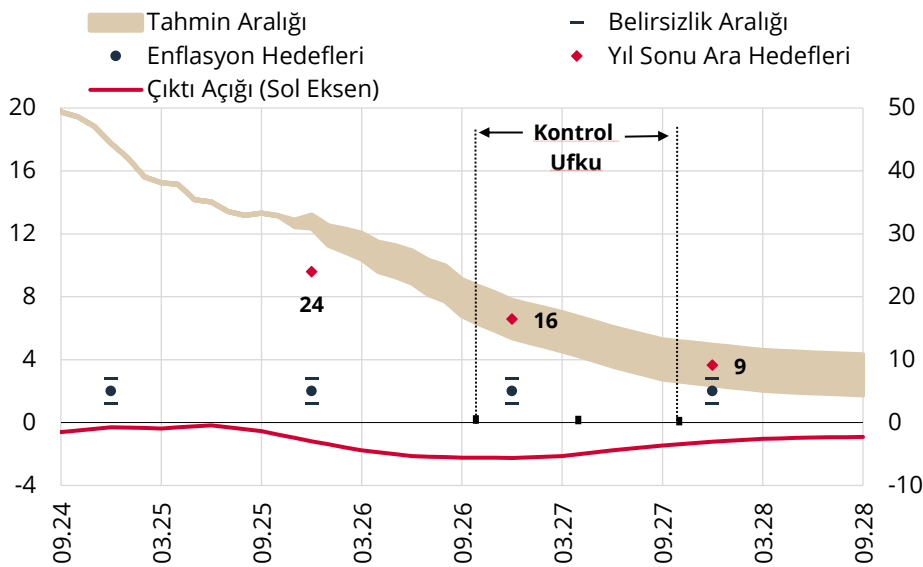
	2025	2026
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,0 (2,0)	2,2 (2,3)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	69,0 (69,8)	62,4 (64,4)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,8 (0,3)	-0,6 (-1,3)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	32,3 (26,5)	18,0 (17,0)

* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

Tahminler üretilirken makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle, enflasyonu düşürmeye odaklı ve koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu kapsamda, orta vadeli tahminler oluşturulurken maliye politikasının eş güdümünün dezenflasyon sürecine önemli katkı sağlayacağı ve kamu kontrolündeki yönetilen-yönlendirilen fiyat, borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Nitekim, 2026-2028 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program, önümüzdeki dönemde bütçe dengelerinde öngörülen iyileşmenin faiz dışı harcamalardaki azalış ile sağlandığı bir çerçevede oluşturularak maliye politikasının dezenflasyon sürecinde destekleyici olacağına işaret etmektedir.

3.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2025 yıl sonunda yüzde 31 ile yüzde 33 aralığında; 2026 yıl sonunda ise yüzde 13 ile yüzde 19 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2027 yıl sonunda tek haneli seviyelere geriledikten sonra orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 3.2.1). Önceki Enflasyon Raporunda paylaşıldığı üzere orta vadeli tahmin iletişimi çerçevesinde değişikliğe gidilerek tahmin patikasının yanı sıra 2025, 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla yüzde 24, yüzde 16 ve yüzde 9 olacak şekilde ara hedef tanımlanmıştır. TCMB, enflasyon gerçekleştirmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini göz önünde bulundurarak ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği parasal sıkılığı sağlayacaktır.

Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri* (%)

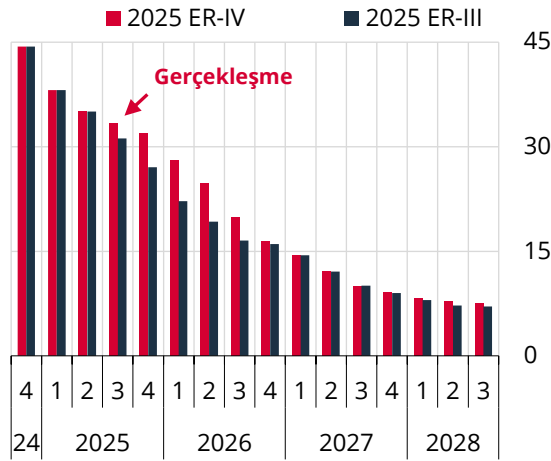
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

2025 yılı enflasyon tahmin aralığı yukarı yönlü güncellenirken, para politikasına dair öngörülen patikanın önceki Rapor dönemine göre daha yukarıda kaldığı bir görünüm altında 2026 yılı tahmin aralığı korunmuştur.

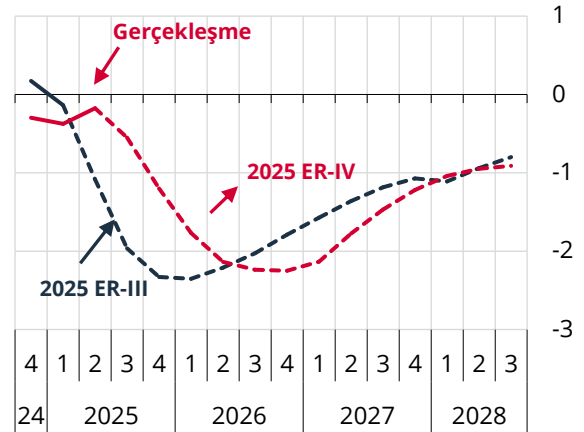
Tahmin patikasının yukarı güncellenmesinde ana eğilimin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi ve gıda fiyatı varsayımındaki artış belirleyici olmuştur. Gıda grubu fiyatları, yakın dönemde güçlü artışlar sergileyerek yıllık enflasyondaki düşüşün duraklamasında etkili olmuştur. Diğer taraftan, kira ve eğitim kalemleri başta olmak üzere geçmişe endeksleme eğilimi yüksek kalemler enflasyondaki ataletin sürmesine neden olmaktadır. Bu bağlamda, ana eğilim ve enflasyon beklentilerindeki gerileme öngörülenden sınırlı olmuştur. Petrol ve enerji fiyatları varsayımındaki düşüşe karşın, enerji dışı emtia fiyatlarındaki artış kaynaklı olarak Türk lirası cinsi ithalat fiyatı varsayımındaki güncelleme tahminleri artış yönünde etkilemiştir. Bu gelişmelerin yanı sıra son dönemde çıktı açığının öngörülenin üzerinde seyretmesi tahmini yukarı yönde etkilemiştir (Grafik 3.2.2 ve Grafik 3.2.3). 2026 yılına ilişkin gıda ve ithalat fiyatları varsayımlarındaki güncelleme yıl sonu enflasyon tahminini artırıcı yönde etkilemektedir. Ancak, para politikasına dair öngörülen patikanın önceki Rapor dönemine göre daha yukarıda olduğu bir görünüm altında para politikası duruşunun talep koşulları üzerindeki etkisinin belirginleşmesi ve enflasyon beklentilerinin iyileşmesi yıl sonu enflasyon tahminini aşağı yönlü etkilemektedir. Söz konusu yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesi nedeniyle 2026 yıl sonu enflasyon tahmin aralığı korunmuştur.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini (%)



Kaynak: TCMB.

Tahminler oluşturulurken küresel büyüme görünümünün zayıf olduğu, ülke risk priminde bozulma olmadığı bir görünüm esas alınmıştır. Küresel büyüme ve enflasyon görünümü üzerindeki belirsizlik devam etmektedir. Jeopolitik riskler ve küresel ticaret politikalarındaki belirsizlikler gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy hareketleri üzerinde aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Para politikasındaki sıkı duruş ve TCMB uluslararası rezervlerinin mevcut seviyesi, küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların ülke risk primine olası olumsuz etkilerini sınırlamaya yardımcı olacaktır.

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

Enflasyon beklentilerinin hedeflere yakınsaması enflasyonun düşük seviyelerde istikrar kazanması açısından önem taşımaktadır. Enflasyon beklentileri eylül ayında aylık enflasyonun öngörülenin üzerinde gelmesinin etkisiyle artış göstermiştir. Bu durumun fiyatlamada davranışları üzerinde oluşturduğu riskler dikkate alınarak ekim ayında faiz indirimi sınırlı tutulmuştur. Tahmin döneminde diğer ekonomi politikalarının para politikası ile eş güdümünü güçlendirerek sürdürmesi talep, maliyet ve beklenti kanalları üzerinden enflasyondaki düşüşe katkı sağlayacaktır.

Fiyat istikrarı sağlanana kadar sürdürülecek sıkı para politikası duruşu talep, kur ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini güçlendirecektir. Çıktı açığının yılın üçüncü çeyreğinde sıkı finansal koşulların ve dış talepteki zayıf seyrin etkisiyle gerileyerek dezenflasyon sürecine desteğini artırdığı tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.3). Yakın dönemde enflasyonun ana eğilimi yataylaşmıştır. Sıkı parasal duruş altında söz konusu etkilerin geçici olacağı ve önümüzdeki dönemde ana eğilimin gerilemeye devam edeceği öngörülmektedir. Sıkı parasal duruşun iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin zamanla daha belirgin hale gelmesi ve enflasyon beklentilerinin hedeflerle uyumlu olarak iyileşmesi beklenmektedir.

3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları

Önceki bölümde verilen orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulu'nun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Buna karşın, varsayımlara dair çeşitli riskler enflasyon görünümünü değiştirerek ana senaryoda öngörülen para politikası duruşunun farklılaşmasına yol açabilmektedir. Enflasyon görünümünü değiştirme ihtimali bulunan riskler aşağıda sıralanmış ve Tablo 3.3.1'de özetlenmiştir.

Küresel ticaret politikalarındaki korumacı eğilimlerin küresel iktisadi faaliyet ve enflasyon üzerinde oluşturduğu belirsizlikler yakından takip edilmektedir. İkili ticaret anlaşmalarıyla belirsizlik göstergelerinde kısmi bir iyileşme gözlenirse de küresel ticarette korumacılık eğilimi yüksek seyretmektedir. Bu durum, küresel büyüme ve enflasyon üzerindeki risklerin sürmesine neden olmaktadır. Küresel talepteki zayıf seyir emtia fiyatlarını baskılamakta, tarife adımları maliyet kanalıyla küresel enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bu çerçevede, korumacı ticaret politikalarının seyrine ilişkin belirsizlikler, risk algıları ve maliyet kanalları aracılığıyla yurt içi enflasyon tahminleri üzerinde, önceki Rapor dönemine göre daha sınırlı olmakla birlikte, yukarı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.

Küresel emtia fiyatları üzerinde hem aşağı hem de yukarı yönlü riskler canlılığını korumaktadır. Bir önceki Rapor dönemine göre enerji fiyatları önemli oranda gerilemiştir. Küresel talepteki zayıf seyir ve OPEC+ üyesi ülkelerin petrol üretimini artırma kararlarını sürdürmesi ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturmaktadır. Enerji dışı emtia grubunda ise, değerli ve endüstriyel metaller öncülüğünde fiyat artışları devam etmiştir. Bu görünüm enerji dışı emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Küresel emtia fiyatları üzerindeki aşağı ve yukarı yönlü riskler küresel enflasyon görünümüne ilişkin belirsizlikleri de canlı tutmaktadır.

Gıda fiyatlarının son dönemdeki seyri enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinde gıda fiyatları üzerinde arz yönlü unsurların etkisi belirgin olarak hissedilmiştir. Zira don ve artan sıcaklıkların etkisiyle rekolte kayıplarının arttığı gözlenmektedir. Bu gelişmeler, işlenmemiş gıda grubunda bir süredir devam eden destekleyici seyrin tersine dönmesine, işlenmiş gıdada da fiyat artışlarının güçlenmesine neden olmaktadır. Söz konusu unsurlar gıda fiyatlarının genelinde yukarı yönlü riskleri artırmıştır. Mevsimsel talep artışları ve bazı tarımsal alım fiyatlarındaki yükselişler de bu görünümü desteklemektedir. Bu çerçevede, arz yönlü unsurların sürmesi halinde, gıda fiyatlarındaki olumsuz seyrin bir süre daha devam edebileceği değerlendirilmektedir.

Başta gıda olmak üzere son dönem fiyat gelişmelerinin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları kanalıyla dezenflasyon süreci üzerinde oluşturduğu riskler belirginleşmiştir. Tüketici, firma ve piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri yüksek seviyelerini korumakta, bu durum portföy tercihleri, tüketim eğilimi, kredi talebi ve fiyatlama davranışları kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini geciktirebilmektedir. Mevcut Rapor döneminde enflasyon beklentilerindeki gerileme eğilimi kesintiye uğramıştır. 2025 ve 2026 yıl sonlarına ilişkin enflasyon beklentilerinin ara hedeflerin üzerinde seyretmesi enflasyon görünümü üzerinde risk unsuru olmaktadır. Ayrıca, beklentilerin olumlu yönde gelen veri sürprizlerine görece düşük, olumsuz yönde gelenlere ise yüksek tepki verdiği gözlenmektedir (Kutu 3.1). Söz konusu bu asimetri, beklentilerin henüz yeterince çapalanmadığına işaret ederek dezenflasyon süreci üzerinde risk oluşturmaktadır.

Fiyatlama davranışlarında geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi güçlü seyrini korumaktadır. Yıllık enflasyondaki gerileme ve beklentilerde iyileşme eğilimine rağmen, özellikle hizmet grubu kalemlerinde geçmişe endekli fiyatlama davranışlarının devam etmesi, enflasyondaki katılığı artırmakta ve para politikasının etkinliğini sınırlamaktadır. Kira alt grubunda sözleşme yenileme oranlarının zayıflaması olumlu bir gelişme olmakla beraber, yıllık kira enflasyonu öngörülene kıyasla dirençli bir seyir izlemiştir. Eğitim hizmetlerinde ise eylül dönemi itibarıyla güncellenen özel üniversite ücretleri, servis ve yurt ücretleri ile kreş hizmetlerindeki artışlar, hizmet enflasyonundaki ataletin güçlenmesine yol açmıştır. Bu gelişmeler, hizmet enflasyonunun ana eğiliminde beklenen yavaşlamayı sınırlamakta ve dezenflasyon sürecine yönelik riskleri artırmaktadır.

Dezenflasyon sürecinde para ve maliye politikaları arasındaki eşgüdümün sürmesi büyük önem arz etmektedir. Maliye, vergi, harcama ve gelirler politikası, üretim maliyeti ve talep kanalları ile enflasyon ve beklentiler üzerinde etkili olabilmektedir. 2026 yılının başında yönetilen-yönlendirilen fiyat ve vergi kalemleri üzerinde etkili olması beklenen yeniden değerlendirme oranı ve maktu ÖTV artışının belirlenmesinde ara hedeflerin gözetilmesi geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına katkı sağlayacaktır. Söz

konusu düzenlemeler dolaylı olarak beklentiler üzerinden de dezenflasyon patikasına etki edebilmektedir. Ayrıca, Orta Vadeli Program'da öngörülen bütçe dengesi hedeflerine vergi oranı artışları yerine harcamalardaki düşüşün önceliklendirilerek ulaşılması makroekonomik dengelenmeyi ve enflasyonla mücadeleyi destekleyecektir. Bütçe ve nakit açığı, kamu borçlanması ile kamu iştiraklerinin kullanacağı krediler, likidite ve para arzı üzerinde etki yaratabilmekte ve enflasyon görünümünü etkileyebilmektedir.

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	- Ticaret politikalarında korumacı eğilimler enflasyon üzerinde her iki yönlü risk oluşturmaktadır. ↔ - Petrol fiyatları üzerinde küresel talepteki zayıf seyir ve OPEC+ üyesi ülkelerin petrol üretimini artırma kararlarını sürdürmesi aşağı yönde etkide bulunmaktadır. ↓ - Değerli ve endüstriyel metallerde fiyat artışlarının devam etmesi enerji dışı emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. ↑	- 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
Enflasyon beklentileri	- Enflasyon beklentilerinin veri sürprizlerine asimetrik tepki vermesi ve beklentilerin ara hedeflerden yüksek seviyelerde seyretmesi yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↑ - Son dönem fiyat gelişmelerinin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları kanalıyla dezenflasyon süreci üzerine etkileri yakından takip edilmektedir. ↑	- 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
Fiyatlama davranışlarında geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin güçlü seyretmesi	- Özellikle hizmet enflasyonundaki katılığın devam etmesi enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. ↑ - Kira ve eğitim alt gruplarında öne çıkan geçmiş enflasyona endeksleme davranışı riskleri belirginleştirmektedir. ↑	- Temel enflasyon göstergeleri - Hizmet enflasyonu ataleti - Kira fiyatları - Eğitim fiyatları

Gıda fiyatları	Zirai don, yüksek sıcaklık ve düşük yağışlara bağlı oluşan kuraklığın devam etmesi, tarımsal üretimi olumsuz etkileyerek gıda fiyatları üzerinde arz kaynaklı yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.	↑	- 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
Para ve maliye politikalarının eş güdümünün etkinliğine dair riskler	Para ve maliye politikalarının eş güdümünün sektöre uğraması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturabilecektir.	↑	- 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.

Kutu 3.1

Enflasyon Beklentileri, Tahmin Hataları ve Karamsar Yanlılık

Ekonominin farklı birimlerinin enflasyon beklentilerini nasıl oluşturduğu, para politikasının etkinliği açısından büyük öneme sahiptir. Rasyonel beklentiler kuramını baz alan teorik literatürde, ekonomik birimler beklentilerini oluştururken mevcut tüm bilgileri dikkate almakta ve dolayısıyla sistematik tahmin hataları olmamakta, yani hatalar öngörülemez olmaktadır. Ampirik literatür ise, özellikle hanehalkı ve firmaların beklentilerinin gerçekleşen enflasyondan çoğu zaman sistematik biçimde saptığını ve yeni bilgilere yavaş tepki verdiğini göstermektedir. Bu sapmaları açıklamanın bir yolu, ekonomik birimlerin makroekonomik sinyalleri toplama ve işleme sürecinde maliyetlerle karşılaştığını varsayan “bilgi katılıkları” mekanizmalarını kullanmaktır (Mankiw ve Reis, 2002; Sims, 2003). Bilgi edinimini zorlaştıran bu tür sürtünmeler (information frictions), para politikasının aktarım kanallarını zayıflatabilmekte ve büyük şokların ardından beklentilerin yeniden çıpılanmasını geciktirebilmektedir. Bu çalışmada 2009 Ocak–2025 Ekim dönemine ait Piyasa Katılımcıları Anketi (PKA) panel verisi kullanılarak tahmin hatalarının kalıcılığına ilişkin mikro düzeyde analizler sunulmaktadır. Ayrıca, çalışmanın son kısmında farklı yönlerdeki tahmin hatalarının beklenti oluşumu üzerindeki etkileri incelenmektedir.

Son yıllarda yapılan anket bazlı çalışmalar bu tür katılıkları varlığına dair bilgiler sunmaktadır. Coibion ve Gorodnichenko (2015), ABD’de hanehalkı enflasyon beklentilerinin aşırı oynak ve geçmişe dayalı olduğunu ve daha çok belirgin fiyat değişimlerinden etkilendiğini göstermektedir. D’Acuneto ve diğerleri (2021) sıklıkla satın alınan ve fiyatı dalgalanan ürünlere (gıda, enerji gibi) maruz kalmanın, özellikle yüksek enflasyon ortamlarında, enflasyonun sistematik biçimde yüksek beklenmesine yol açtığını bulgulamıştır. Firmalar tarafında ise, Coibion ve diğerleri (2018) ABD’li firmaların çoğu zaman doğru makroekonomik tahminlere erişemediğini ve beklentilerini nadiren güncellediğini, bunun da kalıcı tahmin hatalarına neden olduğunu göstermektedir.

Bilgi katılığı altında beklenti oluşumuna teorik olarak Calvo tarzı bilgi sürtünmesi mekanizması ile bakılabilmektedir (Mankiw ve Reis, 2002; Sims, 2003). Calvo tarzı bilgi katılığı altında, her periyotta, iktisadi birimlerin $\lambda \in (0,1]$ oranlık bir kısmı tahminlerini yeni bilgilerle güncellerken, kalan $(1 - \lambda)$ oranlık kısmı da geçen dönemki tahminlerini kullanmaktadır. Notasyon olarak F_t^h ; y değişkeni için t zamanında oluşturulan h -dönem sonrasına ilişkin tahmini ve $F_t^{*,h} = E_t[y_{t+h}|\Omega_t]$ rasyonel (tam bilgili) tahmini göstermektedir. Bu çerçevede Calvo bilgi katılığında F_t^h , denklem (1)’e göre oluşmaktadır:

$$F_t^h = (1 - \lambda)F_{t-1}^h + \lambda F_t^{*,h} \quad (1)$$

Rasyonel beklentiler altında y değişkenine ilişkin gerçekleşme $y_{t+h} = F_t^{*,h} + \varepsilon_{t+h}$ şeklinde tanımlanabilmektedir. ε_{t+h} , t anında mevcut bilgiye ortogonal olan şokları göstermektedir. Tahmin hatasının $FE_t^h = y_{t+h} - F_t^h$ olarak tanımlandığı durum altında denklem (1) denklem (2)’ye dönüşmektedir:

$$FE_t^h = (1 - \lambda)FE_{t-1}^h + u_t^h \quad E[u_t^h FE_{t-1}^h] = 0 \quad (2)$$

Denklem (2)’de u_t^h , y değişkenine ilişkin öngörülemeyen bilgileri temsil etmekte ve FE_{t-1}^h ’ye ortogonal olmaktadır. Denklem (2), tahmin hatasının otoregresif katsayılı AR(1) bir yapı izlediğini göstermektedir. Bu durum tahmin hatalarında sistematik bir yapı olduğuna işaret etmektedir.

PKA verileri kullanılarak yapılan analizde tahmin hatalarının kalıcılığını değerlendirmek için, tahmin hatalarını bilgi katılıklarıyla ilişkilendiren Coibion ve Gorodnichenko’nun (2015) ampirik metodolojisi izlenmiştir. Analizlerde katılımcı bazında anket verileri kullanılmıştır. Bu sayede, belirli bir dönemde tahmin hataları yapan katılımcıların sonraki dönemlerde de -bilgi katılığını reddetmeyen şekilde- sistematik hata yapma eğiliminde olup olmadığı araştırılabilmektedir. Tahmin hatası, ilgili ay için gerçekleşen enflasyon ile i katılımcısının 12 ay önce ilgili dönem için beklediği enflasyon oranı arasındaki farkın mutlak değeri olarak tanımlanmaktadır: $|FE_{it}| = |\pi_{t+12} - E_t[\pi_{t+12}]|$. Söz konusu hataların kalıcılığını ölçmek için de Denklem (3) tahmin edilmektedir:

$$|FE_{it}| = \beta_0 + \beta_1 |FE_{it-1}| + \alpha_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Burada temel açıklayıcı değişken, katılımcı bazındaki tahmin hatasının gecikmeli değerini gösteren $|FE_{it-1}|$ 'dir. α_i katılımcı düzeyinde gözlemlenemeyen heterojenliği yakalayan bireysel sabit etkilerdir. λ_t ise tüm katılımcılar için ortak olan makroekonomik şokları kontrol eden zaman sabit etkileridir.

β_1 katsayısı, tahmin hatalarındaki kalıcılık derecesini ölçmekte ve katılımcıların tahmin hatalarını ardışık dönemlerde sistematik olarak tekrarlayıp tekrarlamadıklarını göstermektedir. Dolayısıyla, β_1 katsayısı, geçmiş tahmin hatalarının mevcut tahmin hatalarını ne ölçüde etkilediğini göstermektedir. Pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir β_1 , katılımcıların yeni bilgilere dayanarak beklentilerini tam olarak güncellemediklerini göstererek kalıcı bilgi katılığı modelleri (Mankiw ve Reis, 2002) veya rasyonel dikkatsizlik çerçeveleriyle (Sims, 2003; Woodford, 2001) tutarlı bulgular sunmaktadır. Diğer yandan, sıfıra yakın bir katsayı tahmini ise, tahmin hatalarının geçmiş bilgilere ortogonal olduğu rasyonel beklenti modelleriyle uyumlu olmaktadır.

Tablo 1: Tahmin Hatalarının Kalıcılığı

	(1) Tüm Örneklem	(2) 2009 Ocak-2015 Aralık	(3) 2016 Ocak- 2019Aralık	(4) 2020 Ocak- 2023 Mayıs	(5) 2023 Haziran- 2025 Ekim
$ FE_{it-1} $	0.637*** (0.038)	0.416*** (0.044)	0.570*** (0.035)	0.658*** (0.047)	0.513*** (0.039)
R-Kare	0.86	0.89	0.87	0.88	0.93
Gözlem Sayısı	6,662	2,291	2,452	1,221	1,216

Not: Bu tablo, Denklem (3)'ü tahmin eden regresyonlardan elde edilen sonuçları göstermektedir. Tüm sütunlarda bağımlı değişken, enflasyon gerçekleşmesi ile katılımcının 12 ay önce yaptığı tahmin arasındaki farkın mutlak değerini gösteren mutlak tahmin hatasıdır. Açıklayıcı değişken ise aynı katılımcı için önceki döneme ait mutlak tahmin hatasıdır. Tüm regresyonlar katılımcı ve zaman sabit etkilerini içerir. Parantez içinde verilen standart hatalar, piyasa katılımcısı düzeyinde kümelenmiştir. *p<0.05; **p<0.01; ***p<0.001.

Tablo 1, 12 ay sonrası enflasyona dair tahmin hatalarında bilgi katılığına işaret etmektedir. Tüm örneklemde β_1 katsayısı 0,637 olarak tahmin edilmiştir. Bu sonuç, geçmiş tahmin hatalarındaki düzeltmenin yavaş gerçekleştiğini ve beklentilerin güncellemesinde güçlü bir atalet olduğunu göstermektedir. Farklı dönemler için yapılan analizler tahmin hatalarının kalıcılığının makroekonomik koşullarla ilişkili olduğunu göstermektedir. Buna göre tahmin hatalarının kalıcılığı, enflasyonun nispeten düşük olduğu 2009–2015 yılları arasında (0,416) en düşük seviyededir. β_1 katsayısı 2016–2019 döneminde 0,570 seviyesine yükselmiş, yüksek enflasyon ve oynaklık olan 2020 Ocak–2023 Mayıs döneminde ise (0,658) zirveye ulaşmıştır. Dezenflasyon süreciyle birlikte azalmasına rağmen hataların kalıcılığı 2023 Haziran–2025 Ekim döneminde 0,513 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı seyretmektedir. Bu durum beklentilerin kademeli yeniden çıpalama davranışı ile tutarlıdır. Katılımcı ve zaman sabit etkileri ile beraber bir önceki dönemin tahmin hatalarının şu anki tahmin hatalarını açıklayıcı gücü yüksektir. Bu durum geçmiş dönemdeki tahmin hatalarının mevcut tahmin hatalarının önemli bir kısmını açıkladığını göstermektedir.¹ Bilgi katılığı ve rasyonel dikkatsizlik çerçeveleri açısından bakıldığında, oynak makroekonomik bir görünüm sinyal-gürültü oranını düşürmekte; bu da bilgi güncellemelerinin seyrek yapılmasını optimal hale getirerek daha kalıcı beklentiler oluşturmaktadır. İçinde bulunduğumuz dezenflasyon süreciyle birlikte hataların kalıcılığında gözlemlenen zayıflama, iyileşen bilgi koşulları ve kademeli yeniden çıpalama ile uyumludur.

Enflasyon Beklentilerinde Karamsar Yanlılık

Çalışmada son olarak piyasa katılımcılarının angörü tahmin hatalarının (cari ay enflasyon gerçekleşmeleri ile enflasyon tahminleri arasındaki fark) daha uzun vadedeki enflasyon beklentilerine etkileri analiz edilmiştir. Bu çerçevede cari ayda enflasyonun beklenenden yüksek ya da düşük gerçekleşmesinin 12 ay sonrası enflasyon beklentileri üzerine etkileri Denklem (4) kullanılarak ortaya konulmuştur:

$$\Delta E_t[\pi_{it+12}] = \gamma_0 + \gamma_1 FE_{it-1}^{Angörü} + \gamma_2 I_{yön}^+ + \gamma_3 FE_{it-1}^{Angörü} \times I_{yön}^+ + \alpha_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

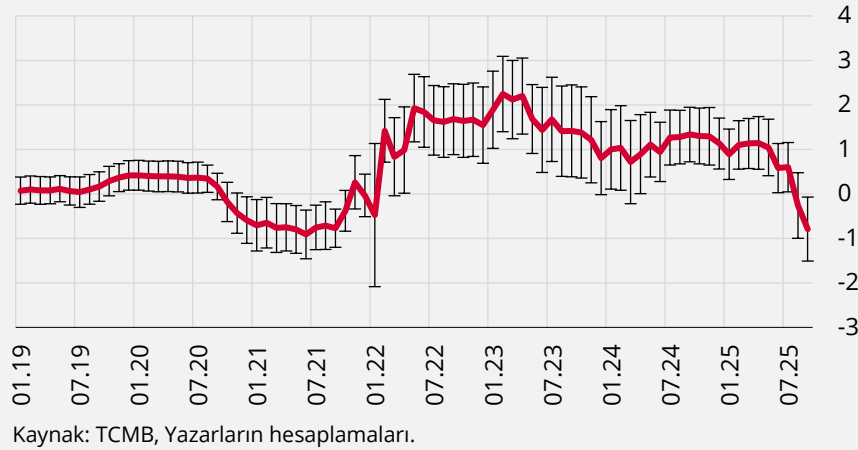
¹ Eğer eksiksiz bilgi altında rasyonel beklentiler (fully information rational expectations) geçerli olsaydı, hem katsayının istatistiksel olarak anlamsız olması hem de modelin açıklayıcı gücünün (R^2) çok düşük çıkması beklenirdi.

Burada $\Delta E_t[\pi_{it+12}]$ i katılımcısının $t-1$ ve t ayları arasında 12 ay sonrası enflasyon beklentisinde yaptığı revizyonu göstermektedir. $FE_{it-1}^{Angörü}$ ise $t-1$ ayında gerçekleşen enflasyon ile katılımcı i 'nin $t-1$ 'de oluşturduğu angörü (cari ay) tahmini arasındaki farkı (angörü tahmin hatası) göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, katılımcının bir önceki ayda yaşadığı aylık enflasyon tahmini hatasının ve hatanın işaretinin, bu ayki 12 ay sonrası enflasyon beklentisindeki güncellemeye etkileri incelenmektedir. $I_{yön}^+$ değişkeni tahmin hatası 0'dan büyük olduğunda (gerçekleşme, önceki ayın angörü tahminini aştığında) 1 olan ve aksi takdirde 0 olan bir göstergedir. α_i revizyonlarda katılımcıya bağlı heterojenliği yakalayan katılımcı sabit etkileridir. λ_t ise ortak yaygın bilgileri ve makro şokları (örneğin, politika duyuruları, veri yayınları, mevsimsellik) içeren ay sabit etkileridir.

Denklem (4)'te γ_1 katsayısı enflasyon tahminlerinde negatif yönde yapılan hatanın 12 ay sonrası enflasyon beklentilerindeki revizyona etkisini göstermektedir. γ_2 katsayısı ise pozitif yönde tahmin hatası yapanların negatif yönde hata yapanlara görece ortalama beklenti revizyonundaki farkı ifade etmektedir. Enflasyon beklenenden yüksek geldiğinde (pozitif tahmin hatası) verilen tepki ise $\gamma_1 + \gamma_2 + \gamma_3$ 'tür. Dolayısıyla γ_3 , enflasyon tahmin edilenden daha yüksek geldiği durumda beklentilerde görülen ilave tepkiyi göstermektedir. $\gamma_3 > 0$ ve istatistiki olarak anlamlı olması enflasyon beklentilerindeki karamsar yanlılığı ("pessimistic bias") gösterirken, γ_3 katsayısının anlamsız olması ise katılımcıların olumlu ve olumsuz yönde gelen enflasyon sürprizlerine simetrik bir tepki verdiği anlamına gelmektedir.

Grafik 1, Denklem (4)'ten elde edilen karamsar yanlılığı katsayısının 24 aylık kayan pencereler yöntemi ile tahminlerini göstermektedir. γ_3 katsayısının, 2021 yılı öncesinde istatistiki olarak anlamsız olması pozitif ya da negatif angörü tahmin hatalarına verilen tepkiler arasında anlamlı bir fark olmadığına ve beklentilerde karamsar yanlılığın bulunmadığına işaret etmektedir. 2022 yılı itibarıyla ilgili katsayı pozitif ve istatistikselsel olarak anlamlı hale gelmiş, karamsar yanlılık güçlenmiştir. 2023 yılı ortasından itibaren ise para politikasında uygulanmaya başlanan sıkılaştırmanın da etkisiyle katsayıda düşüş eğilimi görülmektedir. İzleyen dönem boyunca karamsar yanlılığı katsayısı azalarak son üç ayda istatistikselsel olarak anlamsız düzeylere gelmiştir. Analiz sonuçları, piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerini oluştururken yukarı yönlü enflasyon sürprizlerine karşı verdikleri tepkilerde geçmişte gözlenen karamsar yanlılığının belirgin şekilde zayıfladığını ortaya koymaktadır.

Grafik 1: Karamsar Yanlılık Katsayısının Seyri



Genel olarak bulgular, Türkiye'de piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerinde belirgin bir bilgi katılığı bulunduğunu ve bu katılığın dönemsel olarak değiştiğini göstermektedir. 2021-2023 döneminde yüksek oynaklık ve artan bilgi maliyetlerinin, beklenti hatalarında kalıcılığı güçlendirmiş ve olumsuz yönde gelen enflasyon sürprizlerine karşı belirgin bir kötümserlik yanlılığı oluşturmuş olabileceği değerlendirilmiştir. 2018-2023 döneminde beklentilerin oluşumunda asimetrik tepkiler gözlemlenirken sıkı parasal duruşun da etkisiyle son dönemde bu fark kapanmış ve beklentilerdeki yanlılık azalmıştır. Sonuçlar, Türkiye'de beklentilerin bilgi katılıkları çerçevesinde şekillendiğini, ancak güvenilir para politikası uygulamaları ve güçlü iletişim sayesinde yeniden çıpalanma sürecinin kademeli biçimde güçlendiğini ortaya koymaktadır.

Kaynakça

Coibion, O., & Gorodnichenko, Y. (2015). Information rigidity and the expectations formation process: A simple framework and new facts. *American Economic Review*, 105(8), 2644–2678.

Coibion, O., Gorodnichenko, Y., & Kumar, S. (2018). How do firms form their expectations? New survey evidence. *American Economic Review*, 108(9), 2671–2713.

D'Aacunto, F., Malmendier, U., Ospina, J., & Weber, M. (2021). Exposure to daily price changes and inflation expectations. *Journal of Political Economy*, 129(5), 1615–1639.

Mankiw, N. G., & Reis, R. (2002). Sticky information versus sticky prices: A proposal to replace the New Keynesian Phillips Curve. *Quarterly Journal of Economics*, 117(4), 1295–1328.

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

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