ENFLASYON RAPORU

2026-IV

12 Kasım 2026



TÜRKİYE CUMHURİYET
MERKEZ BANKASI

İçindekiler

1. Genel Değerlendirme ... 1

1.1 Para Politikası Kararları ... 3

2. Ekonomik Görünüm ... 8

2.1 Küresel Ekonomi ... 8

2.2 Finansal Koşullar ... 12

2.3 İktisadi Faaliyet ... 18

2.4 Enflasyon ... 31

3. Orta Vadeli Öngörüler ... 57

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar ... 57

3.2 Orta Vadeli Görünüm ... 59

3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları ... 61

Kutular ...

Kutu 1.1 Doğrudan Alım İhaleleri ve Tahvil Piyasaları ... **5**

Kutu 2.1 Bankaların Heterojen Yapısının Parasal Aktarımdaki Rolü ... **39**

Kutu 2.2 Yatırım Fonlarında Son Dönem Gelişmeler ... **42**

Kutu 2.3 Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular ... **46**

Kutu 2.4 Çin ile Ortak İhracat Pazarlarında Türkiye'nin Pazar Payı Performansı ... **50**

Kutu 2.5 Konut Kredisi Borç Yükündeki Azalmanın Tüketime Etkisi ... **53**

1. Genel Değerlendirme

Küresel enerji arzına ilişkin riskler ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı belirsizlikler sürmektedir. Eylül ve ekim aylarında ham petrol ve doğal gaz fiyatları belirgin olarak artmış, petrol fiyatlarına ilişkin tahminler de yukarı yönlü güncellenmiştir. Risk primindeki yükselişin yanı sıra navlun maliyetlerinin artması da bu gelişmede önemli rol oynamıştır. ABD seçimleri sonrası çatışmaların tekrar şiddetleneceği yönündeki beklentiler zayıflarken düşen risk primi de fiyatlara yansımıştır. Fiyatlardaki oynaklık sürerken risklerin her iki yönde de olduğu değerlendirilmektedir. Küresel büyüme, ABD/İsrail-İran arasındaki savaşın ilk aylarında öngörülenden daha dirençli bir görünüm sergilerken aşağı yönlü riskler canlılığını korumaktadır. Diğer taraftan, küresel enflasyon görünümündeki bozulmada enerji fiyatları belirleyici olmuş, çekirdek enflasyon ise daha yatay seyretmiştir. Enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere bağlı olarak küresel ölçekte para politikasının, geçtiğimiz Rapor dönemindeki öngörülere kıyasla daha sıkı olması beklenmektedir. Bununla birlikte, kasım ayında enerji fiyatlarında gözlenen kısmî gerilemenin ne ölçüde kalıcı olacağı veya devam edip etmeyeceği küresel enflasyon ve para politikası görünümü açısından önem taşımaktadır.

Jeopolitik gelişmeler ve küresel ekonomik görünüme ilişkin belirsizlikler finansal piyasalardaki oynaklıkları artırarak varlık fiyatlamalarını ve portföy hareketlerinin seyrini etkilemektedir. Türkiye CDS primi bir önceki Rapor dönemine kıyasla GOÜ risk primlerine benzer şekilde yükselmiştir. Rapor döneminde GOÜ'lerden portföy çıkışları sürerken Türkiye'ye yönelik portföy girişleri ivme kaybetmiş ve dönem sonuna doğru çıkışlar gözlenmiştir. Türk lirasının ima edilen oynaklığı kısa ve uzun vadelerde gerilemiştir. Altın fiyatları ve risk iştahındaki oynaklık rezervlere yansımaktadır. Dalgalı bir seyir izleyen TCMB brüt rezervleri bir önceki Rapor dönemine göre gerilemiştir. DİBS getirileri ise bu dönemde yatay bir seyir izlemiştir.

Mevcut Rapor döneminde toplam kredi büyümesindeki yavaşlama belirginleşmiştir. Kredi büyümesindeki gerilemede, para politikasındaki sıkı duruşa ilave olarak bir önceki Rapor döneminde alınan büyüme sınırlarının düşürülmesi ve istisna kapsamının daraltılması gibi makroihtiyati tedbirler ile bireysel kredi talebindeki zayıflama etkili olmuştur. Söz konusu dönemde, bireysel kredilerdeki yavaşlama hızlanırken TL ve yabancı para ticari kredi büyüme oranlarında sınırlı bir artış gözlenmiştir. Piyasa faizleri tarafında ise savaşın başladığı dönemde finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alınarak ara verilen 1 hafta vadeli repo ihalelerine, 24 Ağustos 2026 tarihinde tekrar başlanması neticesinde gecelik piyasa faizlerinin politika faizi seviyesine yakın gerçekleştiği görülmektedir. Ayrıca, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetindeki düşüşün de mevduat ve kredi faiz oranlarına yansıdığı gözlenmektedir.

2026 yılının ikinci çeyreğinde büyüme oranı yıllık bazda gerilemeye devam etmiş, iç talepteki zayıf seyir belirginleşmiştir. İkinci çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), yıllık bazda yüzde 2,3, çeyreklik bazda ise yüzde 1,1 oranında artmıştır. Özel tüketim ve toplam yatırımların yıllık büyümeye verdikleri pozitif katkı azalmaya devam etmiştir. Çeyreklik bazda ise özel tüketim harcamalarındaki düşüşün sürmesi tüketimdeki yavaşlamanın daha belirgin hale geldiğini göstermektedir. Bu dönemde toplam yatırımlar çeyreklik bazda yatay seyretmiştir. Mal ve hizmetlerin ihracatı artarken ithalatı gerilemiş, net ihracat çeyreklik büyümeye pozitif katkı sağlamıştır. Bu çerçevede, ikinci çeyreğe ait veriler iç talepteki zayıf seyrin belirginleştiğine işaret etmiştir.

2026 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin mevcut göstergeler, iç talepteki zayıf seyrin devam ettiğini ve yurt içi talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği katkının sürdüğünü göstermektedir. Söz konusu dönemde, uzun dönem eğiliminin altında seyreden altın hariç perakende satışların büyümesi ikinci çeyrekteki gerilemesini sürdürmüştür. Otomobil satışları üçüncü çeyrekte de azalmaya devam etmiştir. Beyaz eşya satışları üçüncü çeyrekte yıllık bazda artmakla birlikte yılın ilk yarısında gösterdiği gerilemeyi telafi edememiştir. Aynı dönemde, kartla yapılan harcamalar yataya yakın seyretmiştir. Ekim ayına ilişkin veriler, kart harcamalarındaki ılımlı seyrin sürdüğüne işaret etmektedir. Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden edinilen bulgular da yurt içi satışlardaki zayıf seyrin ekim ayında sürdüğünü göstermektedir. Üretim tarafında ise sanayi üretimi üçüncü çeyrekte azalmıştır. İktisadi Yönelim Anketi (İYA) ve PMI gibi anket bazlı göstergeler, ekim ayında sanayideki zayıf seyrin sürdüğünü ima etmektedir. Ağustos ayı itibarıyla yılın üçüncü çeyreğinde hizmet üretim endeksi artış göstermiştir. Aynı dönemde, inşaat üretim endeksi toparlanma kaydetmekle birlikte yılın ilk yarısındaki azalışını telafi edememiştir.

İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğine kıyasla daha az sıkıdır. Mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin çeyreklik ortalamalarına göre istihdam yılın üçüncü çeyreğinde 62 bin kişi azalarak 32,4 milyon kişi düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı çeyreklik

bazda 0,1 puan artarak yüzde 8,1 olurken işgücüne katılım oranı 0,2 puan azalışla yüzde 52,6 seviyesine gerilemiştir. Âtıl işgücü oranı ikinci çeyreğe kıyasla 1,1 puan artarak yüksek seviyesini korumuştur. 2026 yılının ikinci çeyreğinde kişi başı reel ücretlerdeki azalış ile verimlilik düzeyindeki artış çerçevesinde tarım dışı reel birim ücretler sınırlı şekilde azalmıştır.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı üçüncü çeyrekte gerilemiştir. Ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığındaki azalış söz konusu gelişmede etkili olmuştur. Hizmetler dengesi fazlasındaki artış ve ikincil gelir dengesindeki iyileşme bu dönemde cari dengeye olumlu yönde katkı vermiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde, savaşın olumsuz etkilerine rağmen yurt dışı talep bir önceki çeyreğe göre ılımlı seyrini sürdürmüş, ihracat fiyatlarındaki artış eğilimi de devam etmiştir. Ayrıca söz konusu dönemde, altın ihracatı son on yıllık dönemdeki en yüksek aylık değerini almıştır. Böylelikle, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat gücünü korumuştur. İthalat ise üçüncü çeyrekte hem altın hem enerji ithalatındaki düşüş kaynaklı azalmıştır. Altın ve enerji hariç ithalatın gerilemesi de toplam ithalattaki azalışa katkı sağlamıştır. Mal grubu bazında bakıldığında, söz konusu dönemde ara malı ve yatırım malı ithalatı bir önceki çeyreğe göre azalırken tüketim malı ithalatı artmıştır. Geçici dış ticaret istatistikleri, ekim ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak ihracatta gerilemeye, ithalatta ise enerji fiyatlarındaki yükseliş kaynaklı artışa işaret etmektedir. Bu dönemde dış ticaret açığı üçüncü çeyrek ortalamasının üzerinde bir görünüm sergilemiştir. Yakın dönemde jeopolitik gelişmelerin cari açık üzerindeki etkilerinin, büyük ölçüde enerji fiyatlarının seyrine bağlı olarak şekilleneceği değerlendirilmektedir. Ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte mevsimsel etkilerle verilen cari fazla ve süregelen sermaye girişleri rezervlerde toparlanmaya katkı sağlamıştır. Bu dönemde doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve krediler kaynaklı net sermaye girişleri gözlenmiştir. Net hata noksan kalemi pozitif bakiye vermiş, resmi rezervler artarak yılın ilk yarısındaki azalışını kısmen de olsa telafi etmiştir. Diğer taraftan, eylül ayına ilişkin veriler hem hisse senedi hem de DİBS piyasasından çıkışların olduğuna işaret etmiştir.

Tüketici enflasyonu ekim ayında yüzde 29,8 ile bir önceki Rapor dönemi tahmininin sınırlı bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Yıllık enflasyon son üç ayda yaklaşık 2,0 puan gerilemiştir. Bu dönemde taze meyve ve sebze fiyatlarının da etkisiyle gıda grubunun yıllık tüketici enflasyonuna katkısı, 2,1 puan, hizmet grubunun ise 0,7 puan azalmıştır. Buna karşın, akaryakıt fiyatlarındaki yükseliş enerji grubunun katkısını 1,1 puan artırmıştır. Tüketim talebindeki zayıf görünüm ve Türk lirasındaki ılımlı seyir, arz yönlü baskılara rağmen temel mal enflasyonundaki artışı sınırlamıştır. Hizmet enflasyonunda da mevsimsel etkilerden arındırılmış eğilim son aylarda gerilemiştir. Diğer yandan, jeopolitik gelişmelerin etkisiyle yükselen enerji fiyatları, enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturan başlıca unsur olmuştur. Akaryakıt fiyatları, uluslararası petrol fiyatları ve rafineri marjlarındaki yükselişin yanı sıra eşel mobil sisteminden kademeli çıkışın etkisiyle artarken benzin fiyatlarında kademeli çıkışın yıl sonuna uzatılması daha olumsuz bir görünümün oluşmasını engellemiştir. F endeksi (yönetilen-yönlendirilen fiyatlar hariç TÜFE) yıllık enflasyonu yüzde 28,2 ile manşet enflasyonun 1,6 puan altında kalmıştır. Bu durum başta enerji kalemleri olmak üzere yönetilen-yönlendirilen fiyatların yıllık enflasyon üzerindeki artırıcı etkisinin sürdüğüne işaret etmiştir. Maliyet tarafında, küresel taşımacılık maliyetleri ve tarihsel ortalamaların üzerinde seyreden Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi öne çıkarken Türk lirasındaki istikrarlı seyir söz konusu baskıları sınırlamıştır. Üretici fiyatları yıllık enflasyonu ekim ayında yüzde 27,4 ile önceki Rapor dönemine yakın gerçekleşmiştir. Talep tarafında ise üçüncü çeyrek verileri, yurt içi nihai talepteki zayıf seyrin sürdüğüne işaret ederken arz şoklarının yurt içi fiyatlara sınırlı yansıması da talep koşullarının dezenflasyonist seyrini teyit etmektedir. Son aylarda enflasyonun ana eğilimindeki gerileme ve hizmet fiyatlarındaki ataletin azalması, dezenflasyon sürecinin yeniden ivme kazanmasını desteklemiştir. Sürecin kalıcılığı açısından fiyatlama davranışlarındaki iyileşmenin devam etmesi önem arz etmektedir. Öte yandan, enflasyon beklentilerinin yüksek seviyesi ve jeopolitik gerilimler neticesinde artan enerji fiyatlarının enflasyon görünümü üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü riskler sürmektedir.

Enflasyon ara hedefi 2026 yılı için yüzde 24 olarak korunurken; 2027 ve 2028 yılları için sırasıyla yüzde 21 ve yüzde 13,5 olarak belirlenmiştir. Bir önceki Rapor döneminden bu yana savaşın kalıcılığı yönünde artan beklentiler ve OVP (2027-2029)'de netleşen makroekonomik çerçeve doğrultusunda enflasyon ara hedeflerinde güncelleme ihtiyacı doğmuştur. TCMB, enflasyon gerçekleşmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini dikkate alarak ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği parasal sıkılığı sağlayacaktır.

Enflasyonun, 2026 yıl sonunda yüzde 29,5; 2027 yıl sonunda ise yüzde 21 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2028 yıl sonunda yüzde 13,5'e, 2029 yılında yüzde 9'a geriledikten sonra enflasyonun orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Tahminlerdeki güncellemede, savaş kaynaklı gelişmelerle Türk lirası cinsi ithalat fiyatları varsayımındaki artış belirleyici olmuştur. Savaşın seyrine ilişkin belirsizliklerin sürmesi ve enerji fiyatlarının bir önceki Rapor dönemine göre daha uzun süre yüksek kalacağı beklentisi 2027 ve 2028 yıllarına ilişkin enflasyon tahminlerini yukarı yönlü etkilemiştir. Gıda enflasyonu varsayımındaki güncelleme de tahmin patikasındaki yükselişe katkıda bulunmuştur. OVP (2027-2029)'de ortaya konulan makroekonomik çerçeve ve yönetilen-yönlendirilen fiyatlara ilişkin düzenlemeler tahminlere yansıtılmıştır. Bunlara ilaveten, enflasyon tahmin patikasının yukarı yönlü güncellenmesinde öne çıkan bir diğer unsur savaşın etkilerinin beklenenden kalıcı olması olmuştur. Bu durum enflasyon beklentilerinde geçtiğimiz Rapor döneminde öngörülen iyileşmeyi sınırlamıştır. Finansal koşullardaki sıkılığın korunmasıyla yurt içi talebin önümüzdeki dönemde zayıf seyrini sürdürmesi beklenmektedir. Çıktı açığı patikası bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmekle birlikte tahmin ufku boyunca dezenflasyonu destekleyici seviyelerde kalmaktadır.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun fiyat istikrarı sağlanana kadar kararlılıkla sürdürüleceği ve ekonomi politikalarında eşgüdümün korunacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Mevcut Rapor döneminde, bir hafta vadeli repo ihalelerine ağustos ayında tekrar başlanmasıyla gecelik piyasa faiz oranları 300 baz puana yakın gerilemiştir. Enflasyonun ana eğilimindeki gerileme ve iç talepteki zayıf seyrin devam etmesi nedeniyle ekim ayında da bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı 100 baz puan indirilmiştir. Mevcut makroihtiyati politikalar parasal sıkılığı ve parasal aktarım mekanizmasını desteklemeye devam ederken, eylül ayında yurt içi finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler sonrasında alınan tedbirler makrofinansal istikrarın korunmasına yönelik olmuştur. Tahminler, ara hedefler gözetilerek para politikasının enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir çerçevede oluşturulmuştur. Arz şoklarıyla yükselen enflasyonun ana eğilimi son dönemde gerilerken sıkı parasal duruşun beklenti ve fiyatlama davranışlarındaki iyileşmeyi desteklemesiyle bu gerilemenin önümüzdeki dönemde sürmesi beklenmektedir. 2027-2029 dönemi OVP'de enflasyonla mücadelede para, maliye ve gelirler politikalarının güçlü eşgüdümünün sürdürüleceği, yönetilen-yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleriyle uyumunun artırılacağı ve geçmiş enflasyona endekslemenin azaltılacağı bir politika çerçevesi ortaya konulmuştur. Söz konusu çerçeve önümüzdeki dönemde dezenflasyonun destekleyicilerinden olacaktır. Bununla birlikte, önceki yılın kasım ve aralık aylarında sebze fiyatları kaynaklı enflasyonun düşük gerçekleşmesi nedeniyle, 2026 yılının kalanında baz etkilerinin yıllık enflasyonu yukarı yönlü etkilemesi beklenmektedir. Öte yandan, savaşın seyri ve jeopolitik gelişmelerin başta enerji olmak üzere uluslararası emtia fiyatları üzerindeki etkileri, 2027 yılı enflasyon görünümü açısından önemli bir belirsizlik unsuru olmaya devam etmektedir.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, politika faizini eylül ayında sabit tutarken ekim ayında 100 baz puan indirmiştir. TCMB, eylül ayı toplantısında, aylık dalgalanmalara karşın, enflasyon gerçekleşmeleri ve öncü göstergelerin enflasyonun ana eğiliminin gerilediğine işaret ettiğini belirtmiştir. Buna ilaveten, iktisadi faaliyete ilişkin veriler ve arz şoklarının yurt içi fiyatlara yansımasının sınırlı kalmasının, iç talepteki zayıf seyri teyit ettiği değerlendirilmiştir. Bununla birlikte, jeopolitik gelişmeler neticesinde yüksek seyreden enerji fiyatlarının enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturduğuna dikkat çeken TCMB, eylül ayında politika faizini yüzde 37 seviyesinde sabit tutmuştur. Ekim ayı toplantısında ise son dönem enflasyon gerçekleşmeleri ve öncü göstergelerin ana eğilimdeki gerilemeyi teyit ettiğini ifade eden TCMB, politika faizinin 100 baz puan düşürülerek yüzde 37'den yüzde 36'ya indirilmesine karar vermiştir. Diğer taraftan, canlılığını koruyan jeopolitik gerilimler neticesinde yüksek seyreden enerji fiyatlarının enflasyon görünümü üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü risklerin sürdüğü vurgulanmıştır. TCMB, politika faizine ilişkin atılacak adımların; enflasyon gerçekleşmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini göz önünde bulundurarak ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği sıkılığı sağlayacak şekilde belirleneceğini tekrarlamıştır. Adımların büyüklüğünün ve zamanlamasının enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirleneceği ifade edilmiştir.

Eylül ayında bazı yatırım fonları kaynaklı olarak yurt içi finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde TCMB, makrofinansal istikrarı ve likidite yönetimini desteklemek amacıyla bazı tedbirler almıştır. Bu çerçevede, haftalık repo ihaleleri ile sağlanan fonlama miktarı artırılmış, TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasasında bankaların borç alabilme limitleri güncellenmiş, teminat

iskonto oranları azaltılmıştır. Bankalara döviz likiditesi yönetiminde esneklik sağlamak amacıyla 24 Eylül tarihinde swap kanalıyla TL fonlamasına tekrar başlanmış ve bu uygulama 6 Ekim tarihine kadar sürdürülmüştür. Ayrıca, Türk lirası zorunlu karşılıkların bloke tesis oranları düşürülerek bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlanmıştır. Firmaların likidite yönetimini kolaylaştırmak amacıyla özel sektör tahvillerinin itfasına yönelik krediler büyüme sınırından istisna edilmiştir. Sıkı para politikası duruşu ve destekleyici makroihtiyati politikaların katkısıyla, para piyasası ve benzeri fonlardan çıkışların ağırlıklı olarak TL mevduata yönelmesi sonucunda TL mevduat payındaki istikrarlı görünüm korunmaktadır.

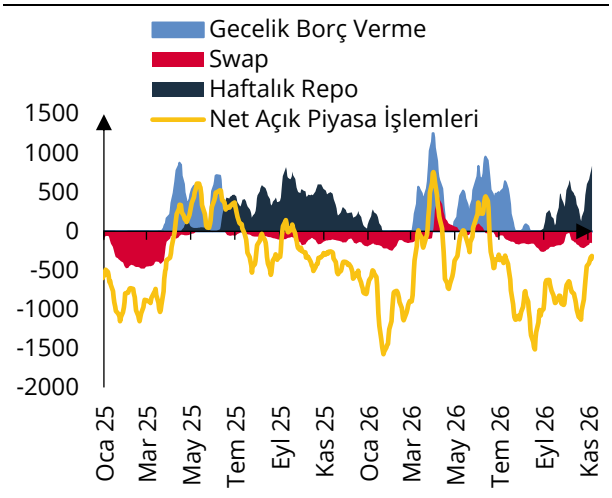
Kredi ve borçlanma piyasalarındaki gelişmeler dikkate alınarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla zorunlu karşılık uygulamasında ilave adımlar atılmıştır. Son dönemde kredi büyümesindeki ılımlı seyir ve artan aktif kalitesi riskleri göz önünde bulundurularak kredi büyüme sınırları (YP krediler hariç) artırılmıştır. Bankaların uzun vadeli finansman imkânlarını desteklemek ve piyasa mekanizmasının işlevselliğini artırmak amacıyla 1 yıldan uzun vadeli Türk lirası ve yabancı para yükümlülüklere faiz ve telafi ödemesine başlanmasına karar verilmiştir.

Piyasa işleyişini desteklemek amacıyla TLREF'e endeksli devlet tahvili alımları artırılmıştır. APİ portföyünde eylül ayında gerçekleşecek itfalar dikkate alınarak 20 Ağustos tarihinden itibaren doğrudan alım işlemlerine tekrar başlanmıştır. 17 Eylül tarihinden itibaren yatırım fonu portföylerinde yer almaları nedeniyle TLREF'e endeksli kıymetlerin likiditesinin desteklenmesi için bu kıymet türü için ek doğrudan alım ihaleleri düzenlenmeye başlanmıştır. 20 Ağustos-6 Kasım döneminde sabit kuponlu ve TLREF'e endeksli kıymetlerden toplam nominal 150,8 milyar TL tutarında doğrudan alım gerçekleştirilmiştir (Kutu 1.1).

Mevcut Rapor döneminde piyasadaki fazla likidite seviyesi dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu gelişmede, TCMB doğrudan alım ve döviz işlemleri, Hazine ve Maliye Bakanlığının (HMB) TL hesap bakiyesinin gelişimi ve bankaların TL cinsi zorunlu karşılık yönetimleri etkili olmuştur. Bu çerçevede, TCMB kaynaklı döviz işlemleri piyasadaki fazla likiditeyi azaltıcı yönde olurken TCMB doğrudan alım işlemleri ve TL cinsi zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemesi fazla likiditeyi artıran unsurlar olmuştur (Grafik 1.1.1).

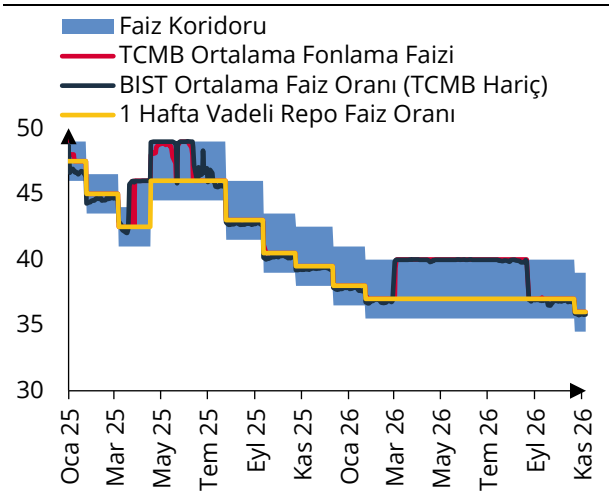
TCMB, 24 Ağustos tarihinde bir hafta vadeli repo ihalelerine tekrar başlamış ve bu tarihten itibaren fonlama ve sterilizasyon işlemleri TCMB politika faiz oranı üzerinden gerçekleştirilmiştir. TCMB, 1 Mart'ta ara verilen bir hafta vadeli repo ihalelerine, 24 Ağustos'ta yeniden başlamıştır. Söz konusu tarihten itibaren düzenlenen 1 hafta vadeli repo ihaleleri ile ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti TCMB politika faiz oranı seviyesinde oluşmaktadır. TCMB fonlaması ve sterilizasyon işlemlerinin TCMB politika faiz oranından gerçekleşmesi ile gecelik faiz oranları da politika faizine yakın düzeylerde seyretmiştir (Grafik 1.1.2). Fazla likiditenin sterilizasyonu ağırlıklı olarak gecelik vadedeki TL depo alım ihaleleri kanalıyla yapılmaktadır. Bu dönemde, sterilizasyon amacıyla ayrıca, bir hafta vadeli altın karşılığı ters swap ihaleleri düzenlenmeye devam edilmiştir. Bir hafta vadeli depo alım ihaleleri de fazla likiditenin sterilizasyonunda kullanılmaktadır.

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



Kaynak: TCMB.

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



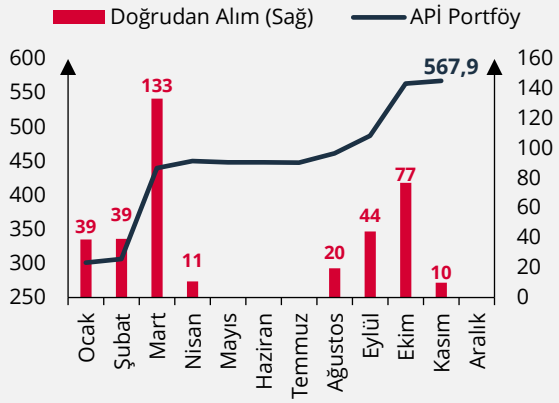
Kaynak: BİST, TCMB.

Kutu 1.1

Doğrudan Alım İhaleleri ve Tahvil Piyasaları

Bu kutuda 2026 yılında Açık Piyasa İşlemleri (APİ) kapsamında gerçekleştirilen doğrudan alım ihaleleri incelenmektedir. Yıl başında nominal 262,3 milyar TL seviyesinde bulunan APİ portföyü, 2026 yılında düzenlenen doğrudan alım ihaleleri ile birlikte 9 Kasım tarihi itibarıyla nominal 567,9 milyar TL seviyesine ulaşmıştır (Grafik 1).

Grafik 1: 2026 Yılı APİ Portföyü ve Doğrudan Alımlar (Nominal, Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2: APİ Portföyü TCMB Analitik Bilanço Aktif Büyüklüğüne Oranı* (%)



Kaynak: TCMB.
* Kesikli çizgi 2016 yılından bu yana ortalama seviyeyi göstermektedir.

TCMB likidite yönetiminin etkin olarak yapılabilmesi için APİ portföyünü operasyonel ihtiyaç çerçevesinde desteklemek amacıyla 2026 yılı başında doğrudan alımlara başlanmıştır. Bu kapsamda, ocak ve şubat aylarında kademeli olarak 78,3 milyar TL tutarında alım yapılmıştır. Ardından mart ayında, ABD/İsrail-İran Savaşı ile ortaya çıkan jeopolitik riskler sonrasında finansal piyasalardaki baskı artmış ve yüksek oynaklıklar gözlemlenmiştir. Bu nedenle, mart ayında tahvil piyasalarında artan oynaklığı sınırlamak ve piyasa koşullarını desteklemek üzere doğrudan alım ihaleleri yoğunlaştırılmıştır. Bu ihalelerle mart ve nisan aylarında toplam 144,1 milyar TL tutarında alım gerçekleşmiştir.

Böylece, yılın ilk dört aylık döneminde toplamda nominal 222,4 milyar TL tutarında doğrudan alım yapılmıştır. Söz konusu dönemde gerçekleştirilen alımların 137,4 milyar TL'si sabit kuponlu ve 85 milyar TL'si TLREF/TLREFK endeksli kıymetlerden oluşmuştur.

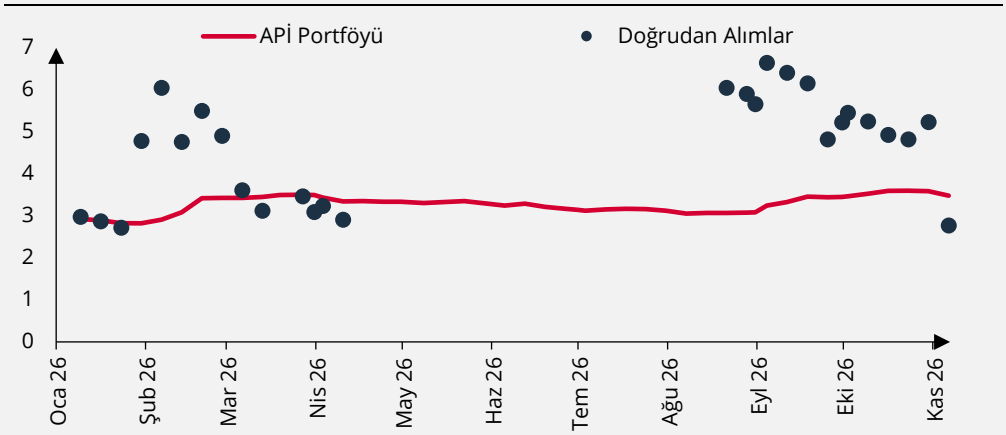
Yıl başında APİ portföyünün TCMB analitik bilançosu aktif büyüklüğüne oranı yüzde 2,4 iken gerçekleştirilen doğrudan alımlarla birlikte bu oran nisan ayında yüzde 4,4'e ulaşmıştır (Grafik 2). Takip eden dönemde ise ağustos ayına kadar ihalelere ara verilmiştir. Ara verilen dönemde portföyde gerçekleşen itfalar ve analitik bilançodaki büyüme ile birlikte ağustos ayında APİ portföyünün bilanço aktif büyüklüğüne oranı yüzde 3,6 düzeyine kadar gerilemiştir.

Doğrudan alım ihalelerine 20 Ağustos 2026'da tekrar başlanmıştır. Bu tarihten itibaren ihaleler piyasa yapıcı (PY) bankaların katılımına yönelik olarak düzenlenerek PY sistemi desteklenmiş ve finansal piyasaların etkinliğine katkı verilmiştir. Bu dönemde PY bankalardan nominal 103,8 milyar TL tutarında sabit kuponlu DİBS alınmıştır.

Eylül ayında finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler sonrasında Türk lirası likidite yönetimine ilişkin adımlar atılmış ve ek doğrudan alım ihaleleri düzenlenmiştir. Bu kapsamda 47 milyar TL tutarında TLREF endeksli DİBS alınmıştır.

2026 yılı içerisinde 132 milyar TL TLREF/TLREFK endeksli olmak üzere toplam 373,2 milyar TL tutarında kıymet APİ portföyüne dahil edilirken, portföyün TCMB analitik bilanço aktif büyüklüğüne oranı yüzde 4,6 düzeyine ulaşmıştır. Portföyün ortalama vadesi incelendiğinde ise 2026 yılı başında 2,9 yıl seviyesinde bulunan APİ portföyünün ortalama vadesinin yıl içerisinde gerçekleştirilen doğrudan alımlarla 3,6 yıla ulaştığı görülmektedir (Grafik 3).

Grafik 3: APİ Portföyü ve Doğrudan Alım İhaleleri Ortalama Vade* (Yıl, Ağırlıklı Ortalama)



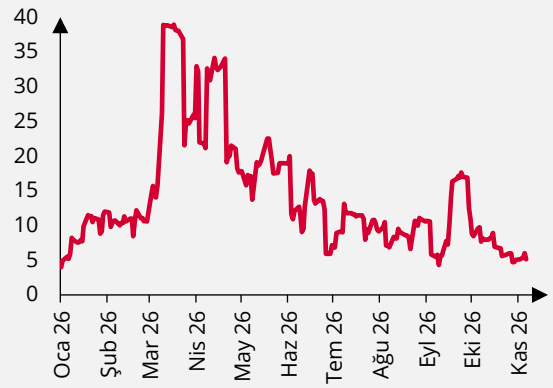
Kaynak: TCMB.
* İlgili haftada yapılan doğrudan alım ihaleleri ortalama vadesi gösterilmektedir.

Tahvil Piyasası Göstergeleri ve Doğrudan Alım İhaleleri

2026 yılı içerisinde küresel şoklar ve yurt içi gelişmeler dönemsel olarak tahvil piyasaları üzerinde etkili olmuştur. ABD/İsrail-İran Savaşı ile yurt içi tahvil piyasasında oynaklıklar yükselmiştir (Grafik 4). Bu dönemde, TLREF endeksli kıymetlerin temiz fiyatında ani hareketler görülmüş ve ortalama fiyat kıymetin nominal değerinin altına gerilemiştir (Grafik 5). Yıl içerisinde planlanan doğrudan alımlar mart ayında yoğunlaştırılarak önden yüklemeli gerçekleştirilmiş ve bu dönemdeki piyasa risklerinin sınırlandırılması hedeflenmiştir. APİ portföyünün doğrudan alım ihaleleriyle desteklenmesiyle tahvil piyasalarındaki oynaklıklar kademeli olarak gerilemiş ve TLREF kıymetlerinde teorik fiyatlamalara yakınsama izlenmiştir.

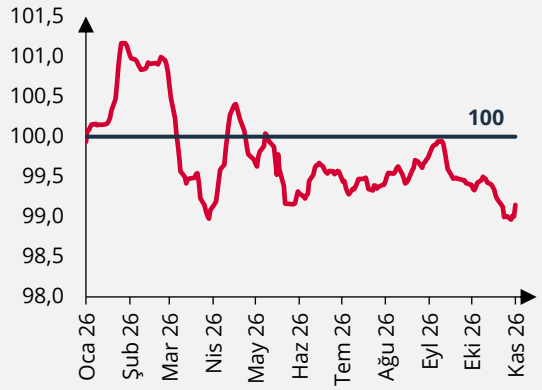
Eylül ayının ikinci yarısında fon piyasasında yaşanan gelişmeler sonrasında düzenlenen ek doğrudan alım ihaleleri ile söz konusu gelişmelerin tahvil piyasalarına yansımalarının sınırlandırılması hedeflenmiştir. Düzenlenen doğrudan alım ihalelerinin de etkisiyle tahvil piyasalarındaki oynaklıklar azalırken ve TLREF'e endeksli tahviller üzerindeki baskı hafifletilmiştir.

Grafik 4: 2 Yıl Vadeli Gösterge Tahvil Faizinin Oynaklık Seviyesi (%, 10 İşlem Günü)



Kaynak: BİST, Bloomberg, yazarların hesaplamaları.

Grafik 5: TLREF Endeksli DİBS Ortalama Temiz Fiyatı*



Kaynak: BİST, Bloomberg, yazarların hesaplamaları.
* TLREF endeksli ortalama fiyat borç stokuna göre ağırlıklandırılmıştır. 5 günlük hareketli ortalama gösterilmektedir.

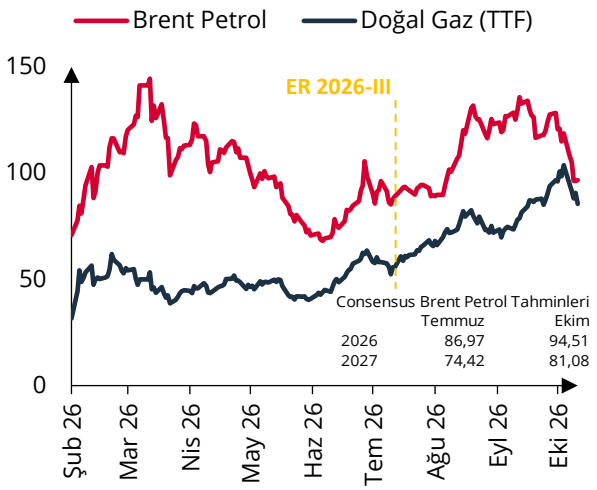
2026 Para Politikası metninde, TCMB APİ portföy büyüklüğü ilave alım seçeneği saklı kalmak kaydıyla 2026 yılı için nominal 450 milyar TL olarak belirlenmişti. Bu çerçevede, piyasa koşulları ve analitik bilanço gerçekleşmeleri doğrultusunda operasyonel gereksinim çerçevesinde hedeflenen portföy büyüklüğü artmıştır. Sonuç olarak, gerçekleştirilen doğrudan alımlarda proaktif bir yaklaşım izlenerek, yıl içerisinde gerçekleştirilen alımlarla 9 Kasım 2026 itibarıyla APİ portföy büyüklüğü nominal 567,9 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Aralık ayında yayımlanması planlanan 2027 Para Politikası metninde APİ portföyüne ilişkin yol haritası kamuoyu ile paylaşılacaktır.

Ekonomik Görünüm

2.1 Küresel Ekonomi

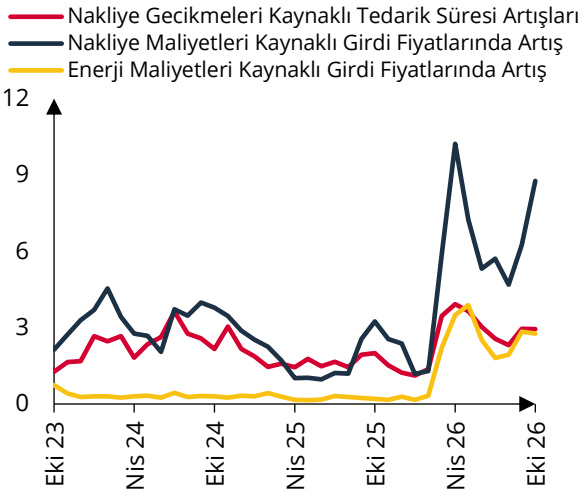
Küresel enerji arzına ilişkin riskler ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı belirsizlikler sürmektedir. Geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana ham petrol ve doğal gaz fiyatları kasım ayına kadar olan süreçte belirgin olarak artmış, petrol fiyatlarına ilişkin tahminler de yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 2.1.1). Temmuz ayından itibaren Hürmüz Boğazı üzerinden yapılan ham petrol ve LNG ihracatının normalleşeceğine dair beklentiler giderek zayıflamıştır. Eylül ayının ilk yarısında ise Körfez ülkelerinin ham petrol altyapısına yapılan saldırılar enerji fiyatları üzerindeki risk primini artırmıştır. Nitekim, Kızıldeniz'de tekrar artan gerilim eylül ve ekim aylarında taşımacılık ve sigorta maliyetlerinin belirgin şekilde yükselmesine neden olmuş, navlun kaynaklı tedarik sıkıntıları ve girdi fiyatlarına ilişkin anket göstergeleri de tekrar bozulma eğilimine girmiştir (Grafik 2.1.2). Kasım ayı başında ABD'de yapılan seçimler sonrasında ise enerji fiyatlarının düşüş eğilimine girdiği görülmektedir (Grafik 2.1.1). Seçim sonuçları çatışmaların tekrar şiddetleneceği yönündeki beklentileri zayıflatırken düşen risk primi de fiyatlara yansımıştır. Fiyatlardaki oynaklık sürerken risklerin her iki yönde olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 2.1.1: Petrol ve Doğal Gaz Fiyatları*
(ABD Doları)



Kaynak: Bloomberg, Consensus Economics.
* Son gözlem 6 Kasım 2026 verisidir.

Grafik 2.1.2: PMI Yorum Göstergeleri*



Kaynak: S&P Global.
* Endeksler PMI anketlerinde yapılan yorumların izlenmesi ile oluşturulmakta ve uzun dönem ortalaması bire eşitlenerek normalize edilmektedir. Son gözlem Ekim 2026 verisidir.

Enerji fiyatlarındaki yüksek ve dalgalı seyir sürmektedir. Brent petrol fiyatları varil başına bir önceki Rapor'un yayımlandığı tarihe göre yüzde 4,4 oranında, yıllık bazda ise yüzde 58,2 oranında artmıştır. Avrupa için gösterge niteliğinde olan TTF (Title Transfer Facility) doğal gaz fiyatları da söz konusu dönemde yüzde 41,7 oranında yükselmiştir. Savaş nedeniyle LNG taşımacılığında meydana gelen kayıpların yanı sıra altyapı tesislerinin hasar görmesi ve Avrupa'da stokların tarihsel ortalamaların altına gerilemesi bu gelişmede rol oynamıştır. Kasım ayındaki kısmi düşüşe rağmen enerji endeksinin bir önceki Rapor'un yayımlandığı tarihin yüzde 10,5 üzerinde kaldığı görülmektedir. Diğer taraftan enerji dışı emtia fiyatları söz konusu tarihe göre yüzde 6,6 düşmüştür. Söz konusu dönemde değerli metal fiyatları yüzde 9,1, endüstriyel emtia fiyatları yüzde 3,2 oranında azalmıştır. Tarımsal emtia fiyatları ise ürün bazında farklılaşma göstermiştir. Soya, pirinç ve şeker fiyatlarında olumsuz hava koşulları ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı yüksek seyir gözlenmektedir (Tablo 2.1.1).

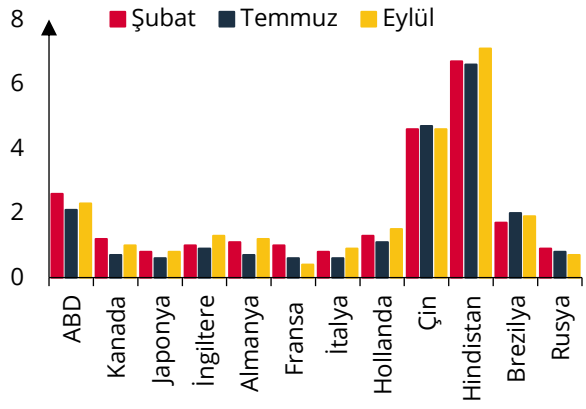
Tablo 2.1.1: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)

	Ağustos 2026	Eylül 2026	Ekim 2026	Kasım 2026	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
Emtia Ana Endeksi	4,3	7,6	0,2	-5,0	27,4	2,6
Enerji	5,0	13,4	3,3	-5,6	52,3	10,5
Tarımsal Emtia	6,5	4,9	-5,7	-6,5	3,8	-5,4
Endüstriyel Metal	3,8	1,3	-2,9	-0,9	18,9	-3,2
Değerli Metal	8,8	-2,1	-6,4	-2,9	-1,8	-9,1
Enerji Hariç	3,5	0,9	-3,9	-4,2	4,0	-6,6
Brent Petrol	9,0	28,5	7,0	-19,5	58,2	4,4
Doğal Gaz (ABD)	-6,1	6,6	1,5	-2,3	-34,5	9,9
Doğal Gaz (Avrupa)	15,2	21,3	15,2	3,9	193,1	41,7
Kömür	0,8	11,7	2,9	-3,1	31,7	8,9
Alüminyum	3,1	1,0	-6,5	1,7	10,6	-3,0
Bakır	5,2	-0,2	0,2	-3,3	26,7	-5,6
Demir	-3,3	2,7	-7,0	1,3	-11,7	-2,1
Buğday	4,8	6,1	-9,1	-8,2	11,9	-9,4
Soya	0,4	8,9	-3,3	-5,5	6,3	1,8
Pirinç	5,7	10,4	7,8	3,9	73,9	25,7
Mısır	5,8	11,2	-8,9	-6,7	2,8	-1,5
Pamuk	9,6	-4,9	-2,7	-0,9	23,6	-3,9
Şeker	13,6	6,5	12,8	-8,3	26,7	8,4

Kaynak: Bloomberg.
* 6 Kasım 2026 ile 13 Ağustos 2026 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir. Kırmızı ve yeşil renkler, fiyatlarda sırasıyla artışı ve düşüşü göstermektedir. Tabloda yer alan rakamlar günlük kapanış fiyatlarının ilgili dönemdeki ortalamaları alınarak hesaplanmıştır.

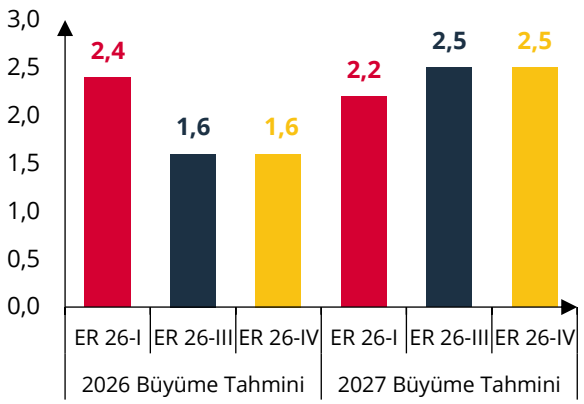
Küresel büyüme savaşın ilk aylarındaki öngörülere göre daha dirençli bir görünüm sergilerken aşağı yönlü riskler canlılığını korumaktadır. Savaşın etkileri Körfez Bölgesi'ndeki ülkelerde belirgin şekilde görülürken savaştan doğrudan etkilenmeyen ülkelerde etkiler daha sınırlı olmuştur. Son dönemde küresel iktisadi faaliyet üzerinde biri savaşın neden olduğu arz şoku, diğeri yapay zekâ yatırımları kaynaklı talep şoku olmak üzere iki karşıt etkinin belirleyici olduğu görülmektedir. Yılın ikinci ve üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan büyüme oranları bazı ekonomiler için büyüme tahminlerinin bir miktar yukarı güncellenmesine neden olmuştur. Bununla birlikte büyüme öngörüleri üzerindeki karşıt etkilerin büyüklüğü ülkeler arasında farklılık gösterebilmektedir (Grafik 2.1.3). Türkiye'nin dış talep görünümü ise Bölge ülkeleri ile güçlü ticari ilişkileri nedeniyle olumsuz, diğer büyük ticaret ortaklarındaki görece iyileşen büyüme görünümünden ise olumlu yönde etkilenmektedir. Bu çerçevede, İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi'nin (İAKB) büyüme tahminlerinde değişikliğe gidilmemiş ve söz konusu tahminler geçtiğimiz Rapor döneminde olduğu gibi 2026 yılı için yüzde 1,6; 2027 yılı için ise yüzde 2,5 olarak korunmuştur (Grafik 2.1.4).

Grafik 2.1.3: 2026 Büyüme Tahminleri (%)



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

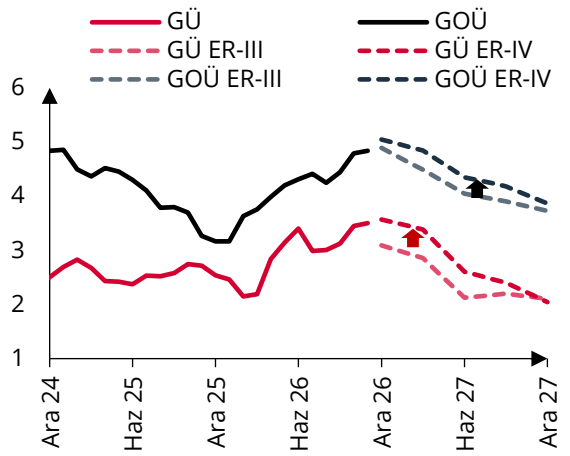
Grafik 2.1.4: İAKB Tahminleri* (%)



Kaynak: Consensus Economics, S&P Global, TCMB.
* İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (İAKB) Türkiye'nin ticaret ortaklarının büyüme oranları ve tahminlerinin ihracat payları ile ağırlıklandırılması ile hesaplanmıştır.

Küresel enflasyon görünümünde bozulma enerji fiyatları kaynaklı olarak devam etmiştir. Yeniden yükselişe geçen enerji fiyatları, eylül ve ekim ayları boyunca küresel enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerinde belirleyici olmayı sürdürmüştür. Ekim ayı itibarıyla manşet enflasyon hem ABD'de hem de Euro Bölgesi'nde enflasyon hedeflerinin belirgin şekilde üzerinde seyretmektedir. GOÜ'de ise enflasyonun artış eğiliminin sürdüğü ve ülkeler arası farklılaşmaların devam ettiği görülmektedir. Söz konusu dönemde enflasyon tahminleri her iki ülke grubunda da yukarı yönlü güncellenmiştir. Gelecek yıla ilişkin beklentiler ağırlıklı olarak enflasyonun düşeceği yönünde olmakla birlikte, söz konusu gerilemenin geçtiğimiz Rapor dönemine kıyasla daha yavaş gerçekleşeceği öngörülmektedir (Grafik 2.1.5). Bununla birlikte birçok GOÜ'de manşet enflasyonun geçtiğimiz Rapor dönemine göre arttığı, bazı ülkelerde ise hedefin üzerinde ve tolerans aralığının dışında kaldığı görülmektedir (Grafik 2.1.6). Çekirdek enflasyon ise küresel ölçekte yatay bir seyir izlemektedir. Bu durum enerji kaynaklı fiyat artışlarının fiyatlama davranışları ve beklentiler üzerinden görülebilecek ikincil etkilerinin şimdilik sınırlı kaldığına işaret etmektedir. Bununla birlikte dolaylı ve ikincil etkilere ilişkin riskler canlılığını korumaktadır. Bu çerçevede, kasım ayında enerji fiyatlarında gözlenen kısmi gerilemenin ne ölçüde kalıcı olacağı veya devam edip etmeyeceği küresel enflasyon görünümü üzerinde belirleyici olacaktır.

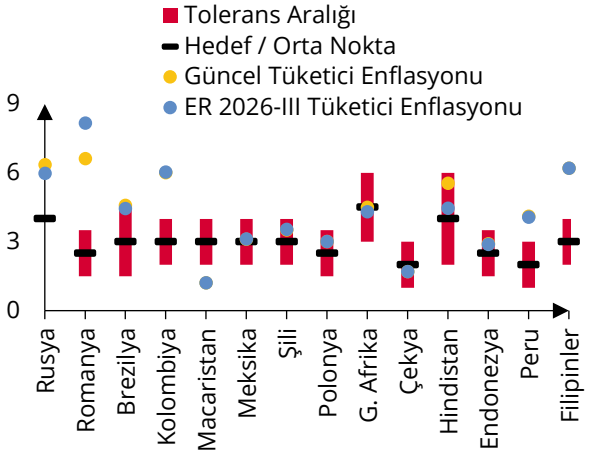
Grafik 2.1.5: Küresel Enflasyon ve 2027 Tahminleri* (GSYH Ağırlıklı, Yıllık, %)



Kaynak: Bloomberg.

* Enflasyon tahminleri Bloomberg anketinden alınmıştır.
GÜ: ABD, Kanada, Norveç, Yeni Zelanda, Birleşik Krallık, Güney Kore, Avustralya, Euro Bölgesi, Japonya, İsveç, Danimarka, İsrail.
GOÜ: Brezilya, Endonezya, G. Afrika, Hindistan, Kolombiya, Peru, Meksika, Polonya, Rusya, Çekya, Tayland, Şili, Filipinler, Romanya, Macaristan.

Grafik 2.1.6: Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu (%)

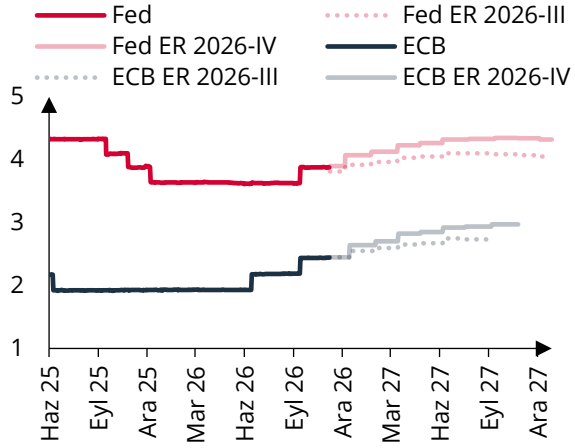


Kaynak: Bloomberg.

Devam eden enflasyonist risklerle birlikte küresel ölçekte para politikasının daha sıkı olması beklenmektedir. Fed, eylül ayında 25 baz puan artışa gittiği politika faizini ekim ayında sabit tutarken piyasalar yılın son toplantısında politika faizinde bir artışa daha gidilmesi olasılığını güçlü şekilde fiyatlamaktadır. Buna ek olarak, enflasyon beklentilerindeki artışla beraber gelecek yıl için fiyatlanan faiz patikası da belirgin şekilde yukarı kaymıştır. Diğer taraftan, benzer şekilde ECB de eylül ayında faiz artışına gittikten sonra ekim ayında politika faizini değiştirmemiştir. ECB için 2027 yılında daha yüksek politika faizlerinin fiyatlandığı görülmektedir (Grafik 2.1.7). Rapor döneminde diğer GÜ merkez bankalarından İsrail 25 baz puan faiz indirirken Avustralya 50 baz puan, İngiltere, İsveç, Kanada, Norveç, Japonya, Yeni Zelanda, Güney Kore ve Danimarka enflasyonist baskılara vurgu yaparak 25'er baz puan faiz artırmıştır. Söz konusu dönemde GOÜ'de ise ülkeler arası farklılaşmalar olmakla birlikte faiz artışına giden merkez bankalarının sayısı faiz indirimine giden merkez bankalarının sayısından daha fazla olmuştur. Macaristan, Meksika ve Brezilya Merkez Bankaları 25'er baz puan faiz indirirken Filipinler Merkez Bankası 75, Kolombiya, Çekya, Güney Afrika ve Hindistan Merkez Bankaları ise 25'er baz puan faiz artırmıştır. Çin ise büyümeyi destekleyici para politikası adımlarına hedefli şekilde kredi ve likidite araçlarını kullanarak devam etmiştir. GOÜ merkez bankalarının da iletişimlerinde jeopolitik risklere vurgu yapmayı sürdürdükleri görülmektedir. İndirim süreçlerini daha önce tamamlamış olan bazı merkez bankaları beklemeye devam ederken faiz indiren

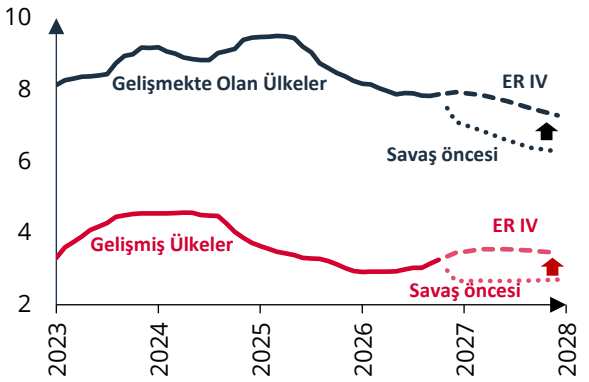
merkez bankaları da temkinli ilerleyeceklerini ve gelişmeleri takip edeceklerini belirtmektedir. Savaş öncesi dönemle kıyaslandığında küresel ölçekte gelişmiş ülkelerde daha belirgin olmak üzere daha sıkı bir para politikası beklentisi dikkat çekmektedir (Grafik 2.1.8). Bu bağlamda, belirsizlik sürecinin uzaması ve enerji fiyatlarındaki değişimlerin daha kalıcı olması durumunda, enflasyon beklentilerinin çıpalanması ve ikincil etkilerin kontrol altına alınmasına yönelik olarak daha fazla parasal sıkılaşmanın gerekebileceği değerlendirilmektedir.

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



Kaynak: Bloomberg.

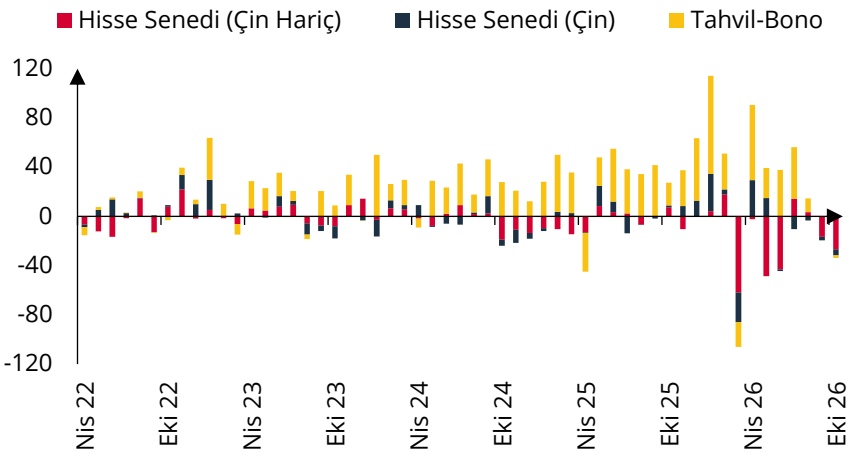
Grafik 2.1.8: Küresel Politika Faizi ve Politika Faizi Beklentileri (% Puan)



Kaynak: Bloomberg.
GÜ: ABD, Kanada, Norveç, Yeni Zelanda, Birleşik Krallık, Güney Kore, Avustralya, Euro Bölgesi, Japonya, İsveç, Danimarka, İsrail.
GOÜ: Brezilya, Endonezya, G. Afrika, Hindistan, Kolombiya, Peru, Meksika, Polonya, Rusya, Çekya, Tayland, Şili, Filipinler, Romanya, Macaristan.

Yüksek düzeyde seyreden küresel belirsizlikler altında GOÜ'den portföy çıkışları sürmüştür. Rapor dönemi genelinde portföy hareketlerinin hisse senedi piyasalarında ağırlıklı olarak çıkış yönünde, oynaklığın arttığı tahvil piyasalarında ise ağırlıklı olarak giriş yönünde olduğu görülmektedir (Grafik 2.1.9). Söz konusu çıkışların bir önceki Rapor dönemine göre azalmakla birlikte yapay zekâ ve çip sektörlerinde yoğunlaşmaya devam ettiği izlenmektedir. Gelişmiş ülkelerin önümüzdeki dönemde izleyecekleri para politikası, portföy hareketlerinin seyri üzerinde etkili olabilecektir. Atılacak olası sıkılaşma adımlarının, küresel risk iştahını etkileme potansiyeline sahip olduğu değerlendirilmektedir.

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

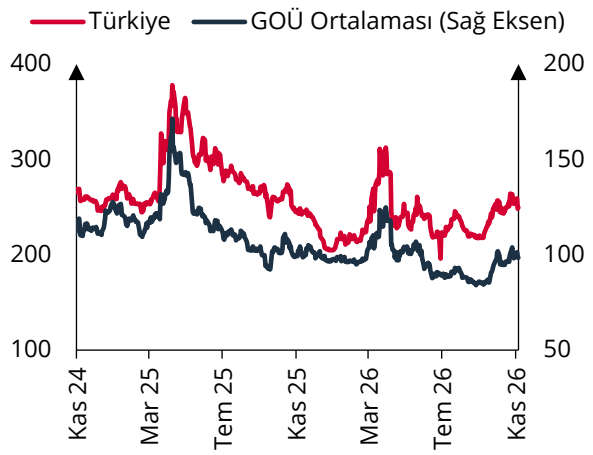


Kaynak: IIF.

2.2 Finansal Koşullar

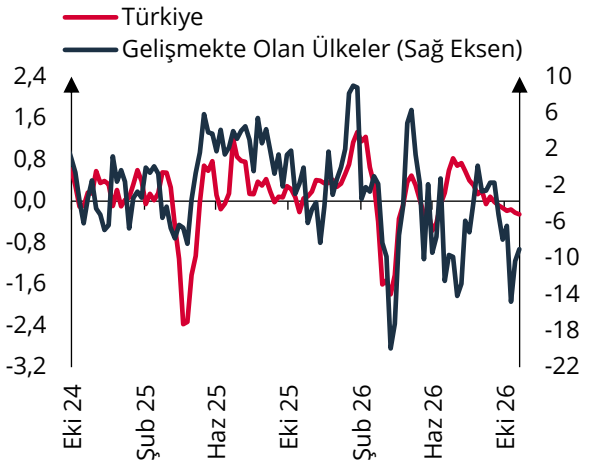
ABD/İsrail-İran arasındaki savaşın yanı sıra küresel ekonomik görünüme ilişkin belirsizlikler finansal piyasalardaki oynaklıkları artırmaktadır. Bu durum, finansal varlık fiyatlamalarını ve portföy hareketlerinin seyrini etkilemektedir. Türkiye CDS primi bir önceki Rapor dönemine kıyasla GOÜ risk primlerine benzer şekilde yükselerek 5 Kasım itibarıyla 249 baz puan olmuştur (Grafik 2.2.1). Mevcut Rapor döneminde GOÜ'lerden portföy çıkışları sürerken Türkiye'ye yönelik portföy girişleri ivme kaybetmiş ve dönem sonuna doğru çıkışlar gözlenmiştir. Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) piyasasından 1,1 milyar ABD doları, hisse senedi piyasasından ise 0,2 milyar ABD doları çıkış gerçekleşmiştir. Toplam olarak bakıldığında, mevcut Rapor döneminde 1,3 milyar ABD doları net portföy çıkışı olmuştur (Grafik 2.2.2 ve Mercek Altı 2.1).

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



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

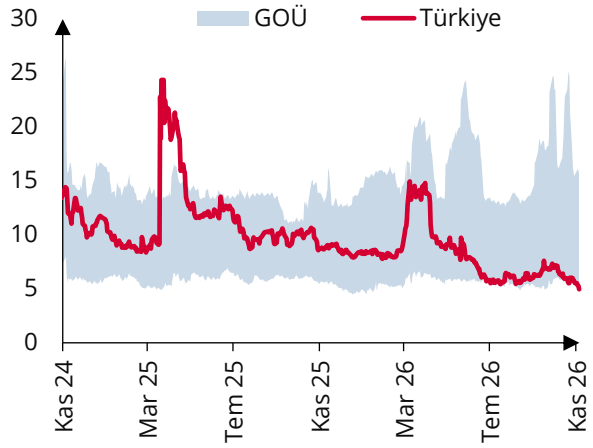
Grafik 2.2.2: Türkiye* ve Gelişmekte Olan Ülke Portföy Hareketleri (4 Haftalık Ortalama, Milyar ABD Doları)



Kaynak: IIF, TCMB.
* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelen portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisi repo hariçtir.

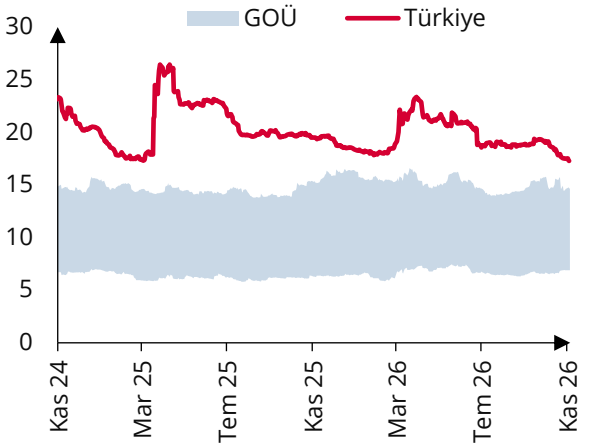
Türk lirasının ima edilen oynaklığı kısa ve uzun vadelerde gerilemiştir. Bir ay vadeli kur oynaklığı diğer GOÜ'lere kıyasla düşük seyrederken on iki ay vadeli kur oynaklığı gerilemekle birlikte görece yüksek seviyesini korumaktadır. Türk lirasının ima edilen oynaklığı 1 ay vadede yüzde 5,0 düzeyinde, 12 ay vadede ise yüzde 17,3 seviyesinde bulunmaktadır (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4).

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



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

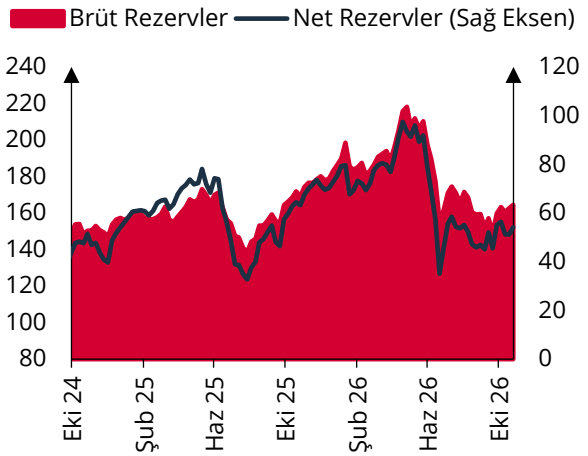
Grafik 2.2.4: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı* (ABD Dolarına Karşı, 12 Ay Vadeli, %)



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

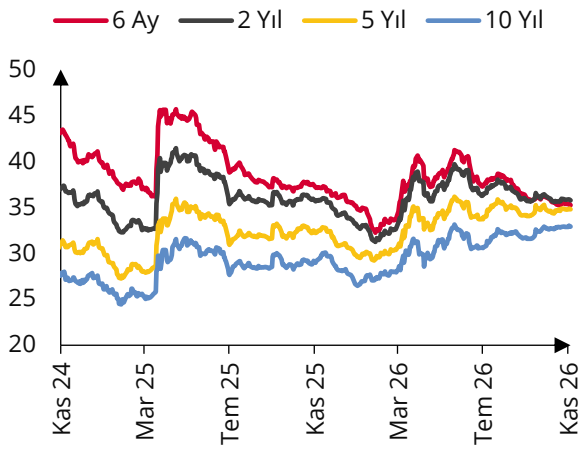
TCMB brüt rezervleri bir önceki Rapor dönemine göre gerilemiştir. Eylül ayı ortalarında bazı yatırım fonları kaynaklı piyasalarda yaşanan gelişmelerle birlikte artan oynaklığa paralel olarak brüt uluslararası rezervler gerileme kaydetmiştir. Rapor döneminde dalgalı bir seyir izleyen brüt rezervler, 30 Ekim itibarıyla bir önceki döneme göre 6,3 milyar ABD doları azalarak 158,1 milyar ABD doları seviyesine gerilemiştir (Grafik 2.2.5).

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

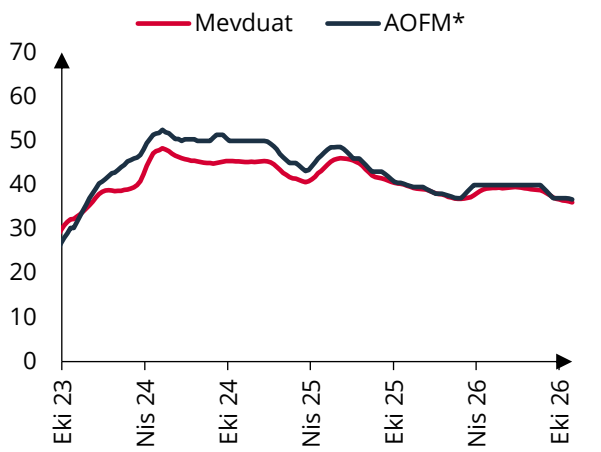
DİBS getirileri Mevcut Rapor döneminde yatay bir seyir izlemiştir. DİBS getirileri, yakın dönemde artan savaş kaynaklı belirsizlikler ve yurt içi finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler sonucu, uzun vadede sınırlı bir miktar artarken kısa vadede yatay seyretmiştir (Grafik 2.2.6). Jeopolitik gelişmelere bağlı olarak risk algısının iyileşmesi ve küresel risk iştahının artması durumunda, DİBS getirilerinin enflasyon ve para politikası görünümü ile daha uyumlu seyretmesi beklenmektedir.

Mevcut Rapor döneminde, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetindeki gerilemenin mevduat ve kredi faiz oranlarına yansıdığı görülmektedir. Jeopolitik gelişmeler nedeniyle artan belirsizliklerin enflasyon görünümü üzerinde oluşturabileceği riskleri sınırlamak amacıyla mart ayı başında ara verilen bir hafta vadeli repo ihalelerine 24 Ağustos 2026 tarihinde tekrar başlanmıştır. Böylece, gecelik piyasa faiz oranları politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı seviyelerinde oluşarak, 300 baz puana yakın gerilemiştir. 22 Ekim 2026 tarihinde alınan Para Politikası Kurulu kararı ile bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ile gecelik vadede borç verme ve borçlanma faiz oranları 100 baz puan indirilmiştir. 30 Ekim itibarıyla, mevduat faiz oranları 35,6 seviyesine gerilerken TL ticari kredi (kredili mevduat hesapları, kurumsal kredi kartları ve sıfır faizli ticari krediler hariç) faiz oranları yüzde 40,4 seviyesine gelmiştir.[1] İhtiyaç (kredili mevduat hesapları ve sıfır faizli ihtiyaç kredileri hariç), konut ve taşıt kredisi faiz oranları ise sırasıyla yüzde 47,9, yüzde 35,2 ve yüzde 37,5 seviyelerinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.7, Grafik 2.2.8 ve Kutu 2.1).

TCMB, eylül ayında yurt içi finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde makrofinansal istikrarı ve bankaların likidite yönetimini desteklemek amacıyla bazı tedbirler almıştır (Kutu 2.2). Bu çerçevede, haftalık repo ihaleleri ile sağlanan fonlama miktarı artırılmış, TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası'nda bankaların borç alabilme limitleri güncellenmiş, teminat iskonto oranları azaltılmıştır. Ayrıca, Türk lirası zorunlu karşılık bloke tesis oranları düşürülerek bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlanmış, KOBİ kredileri için kredi büyüme sınırında bir miktar gevşemeye gidilmiştir.

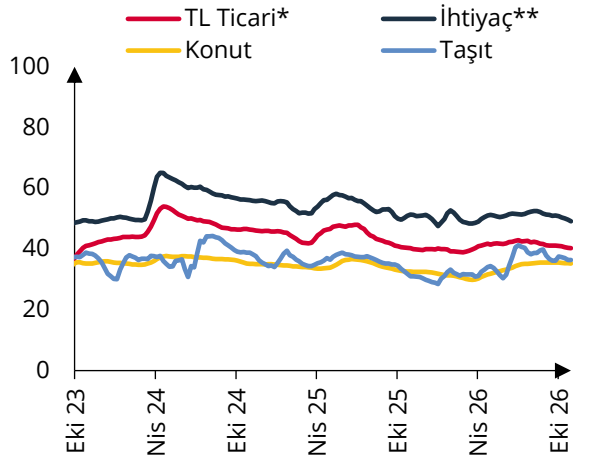
[1] Mevduat ve kredi faiz oranları basit faizdir.

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



Kaynak: TCMB.
* TCMB Ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti.
** Mevduat faiz oranı ve AOFM basit faizdir.

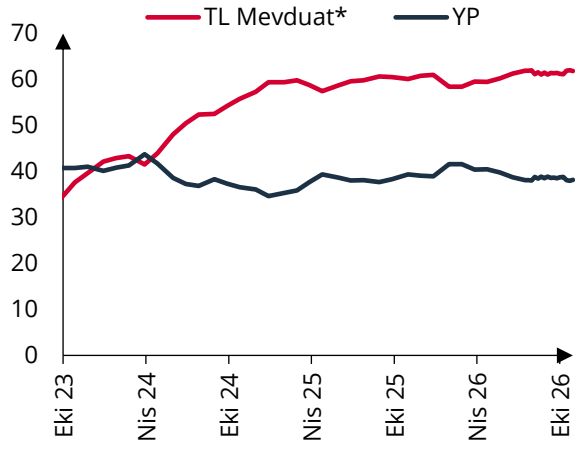
Grafik 2.2.8: Kredi Faiz Oranları*** (Akım Veri, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.
* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları ile sıfır faizli krediler hariç.
** Kredili mevduat hesapları ve sıfır faizli krediler hariç.
*** Kredi faiz oranları basit faizdir.

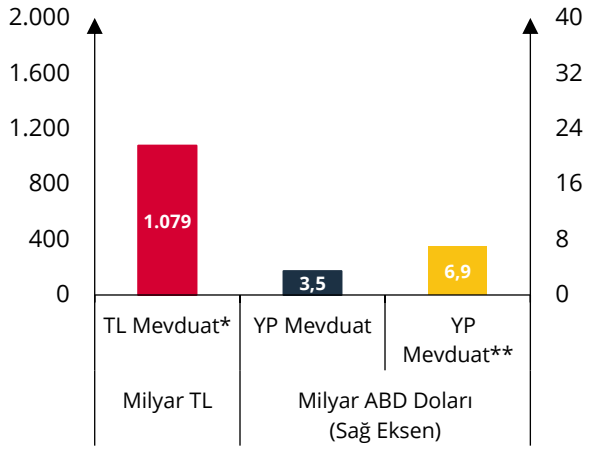
Bankaların mevduat kompozisyonunda TL payı lehine olan istikrarlı görünüm korunmaktadır. Sıkı para politikası duruşu ve destekleyici makroihtiyati politikalar Türk lirası mevduat tercihinin sürmesinde etkili olmaya devam etmektedir. Eylül ayı ortalarında yurt içi finansal gelişmeler kaynaklı olarak para piyasası ve benzeri fonlardan çıkışlar gerçekleşmiştir. Bununla birlikte söz konusu piyasalardan çıkışların TL mevduata yönelmesi ile TL mevduat payı istikrarlı görünümünü korumuş ve 30 Ekim itibarıyla yüzde 61,8 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.9). Mevcut Rapor döneminde TL mevduat 1 trilyon 79 milyar TL yükselirken YP mevduat bakiyesi 3,5 milyar ABD doları artmıştır. Parite ve fiyat etkileri arındırılmış YP mevduat bakiyesi ise 6,9 milyar ABD doları yükselmiştir (Grafik 2.2.10).

Grafik 2.2.9: Mevduat Kompozisyonu (% Pay)



Kaynak: TCMB.
* TL mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

Grafik 2.2.10: Mevduat Değişimi (31 Temmuz 2026-30 Ekim 2026)

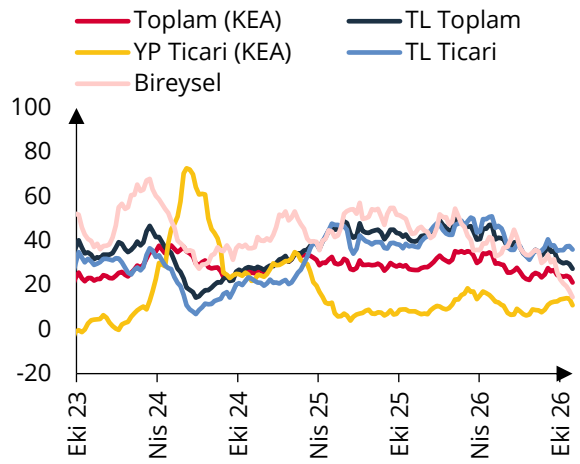


Kaynak: TCMB.
* TL mevduat KKM ve DDM hariçtir.
** Yurt içi yerleşiklerin yurt içi şubelerdeki parite etkisinden arındırılmış YP mevduat değişimini göstermektedir. YP mevduat değişimleri yurt içi şubelerdeki yurt içi yerleşiklerin mevduat değişimidir.

Toplam kredi büyümesindeki yavaşlama belirginleşmiştir. Mevcut Rapor döneminde, para politikasındaki sıkı duruşa ilave olarak bir önceki Rapor döneminde alınan büyüme sınırlarının düşürülmesi ve istisna kapsamının daraltılması gibi makroihtiyati tedbirler ile bireysel kredi talebindeki gerileme neticesinde kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı 30 Ekim itibarıyla yüzde 20 civarına düşmüştür (Grafik 2.2.11). Söz konusu gelişmede ilgili büyüme oranı ekim ayı sonu itibarıyla yüzde 14,5'e gerileyen bireysel kredilerdeki belirgin yavaşlama etkili olmuştur. Finansal piyasalardaki gelişmelere yönelik 1 Ekim 2026 tarihinde TCMB tarafından alınan tedbirler neticesinde, 30 Ekim itibarıyla TL ticari kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı yüzde 36,1'e yükselmiştir. YP (KEA) ticari kredilerde ise söz konusu büyüme oranı yüzde 10,9'a ulaşmıştır.

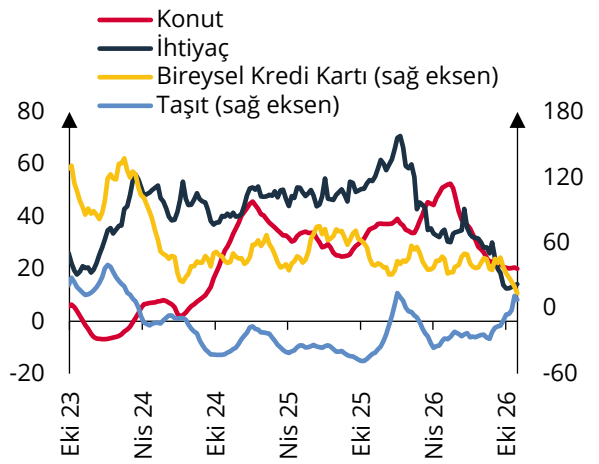
Bireysel kredi büyümesindeki ivme kaybı ihtiyaç kredileri ve bireysel kredi kartı bakiyesi büyüme oranındaki kuvvetli gerileme ile konut kredilerindeki yavaşlama neticesinde belirginleşmiştir. Mevcut Rapor döneminde ihtiyaç kredileri, bireysel kredi kartı bakiyesi ve konut kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı 30 Ekim itibarıyla sırasıyla yüzde 14,2, 13,6 ve 20,1 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.12). 2026 yılı ocak ayından bu yana negatif bölgede seyreden taşıt kredilerinin büyüme oranı ise son haftada yüzde 7,7 seviyesine yükselmiştir.

Grafik 2.2.11: Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Kur Etkisinden Arındırılmış, 5 Günlük Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

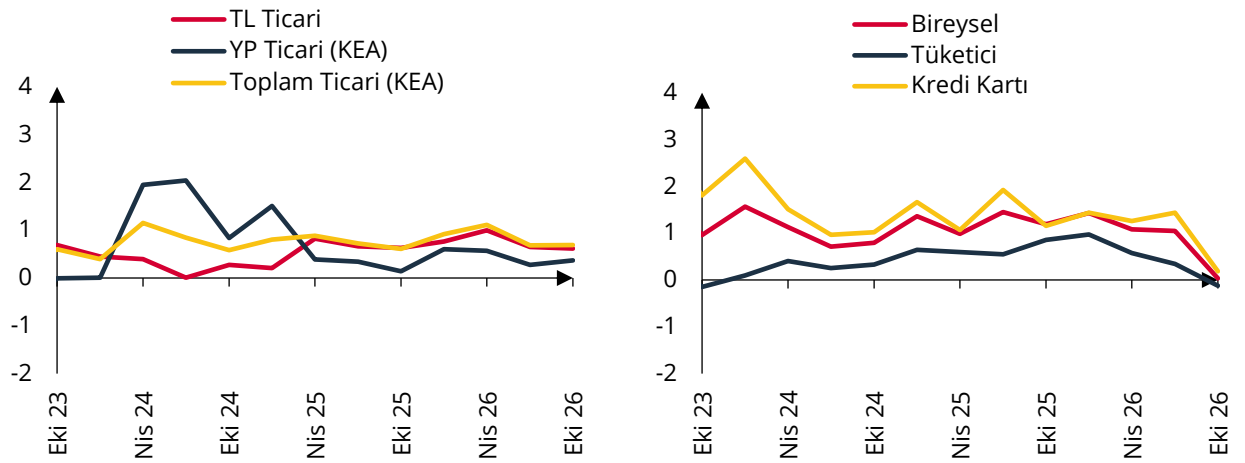
Grafik 2.2.12: Bireysel Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, 5 Günlük Hareketli Ortalama,%)



Kaynak: TCMB.

Standardize edilmiş reel kredi kullanımı, bireysel kredilerde uzun dönem ortalamalarına gerilerken ticari kredilerde uzun dönem ortalamasının üzerinde seyretmeye devam etmiştir. Bireysel kredi kullanımındaki yavaşlamada hem tüketici kredileri hem de kredi kart bakiyesi değişimlerindeki gerileme etkili olmuştur. Kur etkisinden arındırılmış toplam ticari kredi kullanımı ise TL ticari kredi değişimindeki bir miktar gerilemenin, kur etkisinden arındırılmış YP ticari kredi değişimindeki sınırlı artış ile telafi edilmesi neticesinde uzun dönem ortalamalarının üzerindeki seyrini korumuştur (Grafik 2.2.13).

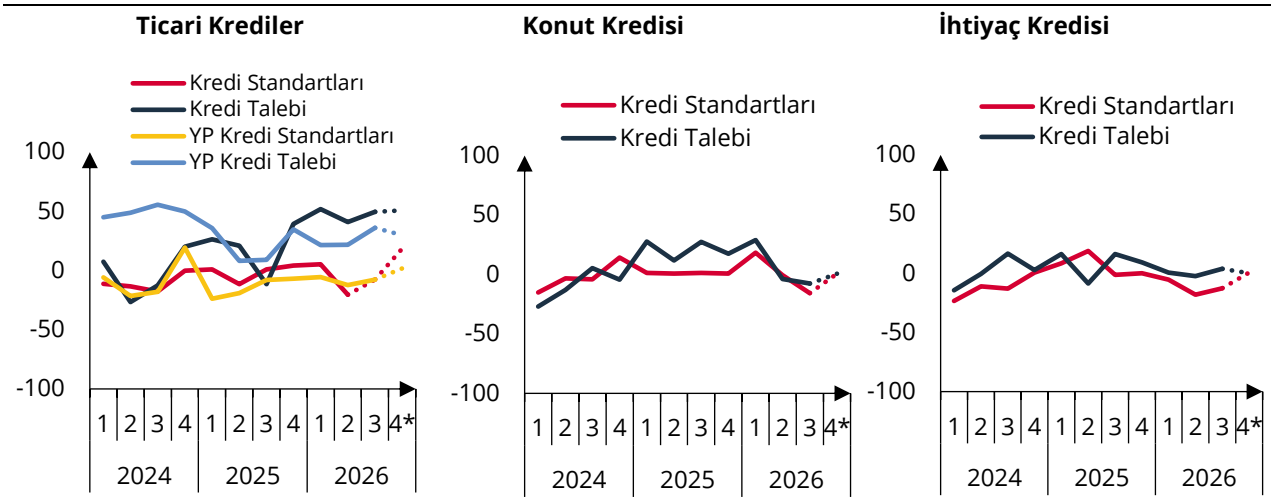
Grafik 2.2.13: Kredi Değişimleri* (13 Haftalık Ortalama, Reel, Standart Değer)



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, bankaların beklentisi 2026 yılının son çeyreğinde ticari kredi talebinin canlı kalmaya devam edeceği, kredi standartlarının ise ticari kredilerde gevşeyeceği yönündedir. 2026 yılının üçüncü çeyreğinde, genel olarak işletme kredilerine yönelik talebin güçlendiği, bankaların kredilere uyguladıkları standartlardaki sıkılaşmanın ise bir miktar zayıfladığı görülmektedir. Benzer şekilde, YP ticari kredilerde üçüncü çeyrekte kredi talebinin canlandığı, bankaların YP kredilere uyguladıkları standartlardaki sıkılaşmanın zayıflayarak devam ettiği görülmektedir. Dördüncü çeyrekte bankaların beklentisi, ticari kredilerde talebin canlılığını koruyacağı ve YP işletme kredilerinde daha sınırlı olmak üzere standartlarda gevşemeye gidileceği yönündedir (Grafik 2.2.14). 2026 yılının üçüncü çeyreğinde konut kredilerine uygulanan standartlardaki sıkılaşmanın güçlenerek devam ettiği ve konut kredi talebindeki gerilemenin sürdüğü görülmektedir. İhtiyaç kredilerinde ise söz konusu çeyrekte uygulanan standartlarda sıkılaşmanın zayıflayarak devam ettiği, kredi talebinde bir önceki çeyrekte görülen sınırlı azalışın yerini sınırlı artışa bıraktığı gözlenmektedir. 2026 yılının dördüncü çeyreği için bankaların beklentisi, konut ve ihtiyaç kredilerine uygulanan standartlarda ve kredi talebinde belirgin bir değişme olmayacağı yönündedir (Grafik 2.2.14).

Grafik 2.2.14: Kredi Standartları ve Kredi Talebi



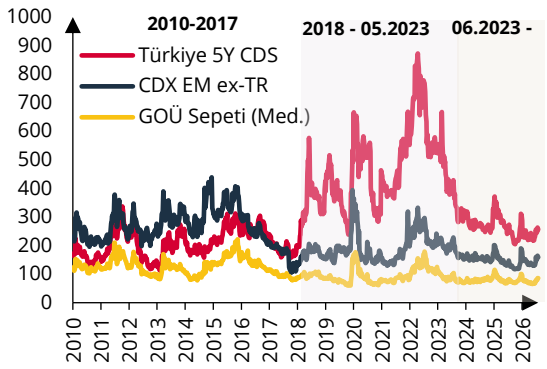
Kaynak: BKEA, TCMB.
* Bankaların beklentisini göstermektedir. Kredi Standartları ve Kredi Talebi endekslerinin hesaplama yöntemi şu şekildedir: Bankalara kredi standartlarının (kredi talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler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

Mercek Altı 2.1

Türkiye CDS'indeki Değişimin GOÜ CDS Hareketlerine Yakınsaması

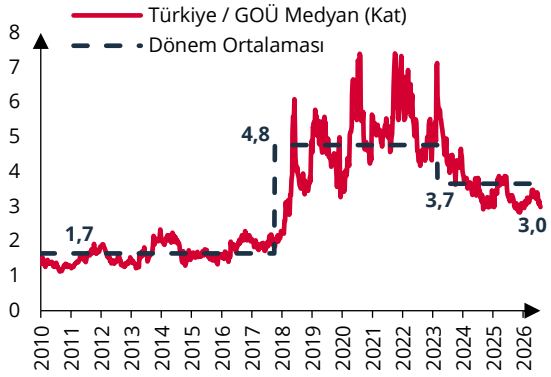
Ülke risk priminin temel göstergelerinden biri olan 5 yıllık CDS primindeki değişimleri değerlendirmek amacıyla Türkiye'nin CDS primi, 21 gelişmekte olan ülkenin (GOÜ)[2] yer aldığı sepet ve Türkiye hariç CDX EM endeksiyle karşılaştırılmıştır (Grafik 1). Türkiye CDS priminin GOÜ sepeti medyanına oranı, 2010-2017 döneminde ortalama 1,7 iken 2018-Mayıs 2023 döneminde 4,8'e yükselmiştir. Son dönemlerde ise sıkı para politikası ve dezenflasyon süreci ile birlikte Türkiye'nin CDS primleri düşmüş ve bu oran ortalama 3,7'ye gerilemiş; ancak, 2010-2017 ortalamasının üzerinde kalmıştır (Grafik 2).

Grafik 1: Türkiye ve GOÜ 5 Yıl Vadeli CDS Primleri (Baz Puan, Haftalık)



Kaynak: Bloomberg, Yazarların hesaplamaları.

Grafik 2: Türkiye CDS Priminin GOÜ Sepetine Oranı (Kat, Haftalık)



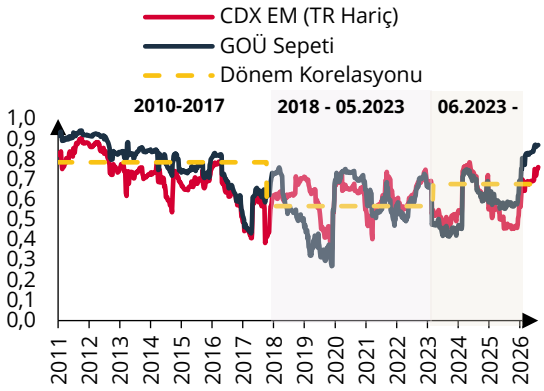
Kaynak: Bloomberg, Yazarların hesaplamaları.

Haftalık logaritmik değişimler üzerinden hesaplanan 52 haftalık kayan pencere korelasyonu, Türkiye CDS priminin GOÜ'lerle birlikte hareketinin güçlendiğine işaret etmektedir (Grafik 3). 2010-2017 döneminde ortalama 0,79 olan korelasyon, 2018-2023 döneminde yaklaşık 0,57'ye gerilemiştir. Takip eden dönemdeki sıkı para politikası çerçevesiyle birlikte korelasyon katsayısı 0,87'ye ulaşmıştır. Bu artış, söz konusu dönemde Türkiye CDS primindeki hareketlerin GOÜ'ler ile birlikte hareket ettiğini, Türkiye özelinde risk fiyatlamasının azaldığını göstermektedir. Dönemler arasındaki farklar istatistiksel olarak anlamlı olup Türkiye hariç CDX EM endeksiyle yapılan analiz de bu eğilimi desteklemektedir.

Günlük logaritmik değişimler üzerinden hesaplanan 60 günlük kayan pencere korelasyonu da 31 Ağustos-23 Ekim 2026 döneminde 0,76-0,87 aralığında seyrederek 2010-2026 ortalaması olan 0,68'in üzerinde kalmıştır (Grafik 4). Bu bulgu, son dönemde GOÜ primindeki artışın GOÜ genelindeki yeniden fiyatlamayla uyumlu olduğuna işaret etmektedir. Haziran 2023 sonrasında ortak hareket güçlenmiş; ancak göreli risk primi 2010-2017 ortalamasının üzerinde kalmıştır.

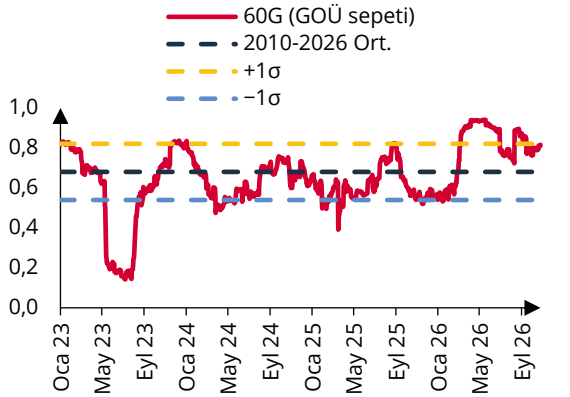
[2] GOÜ Sepetindeki Ülkeler: Brezilya, Kolombiya, Şili, Meksika, Panama, Peru, Uruguay, Kosta Rika, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Bahreyn, Mısır, Fas, Güney Afrika, Çin, Kore, Endonezya, Malezya, Filipinler, Macaristan ve Polonya

Grafik 3: Türkiye CDS ile GOÜ CDS Arasındaki Korelasyon* (52 Haftalık Kayan Pencere)



Kaynak: Bloomberg, Yazarların hesaplamaları.
* Kesikli çizgiler, tamamı dönem içinde kalan pencerelerin ortalamasıdır. Kontrat değişim günleri analiz dışında tutulmuştur.

Grafik 4: Yakın Dönemde Türkiye–GOÜ CDS Korelasyonu* (60 Günlük Kayan Pencere)



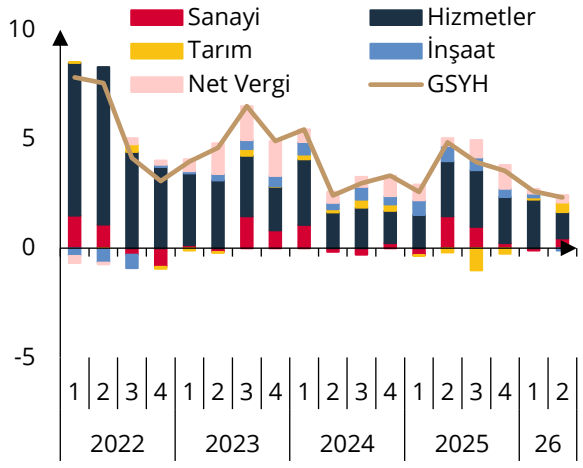
Kaynak: Bloomberg, Yazarların hesaplamaları.
* Kesikli çizgiler, tamamı dönem içinde kalan pencerelerin ortalamasıdır. Kontrat değişim günleri analiz dışında tutulmuştur.

2.3 İktisadi Faaliyet

Arz ve Talep Gelişmeleri

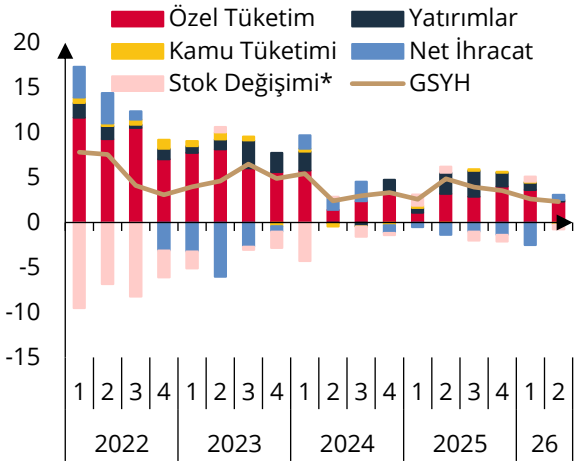
Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), 2026 yılının ikinci çeyreğinde yıllık ve çeyreklik bazda sırasıyla yüzde 2,3 ve yüzde 1,1 oranlarında artmıştır. Üretim yönünden değerlendirildiğinde, ikinci çeyrekte yıllık büyümeye inşaat dışındaki bütün sektörler pozitif katkı verirken büyümenin temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmuştur (Grafik 2.3.1). Tarım katma değeri ilk çeyrekteki yıllık büyümesinin ardından ikinci çeyrekte kuvvetli artış kaydetmiştir. İlk çeyrekte yıllık bazda gerileyen sanayi katma değeri, ikinci çeyrekte artmıştır. Harcama yöntemiyle incelendiğinde, nihai yurt içi talebin yıllık büyümenin sürükleyicisi olmaya devam ettiği görülmüştür. Özel tüketim ve toplam yatırımların yıllık büyümeye verdikleri katkı azalmaya devam etmiştir (Grafik 2.3.2). Çeyreklik bazda ise özel tüketim harcamalarındaki düşüşün sürmesi tüketimdeki yavaşlamanın daha belirgin hale geldiğini göstermiştir. Bu dönemde toplam yatırımlar çeyreklik bazda değişmemiştir. Mal ve hizmetlerin ihracatı artarken ithalatı gerilemiş, net ihracat çeyreklik büyümeye pozitif katkı sağlamıştır. Özetle, ikinci çeyreğe ait veriler iç talepteki zayıf seyrin belirginleştiğine işaret etmiştir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

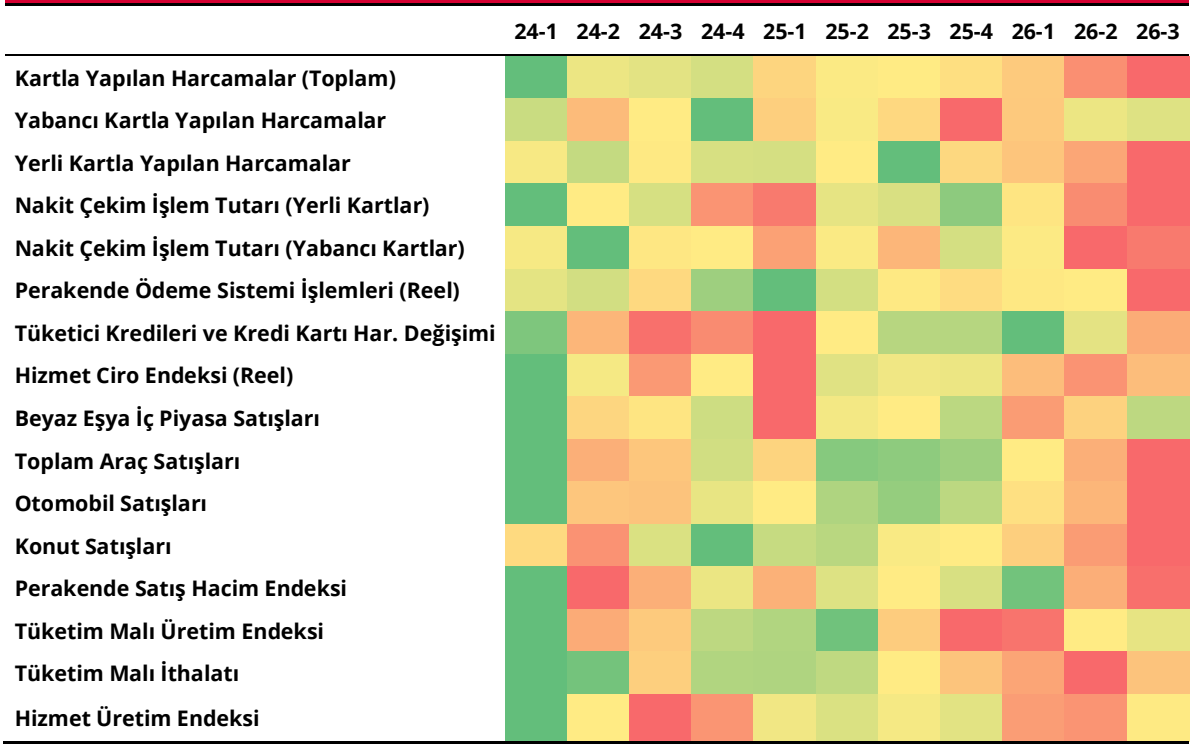
Grafik 2.3.2: GSYH Yıllık Büyümesine Harcama Yönünden Katkılar (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiki sapmayı içermektedir.

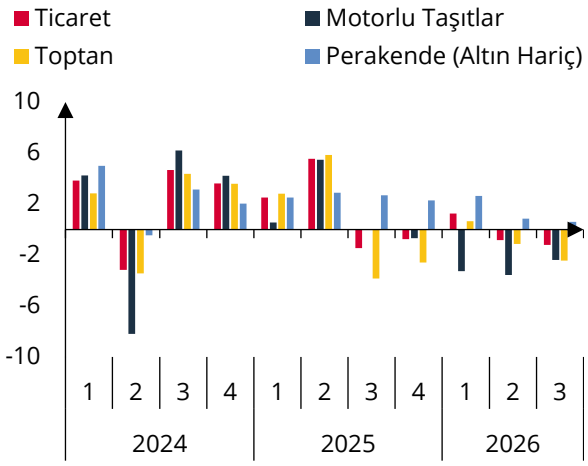
2026 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin mevcut göstergeler, iç talepteki zayıf seyrin devam ettiğini ve yurt içi talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği katkının sürdüğünü göstermektedir. Yılın ilk çeyreğinde yüzde 4,3 olarak gerçekleşen perakende satış hacim endeksinin çeyreklik büyümesi, ikinci çeyrekte yüzde 0,8'e gerilerken üçüncü çeyrekte yüzde 1,6 artış göstermiştir (Grafik 2.3.3). Altın hariç perakende satışların çeyreklik büyümesi ise ikinci çeyrekteki gerilemesini sürdürmüştür (Grafik 2.3.4). Aynı dönemde ticaret satış hacim endeksi, toptan ticaret ve taşıt ticareti kaynaklı olmak üzere, çeyreklik bazda yüzde 1,2 oranında azalmıştır. Otomobil satışları üçüncü çeyrekte de gerilemesini sürdürmüştür (Grafik 2.3.5). Beyaz eşya satışları ise çeyreklik olarak artış kaydetmiştir. Bununla birlikte seviye olarak halen önceki yılın son çeyreğinin aşağısında seyretmektedir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, yılın üçüncü çeyreğinde kayıtlı iç piyasa siparişlerinde zayıflamaya işaret etmiştir. PMI verileri de üçüncü çeyrekte iç piyasa siparişlerinde eşik değerin altındaki seyrin sürdüğünü göstermektedir. Kartla yapılan harcamalar üçüncü çeyrekte yataya yakın seyretmiştir (Grafik 2.3.6). Tüketime ilişkin üretim, satış, ithalat, krediler, kredi kartı harcamaları ve ödeme verileri gibi göstergelerden oluşturulan ısı haritası da üçüncü çeyrekte iç talepteki zayıf seyrin sürdüğünü göstermektedir (Tablo 2.3.1). Ekim ayı itibarıyla veriler, çeyreklik bazda otomobil satışlarında gerileme, kart harcamalarında ise ılımlı bir seyir ima etmektedir. Kart harcamalarına daha yakından bakıldığında, ihtiyari olarak sınıflandırılan kalemlerde daha zayıf bir seyir gözlenmektedir (Mercek Altı 2.2). Aynı dönemde iktisadi yönelim anketi verileri, imalat sanayi firmalarının hem kayıtlı iç piyasa siparişlerinde hem de geleceğe yönelik iç piyasa sipariş beklentilerinde azalışa işaret etmektedir. Benzer şekilde PMI verileri, toplam siparişlerdeki zayıf seyrin ekim ayında devam ettiğini ima etmektedir. Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden edinilen bulgular da yurt içi satışlardaki zayıf seyrin ekim ayı itibarıyla sürdüğünü göstermektedir (Kutu 2.3). Özetle, yakın döneme ilişkin veriler, iç talepteki zayıf seyrin devam ettiğine işaret etmektedir.

Tablo 2.3.1. Tüketim Harcamalarına İlişkin Göstergeler Isı Haritası* (Yıllık Değişim)



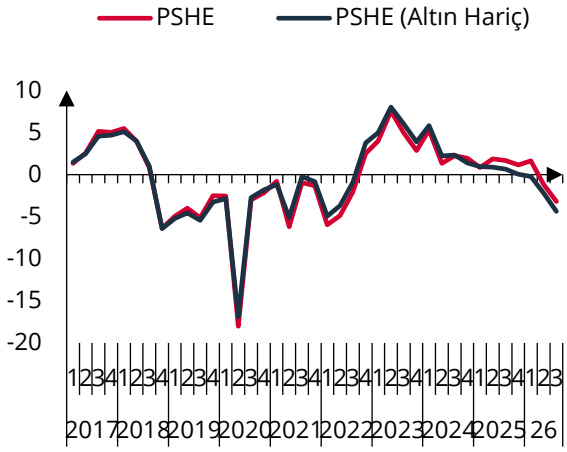
* Renklendirmeler 2024Ç1-2026Ç3 ortalama değerlere göre yapılmıştır. Her bir göstergenin en küçük ve en büyük değerleri kırmızı ve yeşil renklerini alırken ortanca değerler sarı renktedir. Aradaki renk geçişleri en küçük ve en büyük değere doğru doğrusal şekilde gerçekleşmektedir.

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



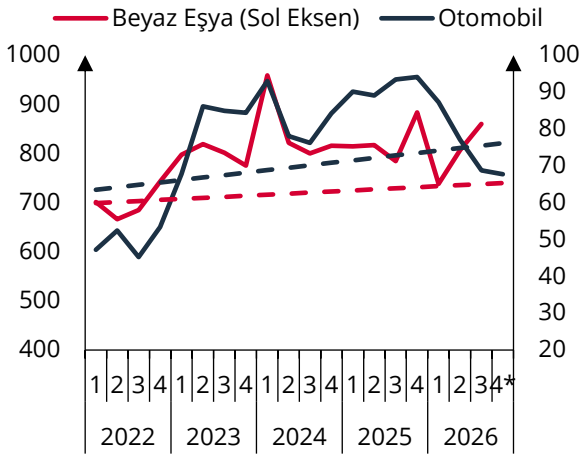
Kaynak: TÜİK.

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



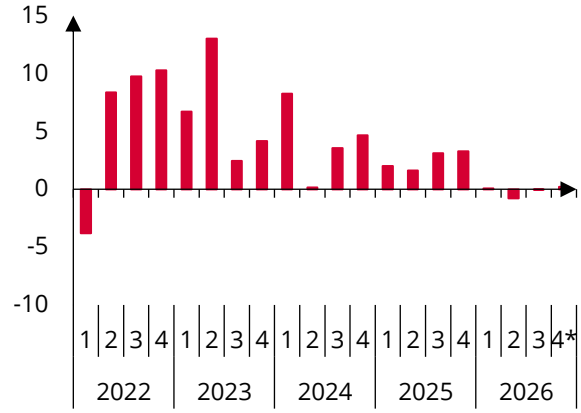
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



Kaynak: ODMD, TCMB, TURKBESD.
* Otomobil satışları dördüncü çeyrek değeri ekim ayı verisidir.
** Kesikli çizgiler 2010-2018 dönemi eğilimini göstermektedir.

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

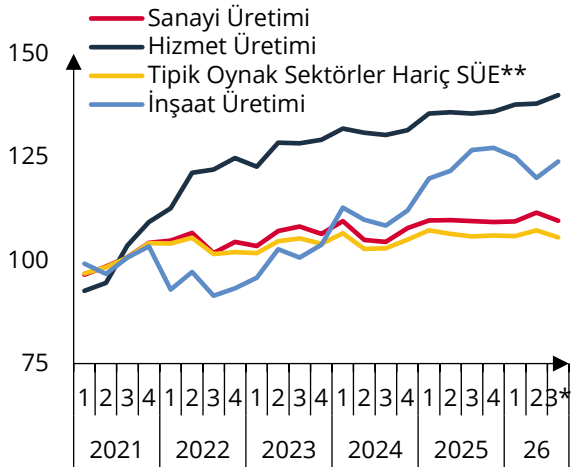


Kaynak: TCMB.
* TÜFE ile reelleştirilmiştir. Kamu ve bireysel emeklilik ödemeleri hariç tutulmuştur. Dördüncü çeyrek değeri ekim ayı verisidir.

Yılın üçüncü çeyreğinde ikinci çeyreğe kıyasla, sanayi üretim endeksi azalırken hizmet ve inşaat üretim endeksleri artmıştır. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırıldığında, bir önceki çeyrekte artış kaydeden sanayi üretimi, üçüncü çeyrekte çeyreklik bazda yüzde 1,8 oranında azalmıştır (Grafik 2.3.7). Ana eğilimi izlemek amacıyla tipik oynaklık sergileyen diğer ulaşım ve benzeri sektörler dışlandığında da sanayi üretimi çeyreklik bazda gerilemiştir. Bu çerçevede, sanayi üretiminin ana eğiliminde zayıflama gözlenmiştir. Hizmet üretim endeksi ise ağustos ayı itibarıyla çeyreklik bazda artış göstermiştir. İdari ve destek hizmetleri dışındaki tüm alt kalemler artış kaydederken en güçlü artış bilgi-iletişim sektöründe kaydedilmiştir. İnşaat üretim endeksi ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte toparlanma kaydetmekle birlikte yılın ilk yarısındaki azalışını telafi edememiştir. Ekim ayı iktisadi yönelim anketi verileri üretim beklentilerinde azalışa işaret etmiştir. PMI üretim endeksi aynı dönemde gerileyerek 50 eşik seviyesinin altında kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.3.8). Kapasite kullanım oranı (kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünlerinin imalatı dışlandığında)

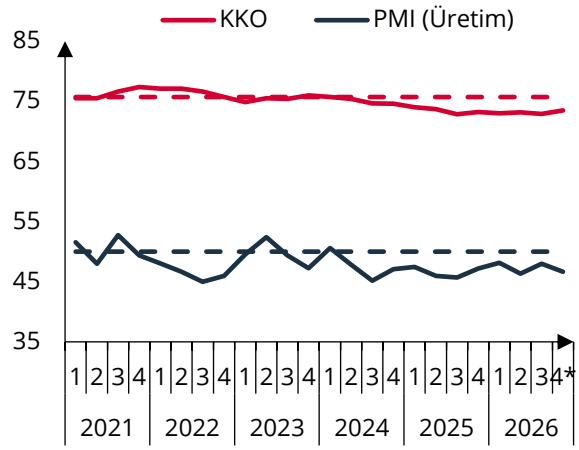
ise üçüncü çeyrekte azalırken ekim ayı itibarıyla dördüncü çeyrekte sınırlı artış göstermiştir. Söz konusu artış, taşıt sektörü öncülüğünde gerçekleşmiştir. Özetle, yılın üçüncü çeyreğinde üretim göstergeleri sanayi üretiminde azalışa, hizmet ve inşaat üretiminde artışa işaret etmektedir. Anket bazlı göstergeler ise ekim ayı itibarıyla yılın son çeyreğinde sanayideki zayıf seyrin sürdüğünü ima etmektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Hizmet ve inşaat endeksleri ağustos ayı itibarıyladır.
** Tipik olarak oynak bir seyir izleyen kayıtlı medya, bilgisayar-optik, temel eczacılık ve diğer ulaşım sektörleri dışlandığında sanayi üretimi.

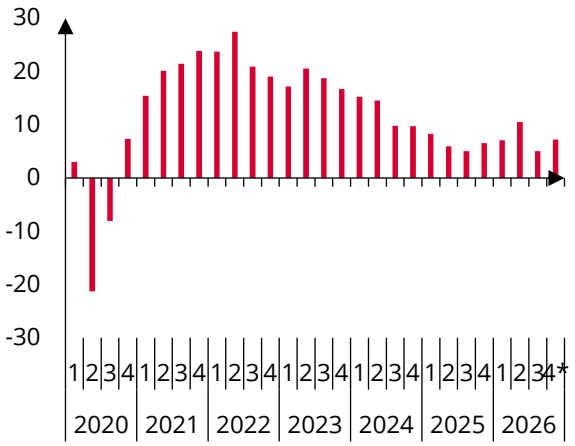
Grafik 2.3.8: Kapasite Kullanım Oranı ve PMI** (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: S&P, TCMB, TÜİK.
* Ekim ayı verisidir.
** Kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri imalatı dışlanmıştır. Kesikli çizgiler KKO için 2007-2024 ortalaması, PMI için 50 eşik değeridir.

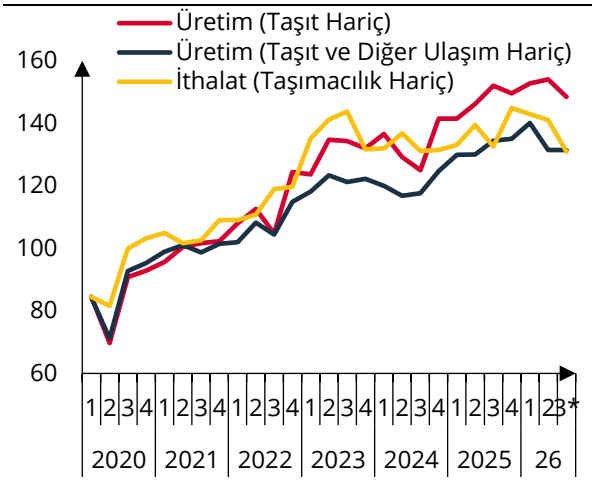
İmalat sanayi firmalarının yatırım beklentileri üçüncü çeyrekte gerilemiş, ekim ayında ise bir miktar artmıştır. Firmaların yatırım eğilimindeki yükseliş üçüncü çeyrekte duraksarken ekim ayı verileri yatırım beklentilerinde yeniden artış ima etmiştir (Grafik 2.3.9). Yılın üçüncü çeyreğinde taşıt hariç sermaye malları üretimi çeyreklik bazda azalmıştır. Aynı dönemde taşıt ve diğer ulaşım hariç sermaye malları üretimi ile taşımacılık araçları hariç sermaye malları ithalatı da gerilemiştir (Grafik 2.3.10).

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



Kaynak: TCMB.
* Ekim ayı itibarıyla.

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

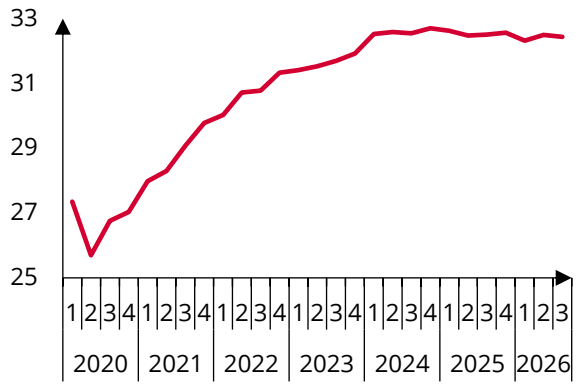


Kaynak: TCMB, TÜİK.
* İthalat miktar endeksi ağustos ayı itibarıyladır.

İşgücü Piyasası Gelişmeleri

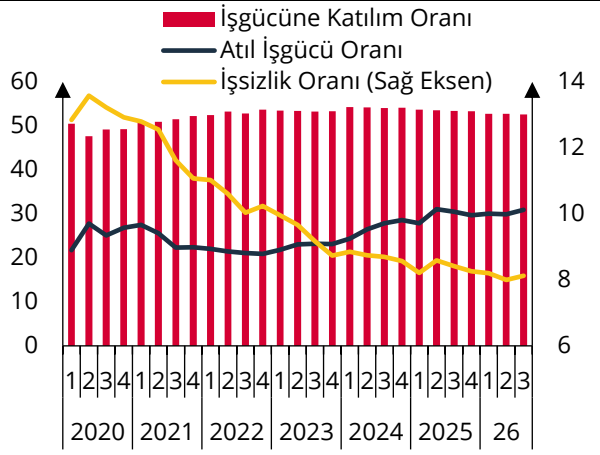
İstihdam yılın üçüncü çeyreğinde sınırlı olarak azalmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin çeyreklik ortalamalarına göre istihdam yılın üçüncü çeyreğinde 32,4 milyon kişi düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.11). Söz konusu dönemde mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı çeyreklik bazda 0,1 puan artışla yüzde 8,1 oranına yükselirken işgücüne katılım oranı 0,2 puan azalışla yüzde 52,6'ya gerilemiştir (Grafik 2.3.12). İşsizlik oranı üzerinde, nüfus artışının 0,25 puan, istihdam kaybının 0,18 puan artırıcı etkisi olurken işgücüne katılım oranındaki gerilemenin 0,29 puan azaltıcı etkisi olmuştur (Grafik 2.3.13).

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



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

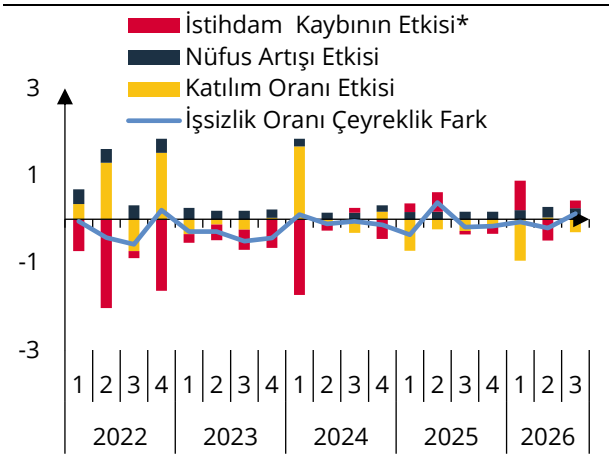
Grafik 2.3.12: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı* (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



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

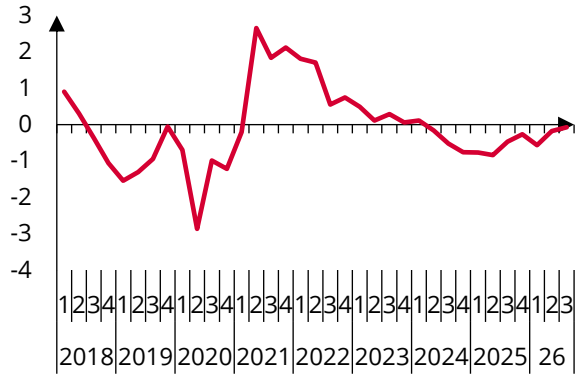
İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğine kıyasla daha az sıkıdır. Üçüncü çeyrekte, işgücü piyasasının tamamlayıcı göstergelerinden olan âtıl işgücü oranı 1,1 yüzde puan artışla yüzde 30,9 seviyesine yükselmiştir. Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi (BİPE) üçüncü çeyrekte bir miktar artarak sıfır civarında gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.14). Kariyer.net toplam iş ilanı başına başvuru sayısı üçüncü çeyrekte sınırlı şekilde gerilerken ekim ayı itibarıyla tekrar yükselişe geçmiştir (Grafik 2.3.15). Bu doğrultuda, işgücü piyasasının manşet işsizlik oranının ima ettiğinden daha az sıkı olduğu değerlendirilmektedir.

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



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

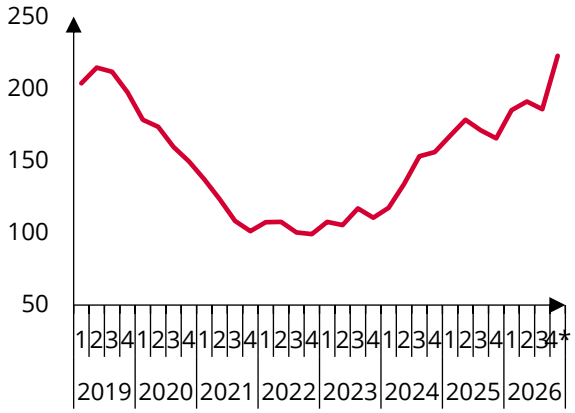
Grafik 2.3.14: Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi (Standardize Edilmiş Değerler)



Kaynak: TCMB.

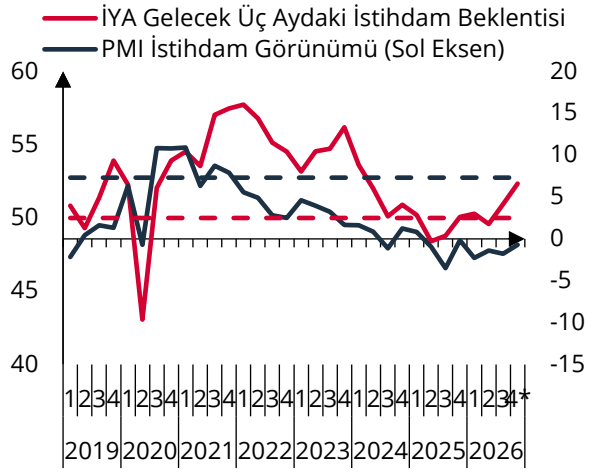
Anket göstergeleri, imalat sanayi firmalarının geleceğe yönelik istihdam beklentilerinde tarihsel ortalamanın altındaki seyrin devamına işaret etmektedir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, dördüncü çeyrekte firmaların istihdam beklentilerinin tarihsel ortalamasının altında seyretmeye devam ettiğini göstermektedir (Grafik 2.3.16). İYA istihdam beklentileri ekim ayında tarihsel ortalamalara yakınsamaya işaret ederken PMI istihdam endeksi aynı dönemde bir miktar artmakla birlikte eşik değer altındaki seyrini sürdürmüştür.

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



Kaynak: Kariyer.net, TCMB.
* Ekim ayı verisidir.

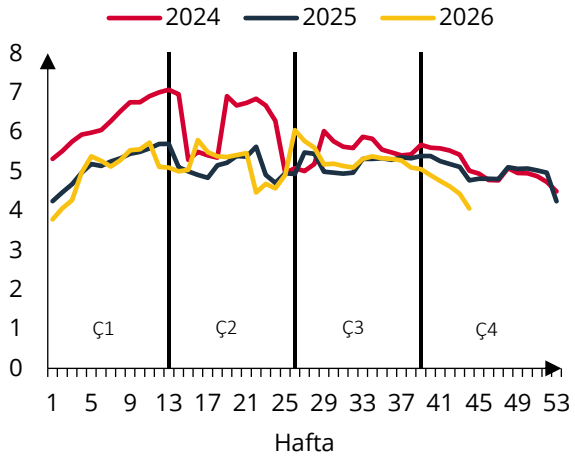
Grafik 2.3.16: Sanayi Sektöründe İstihdam Görünümü ve Beklentisi** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak)



Kaynak: S&P Global, TCMB.
* Ekim ayı verisidir.
** Kesikli çizgiler İYA için 2007-2025 ortalaması, PMI için 50 eşik değeridir.

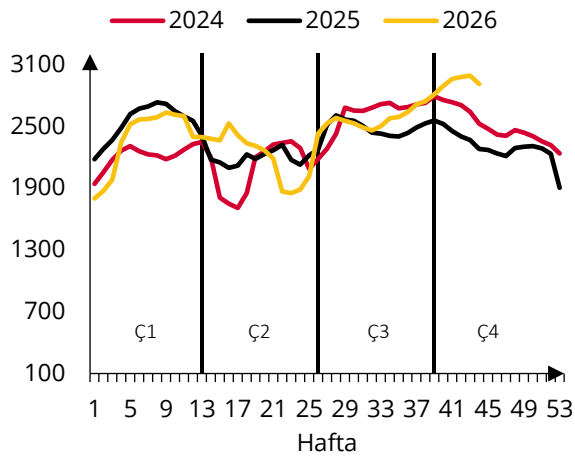
Yüksek frekanslı veriler, önceki yıl seviyelerine kıyasla işgücü talebinin daha düşük, arzının ise daha yüksek seyrettiğine işaret etmektedir. Kariyer.net'ten alınan verilere göre, üçüncü çeyrekte yeni iş ilanı sayısı önceki yıl seviyelerine yakın gerçekleşirken toplam iş başvurusu sayıları görece daha yüksek seyretmiştir. Ekim ayı verilerine göre ise yeni iş ilanları geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla daha zayıf seyrederken toplam iş başvuruları önceki yıl seviyelerinin üzerindedir (Grafik 2.3.17 ve Grafik 2.3.18).

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



Kaynak: Kariyer.net.
* Son gözlem 31 Ekim itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

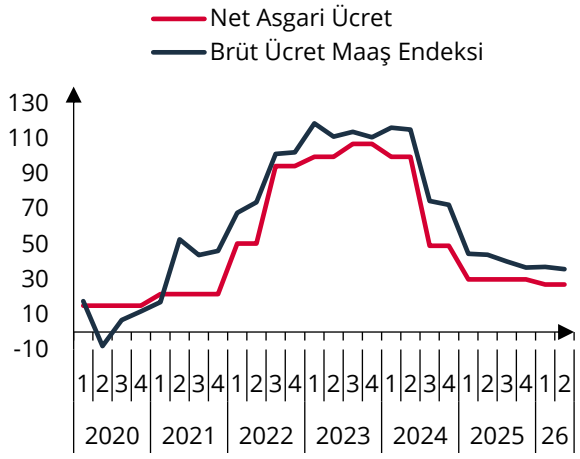
Grafik 2.3.18: Toplam İş Başvurusu* (4 Haftalık Ortalama, Bin Adet)



Kaynak: Kariyer.net.
* Son gözlem 31 Ekim itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

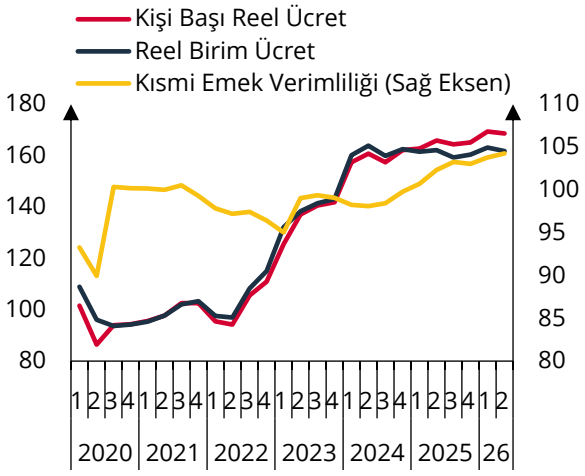
Tarım dışı nominal ücretlerin yıllık artış oranı 2026 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 35,8 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.19). İkinci çeyrekte tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam) yükselmiştir. Kişi başı reel ücretlerdeki azalış ile verimlilik düzeyindeki artış çerçevesinde tarım dışı reel birim ücretler (kişi başı reel ücret/verimlilik) ikinci çeyrekte sınırlı azalış kaydetmiştir (Grafik 2.3.20).

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



Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

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

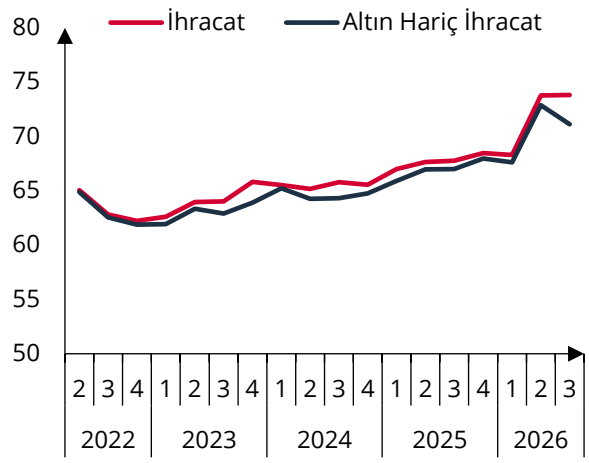


Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam.
** Kişi başı reel ücret/verimlilik. Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

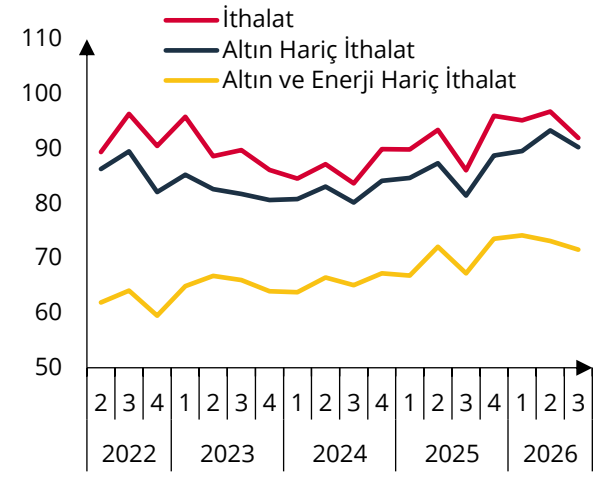
2026 yılının üçüncü çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığı çeyreklik bazdaki gerilemesini sürdürmüştür. Yılın üçüncü çeyreğinde yurt dışı talep, savaşın olumsuz etkilerine rağmen ılımlı seyretmeye devam etmiştir. Söz konusu dönemde, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat bir önceki çeyreğe göre artış hızını yavaşlatsa da gücünü korumuştur. Bu gelişmede, altın ihracatının son on yıllık dönemdeki en yüksek aylık değerini alması da etkili olmuştur (Grafik 2.3.21). Ana metal, bilgisayar-elektronik ürünleri, elektrikli teçhizat, temel eczacılık ürünleri ve deri ürünleri çeyreklik bazda ihracat büyümesine pozitif katkı yaparken diğer ulaşım araçları, motorlu kara taşıtları, fabrikasyon metal, giyim, makine teçhizat, kimya, kauçuk-plastik, petrol, gıda ve tekstil ürünleri ihracatı toplam ihracattaki artışı sınırlamıştır. Türkiye'nin ihracat performansı uluslararası rekabet gücüyle de desteklenmektedir. Nitekim, Türkiye, Çin ile ortak pazarlarda genel olarak payını korumuş ve net pazar kazanımı sağlamıştır (Kutu 2.4). Öte yandan, üçüncü çeyrekte mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ithalat, çeyreklik bazda azalış kaydetmiş ve ilk çeyrekteki seviyesinin altına gerilemiştir (Grafik 2.3.22). İthalattaki bu azalışta, küresel altın fiyatlarındaki gerilemenin etkisiyle çeyreklik bazda yaklaşık 1,7 milyar ABD doları azalış gösteren altın ithalatı etkili olmuştur. Ayrıca, ikinci çeyrekte fiyatlarda kaydedilen yükselişlerin etkisiyle belirgin artış gösteren enerji ithalatı üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla fiyatlarda yaşanan gerilemeyle azalmış, altın ve enerji hariç ithalat da çeyreklik bazda düşmüştür. Mal grubu bazında bakıldığında, ara malı ve yatırım malı ithalatı bir önceki çeyreğe göre azalırken tüketim malı ithalatı artmıştır. Altın ve enerji hariç bırakıldığında ise ara malları ithalatındaki gerileme daha düşük olmakla birlikte sürmüştür. Bu gelişmeler çerçevesinde, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak dış ticaret açığı azalmıştır. Diğer taraftan, geçici dış ticaret verileri ekim ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak ihracatta gerilemeye, ithalatta ise enerji fiyatlarındaki yükseliş kaynaklı artışa işaret etmektedir. Bu dönemde dış ticaret açığı üçüncü çeyrek ortalamasının üzerinde bir görünüm sergilemiştir. Jeopolitik gelişmeler kaynaklı artan belirsizliklere paralel olarak enerji fiyatlarında süregelen dalgalı seyir dış ticaret açığı üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

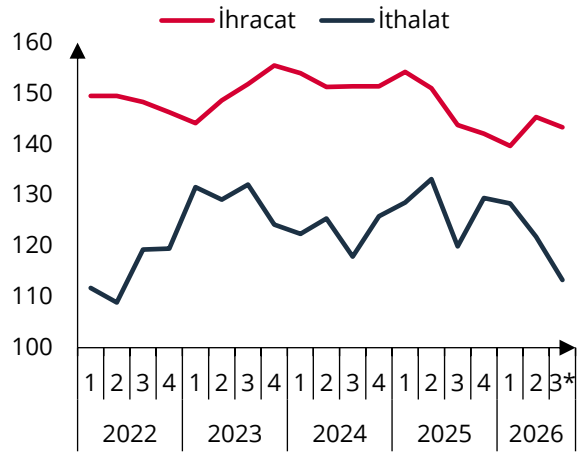
Grafik 2.3.22: İthalat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

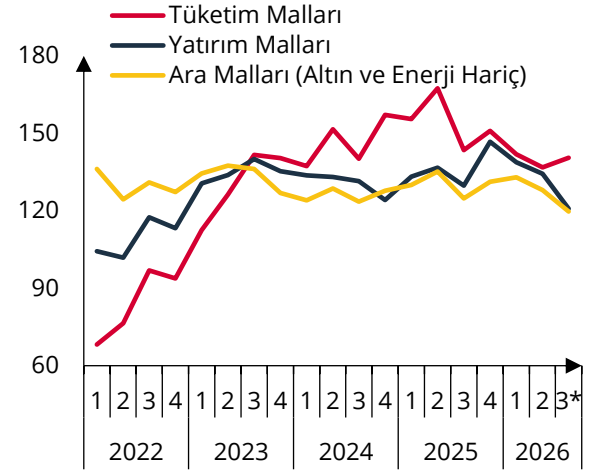
Üçüncü çeyrekte ithalattaki gerileme daha belirgin olmak üzere hem ihracat hem ithalat miktar endeksi azalmış, dış ticaret haddi ise bir miktar artmıştır. Dış ticaret miktar endeksleri, yılın üçüncü çeyreğinde mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak ihracatta azalışa, ithalatta ise düşüş eğiliminin devamına işaret etmiştir (Grafik 2.3.23). İhracat hacmi değişimine sektörler bazında bakıldığında, ana metal, bilgisayar-elektronik ürünleri, temel eczacılık, diğer imalat ve deri ürünlerinin pozitif, diğer tüm sektörlerin ise negatif katkı yaptığı görülmektedir. İthalat hacmindeki azalış yatırım malları ve ara malları gruplarında gözlenmiştir. Altın ve enerji hariç ara malı ithalat hacminde ise daha sınırlı bir azalış kaydedilmiştir (Grafik 2.3.24). Tüketim malları ithalat hacmi artış gösterse de halen birinci çeyrek ortalamasının altında seyretmektedir. Öte yandan, üçüncü çeyrekte ihracat fiyatları bir önceki çeyreğe kıyasla artış gösterirken ithalat fiyatlarının gerilemesi dış ticaret haddinin sınırlı oranda artış göstermesine neden olmuştur (Grafik 2.3.25). Bu çerçevede, dış ticaret birim değer endekslerindeki ihracat fiyatları lehine gelişmeler, Rapor döneminde dış ticaret dengesini olumlu yönde etkilemiştir.

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



Kaynak: TÜİK.
* Ağustos ayı itibarıyladır.

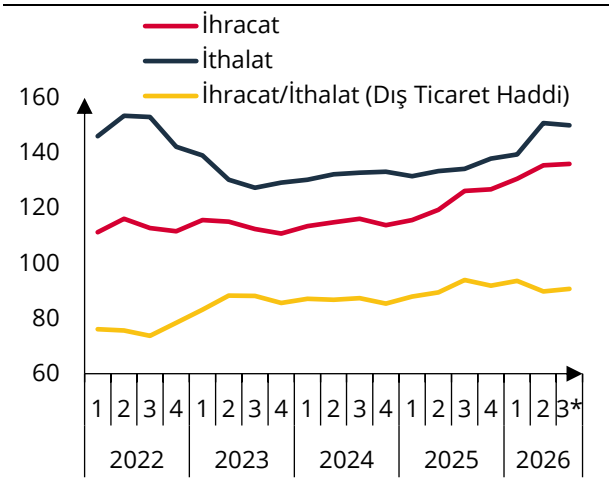
Grafik 2.3.24: Mal Grupları İtibarıyla İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Ağustos ayı itibarıyladır.

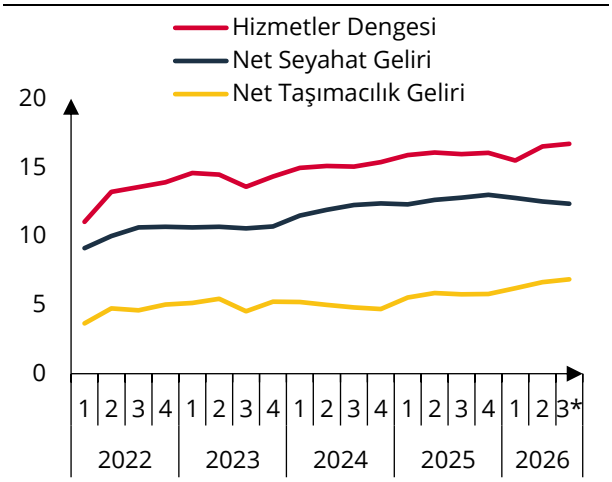
Hizmetler dengesi fazlası üçüncü çeyrekte artış göstermiştir. Hizmetler dengesindeki olumlu görünümün sürükleyicisi niteliğindeki net taşımacılık gelirleri yılın üçüncü çeyreğinde mevsimsellikten arındırılmış olarak net navlun gelirlerinin olumlu katkısıyla artmıştır. Öte yandan, net seyahat gelirleri üçüncü çeyrekte sınırlı oranda gerilemiş, jeopolitik gelişmelerin ziyaretçi sayıları üzerindeki aşağı yönlü etkisi önceki çeyreğe kıyasla zayıflamıştır (Grafik 2.3.26). Söz konusu iki sektör dışındaki hizmet sektörlerinin net gelirleri ise bu dönemde sınırlı bir artış kaydetmiştir. İkinci çeyrekte savaş kaynaklı etkilerle gerileyen toplam ziyaretçi sayısı üçüncü çeyrekte sınırlı oranda artış göstermiş ve seyahat gelirleri yatay bir seyir izlemiştir. Seyahat giderlerinin de söz konusu dönemde artmasının neticesinde net seyahat gelirleri gerileme kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte toplam ziyaretçi sayısı geçen yılın aynı dönemine kıyasla bir miktar düşüş gösterse de ortalama harcamalardaki artış turizm gelirlerindeki yükselişe katkı sağlamıştır. Ekim ayına ilişkin öncü veriler, savaştan doğrudan etkilenen ülkelerden gelen ziyaretçi sayısında yıllık bazda artışa işaret etmektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Ağustos ayı itibarıyladır.

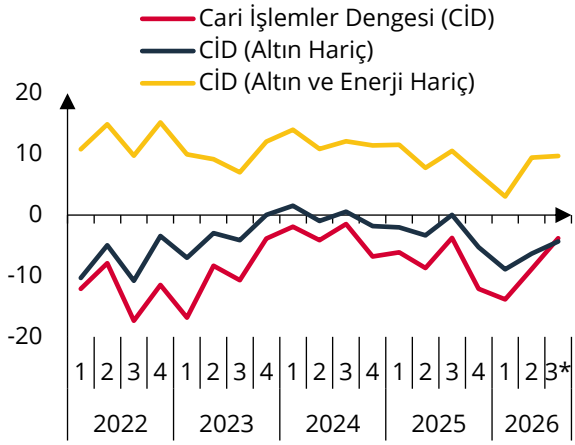
Grafik 2.3.26: Hizmetler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.
* Ağustos ayı itibarıyladır.

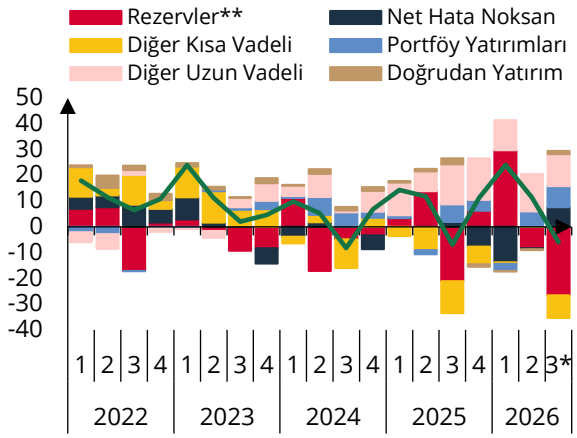
Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı üçüncü çeyrekte gerilemiştir (Grafik 2.3.27)***.*** Yılın üçüncü çeyreğinde dış ticaret açığındaki düşüşe paralel olarak ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı bir önceki çeyreğe kıyasla azalmıştır. Bu dönemde hizmetler dengesi fazlasındaki artış ve ikincil gelir dengesindeki iyileşme de cari işlemler dengesine katkı sağlamıştır. Yakın dönemde jeopolitik gelişmelerin cari açık üzerindeki etkilerinin, büyük ölçüde enerji fiyatlarının seyrine bağlı olarak şekilleneceği değerlendirilmektedir. Küresel talep üzerinde küresel ticaret politikaları kapsamında uygulanan tarifelerin ve korumacı önlemlerin oluşturduğu risklerin yanı sıra, jeopolitik gelişmelerin faaliyeti sınırlayıcı ikincil etkileri kaynaklı riskler de mevcuttur. Ayrıca, küresel ticaret politikalarında yaşanan gelişmeler ihracat pazarlarımızı etkilemekte ve rekabet baskısını artırmaktadır. Son dönemde altın fiyatındaki düşüş ve altın ithalatındaki azalışa bağlı olarak, cari dengeye bu kanaldan sağlanabilecek olumlu katkının önceki çeyreğe göre daha sınırlı olmakla birlikte devam edebileceği değerlendirilmektedir. İç talepteki zayıf seyrin devamı ithalat üzerinde yurt içi talep kaynaklı baskıları sınırlamayı sürdürürken TL'deki reel değerlenme ithalat talebini destekleyici konumunu korumaktadır. Bu çerçevede, cari işlemler açığı üzerindeki yukarı yönlü risklerin önceki Rapor dönemine kıyasla bir miktar azalmakla birlikte devam ettiği değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, 2026 yılında cari açığın GSYH'ye oran olarak uzun dönem ortalamasının altında gerçekleşmesi beklenmektedir.

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



Kaynak: TCMB.
* Eylül için temmuz ve ağustos aylarının ortalama değeri kullanılmıştır.

Grafik 2.3.28: Cari Açığın Finansmanı (Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.
* Eylül için temmuz ve ağustos aylarının ortalama değeri kullanılmıştır.
** TCMB rezervleri ile yurt dışı bankalardaki efektif ve mevduatların toplamını göstermektedir. Negatif değer rezerv artışını ifade etmektedir.

Ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte mevsimsel etkilerle verilen cari fazla ve süregelen sermaye girişleri rezervlerde toparlanmaya katkı sağlamıştır. Bu dönemde, doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve krediler kaynaklı net sermaye girişleri gözlenmiştir (Grafik 2.3.28). Jeopolitik gerilimlere rağmen yılın ikinci çeyreğinde gözlenen net sermaye girişleri ağustos ayı itibarıyla olumlu eğilimini sürdürmüştür. Net hata noksan kalemi pozitif bakiye vermiş, resmî rezervler artarak yılın ilk yarısındaki azalışını kısmen de olsa telafi etmiştir. Eylül ayına ilişkin veriler ise hem hisse senedi hem de DİBS piyasasından çıkışların olduğuna işaret etmektedir.

Kamu Maliyesi Gelişmeleri

2026 yılının ilk dokuz ayında merkezi yönetim bütçesi 1840,3 milyar TL bütçe açığı ve 410,8 milyar TL faiz dışı fazla kaydetmiştir. Söz konusu dönemde Hazine ve Maliye Bakanlığı finansman ihtiyacının karşılanmasında hem iç hem de dış borçlanmada net kullanıcı olmuştur. 2026 yılı eylül ayında merkezi yönetim borç stokunun GSYH'ye oranının yüzde 20,5; iç ve dış borç stokunun milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 12,3 ve yüzde 8,2 olduğu tahmin edilmektedir.

2026 yılı ocak-eylül döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre, gelirler yüzde 34,5, harcamalar ise yüzde 36,4 oranında artış kaydetmiştir. Yılın ilk dokuz ayında vergi gelirlerinin faiz dışı harcamaları karşılama oranı yüzde 88,9 olmuştur. Faiz dışı harcamalar içinde önemli bir paya sahip olan cari transferler ve personel giderlerinin söz konusu dönemde yıllık artış oranları sırasıyla yüzde 32,1 ve yüzde 40,2'dir. 2026 yılının ilk dokuz ayında kamu teşebbüslerine yapılan aktarımlar arasında görevlendirme giderleri kapsamında Elektrik Üretim A.Ş.'ye 140,1 milyar TL, BOTAŞ'a 91,0 milyar TL; borç verme kapsamında ise T.C. Devlet Demiryolları'na 113,4 milyar TL tutarları öne çıkmaktadır. Son aylarda vergi gelirlerinin artışına en yüksek katkıyı veren gelir vergisi, ocak-eylül döneminde yüzde 48,5 oranında yıllık artış kaydetmiştir. Söz konusu dönemde kurumlar vergisinin yıllık artışı yüzde 45,3'tür. Tüketime duyarlı vergi kalemleri olan dahilde alınan KDV'nin ve ithalde alınan KDV'nin bir önceki yılın ilk dokuz ayına göre artış oranları sırasıyla yüzde 37,3 ve yüzde 30,2 olmuştur. Diğer yandan, eşel mobil sisteminin etkisiyle akaryakıt ürünlerinden yapılan tahsilatlar geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 44,1 oranında düşüş kaydetmiş ve ÖTV'nin yıllık artışı yüzde 3,1 ile sınırlı kalmıştır.

2026 yılı eylül ayı itibarıyla, 12 ay birikimli bütçe açığının GSYH'ye oranının yüzde 3,1 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. 2026 yıl sonu için OVP gerçekleşme tahmini yüzde 3,1'dir (Mercek Altı 2.3). Gelirler, faiz dışı harcamalar ve faiz giderlerinin milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 20,2, yüzde 19,9 ve yüzde 3,3 olduğu tahmin edilmektedir.

2026 yılı ekim ayında hazine nakit dengesi 329,9 milyar TL nakit açığı vermiştir. Böylelikle, yılın ilk on ayında nakit açığı 2201,5 milyar TL olmuştur. Ekim ayı itibarıyla 12 ay birikimli nakit açığın milli gelire oranının yüzde 3,1 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

Mercek Altı 2.2

Finansal Piyasalardaki Son Gelişmeler: Yurt İçi Talebe Etki Kanalları ve Yüksek Frekanslı Göstergeler

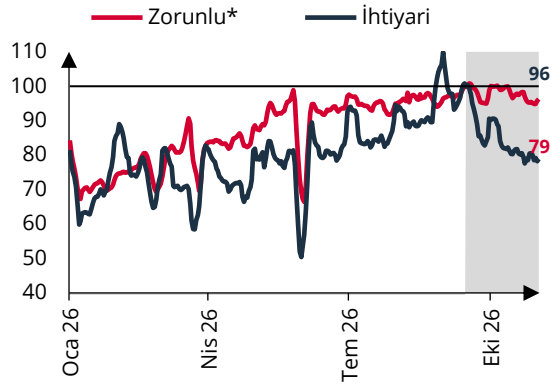
Finansal piyasalardaki gelişmeler, hanehalkı ve firmaların tüketim ve yatırım kararlarını servet, belirsizlik ile likidite ve finansman kanalları aracılığıyla etkileyebilmektedir. Eylül ayının ortasında Sermaye Piyasası Kurulu kararıyla bazı yatırım fonlarının tasfiye sürecine alınması ve eş zamanlı olarak hisse senedi piyasasında gözlenen fiyat hareketleri, bu etkileşimin iktisadi faaliyet ve talep koşulları açısından değerlendirilmesini önemli kılmaktadır. Söz konusu üç kanal Grafik 1'de özetlenmektedir. Servet kanalı, hanehalkının sahip olduğu finansal varlıkların değerindeki değişimin tüketim kararlarına yansımasını ifade etmektedir. Uluslararası literatür hisse senedi servetindeki değişimlerin tüketime yansımasının görece sınırlı olduğuna işaret etmekle birlikte, son yıllarda hisse senedi yatırımcı tabanının belirgin şekilde genişlemesiyle bu etki geçmiş dönemlere kıyasla bir miktar artmış olabilir. Belirsizlik kanalı ise ekonomik görünüme ilişkin belirsizlikteki artışın, ilgili varlıklara doğrudan sahip olmayan hanehalkı ve firmalar da dahil olmak üzere, ertelenebilir harcama ve yatırım kararlarını sınırlaması olarak tanımlanabilir. Likidite ve finansman kanalı da birikimlere ve finansmana erişim koşullarındaki değişimler yoluyla hanehalkının tüketim, firmaların ise yatırım ve üretim kararlarını etkilemektedir. Gürci ve Seven (2026), firma düzeyindeki verilerle fonlarda yatırımı bulunan şirketlerin ekonomideki ağırlığının görece sınırlı olduğunu ve bu şirketlerin kredi kullanımının sürdüğünü göstermektedir.[3] Hanehalkı açısından ise bu kanalın etkisi, tasfiye sürecindeki ilerlemeye ve birikimlere erişimin hızına bağlıdır. Her bir kanalın etkisi; hanehalkı grupları arasındaki farklılaşmaya, varlık fiyatlarındaki değişimin kalıcılığına ve etkilerin zamana yayılımına bağlı olarak değişebilmektedir. Bu Mercek Altı, söz konusu gelişmeler sonrasında yurt içi talepteki eğilimleri, yüksek frekanslı kart harcamaları ve kredi verileri çerçevesinde incelemektedir.

Grafik 1: Finansal Piyasa Gelişmelerinin Yurt İçi Talebe Etki Kanalları



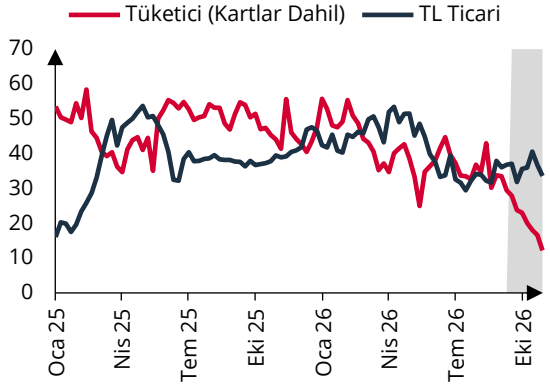
Yüksek frekanslı harcama ve kredi verileri, söz konusu gelişmeleri takip eden yakın dönemde yurt içi tüketimde, özellikle ihtiyari harcamalarda, göreli bir zayıflamaya işaret etmektedir. Eylül ayının ikinci yarısından itibaren kartla yapılan ihtiyari harcamalar, zorunlu harcamalara kıyasla daha belirgin bir yavaşlama kaydetmiştir (Grafik 2). Söz konusu göstergeler kanalların birlikte etkisini yansıtmakla birlikte, ihtiyari harcamalardaki görece belirgin yavaşlama özellikle belirsizlik kanalıyla örtüşmektedir. Nitekim hanehalkının ekonomik görünüme ilişkin değerlendirmelerini yansıtan tüketici güven endeksi de ekim ayında belirgin şekilde gerilemiştir. Kredi verileri de harcamalardakine benzer bir eğilim sergilemektedir. Toplam kredilerin aylık büyümesi ekim ayında önceki çeyreklerin ortalamasının belirgin şekilde altında gerçekleşmiştir. Kredi kartları dahil tüketici kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi ağustos ayı sonunda yüzde 30'un üzerinde iken eylül ortasından itibaren belirgin şekilde yavaşlayarak ekim sonunda yüzde 15'in altına gerilemiş, TL ticari kredilerin büyümesi ise görece istikrarlı bir seyir izlemiştir (Grafik 3). Her iki göstergede de mevsimsel etkiler bulunmakla birlikte, geçen yılın aynı dönemiyle yapılan karşılaştırmalar, yavaşlamanın mevsimsellikle sınırlı olmadığına ve hanehalkının harcama ve borçlanma kararlarında daha temkinli bir tutum benimsemiş olabileceğine işaret etmektedir. Bu eğilimin önümüzdeki dönemde ne ölçüde süreceği, yurt içi talep koşulları açısından diğer öncü verilerle birlikte yakından izlenmektedir.

Grafik 2: Kartla Yapılan Harcamalar (Nominal, 7 Günlük Hareketli Ortalama, 15 Eylül 2026=100**)**



Kaynak: TCMB.
* Gıda, market ve AVM, yakıt, araç ve servis, giyim, mobilya ve yapı malzemeleri; ihtiyari: diğer sektörler. Kamu ve bireysel emeklilik ödemeleri hariç. Mevsimsellikten arındırılmamıştır.

Grafik 3: Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, %)



Kaynak: TCMB.
Gölgeli alan: 15 Eylül sonrası.

Yatırım fonlarının tasfiye sürecine alınması ve hisse senedi piyasasındaki gelişmelerin üzerinden geçen yaklaşık iki aylık dönemde, güven endekslerindeki düşüş, ihtiyari harcamalar ve tüketici kredilerindeki yavaşlama, yurt içi talep üzerinde aşağı yönlü etkilerin belirmeye başladığına dair sinyaller vermektedir. Bununla birlikte, mevcut veriler etkilerin büyüklüğü ve kalıcılığı konusunda kesin bir değerlendirmeye henüz imkân vermemektedir. Etkinin seyrini anlık büyüklükten ziyade varlık fiyatlarındaki düşüşlerin ve belirsizliğin kalıcılığı, toparlanmanın hızı ve etkilerin işgücü piyasası ile firmalar üzerinden yayılımı belirleyecektir. Bankaların likidite yönetimine yönelik TCMB adımları ile ilgili kurumlarla eşgüdüm içinde hayata geçirilen diğer düzenlemeler yayılma risklerini azaltmakta olup, tasfiye sürecindeki ilerleme de finansal piyasalardaki normalleşmeyi destekleyebilecektir. Söz konusu gelişmelerin yurt içi talep koşulları üzerindeki etkileri, para politikası değerlendirmelerinde diğer belirleyicilerle birlikte dikkate alınmaktadır.

[3] Gürci, K. ve Seven, Ü. (2026), "Fon Tasfiyeleri ve Reel Sektör: Firma Verileri Ne Söylüyor?", Merkezin Güncesi, 4 Kasım 2026.

Mercek Altı 2.3

Orta Vadeli Program Çerçevesinde Maliye Politikası Duruşu

2027-2029 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program (OVP), 6 Eylül 2026 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanmıştır. Programda, önümüzdeki üç yıllık dönemde mali disiplinin korunması ve kamu maliyesinin sürdürülebilirliğinin güçlendirilmesinin temel öncelikler arasında yer alacağı; maliye ve gelir politikalarının, para politikasıyla eş güdüm içinde uygulanarak makroekonomik dengelenme sürecinin destekleneceği belirtilmiştir.

Programda bütçe açığı/GSYH oranının, 2026 ve 2027 yıllarında artış kaydedeceği, sonrasında ise azalma eğilimine girerek program dönemi sonunda yüzde 2,8'e gerileyeceği bir çerçeve esas alınmıştır (Tablo 1). Faiz dışı denge/GSYH oranının ise dönem boyunca yüzde 1'in altında kalmak kaydıyla ılımlı şekilde fazla verdiği bir görünüm söz konusudur. Harcama/GSYH oranının cari transferler ve faiz giderlerinde öngörülen hızlanmanın da etkisiyle 2027 yılında bir miktar artış kaydetmesi beklenmektedir.[4] Sonraki iki yılda ise azalarak 2029 yılı sonunda yüzde 24'ün altına inmesi hedeflenmekte ve bu iyileşmenin büyük bir kısmının faiz dışı harcama kaynaklı olacağı görülmektedir (Grafik 2). Gelirlerin GSYH'ye oranının ise program dönemi boyunca yüzde 21,0 dolaylarında istikrarlı bir görünüm sergilemesi beklenmekte, vergi gelirlerinin GSYH'ye oranının da benzer şekilde yüzde 18 civarında seyretmesi hedeflenmektedir. Mali uyumun vergi artışlarından ziyade faiz dışı harcamaların azaltılması yoluyla sağlanacak olması enflasyon ile mücadele kapsamında para ve maliye politikalarının eşgüdümü açısından önem arz etmektedir.

Tablo 1: Merkezi Yönetim Bütçesi (% GSYH)

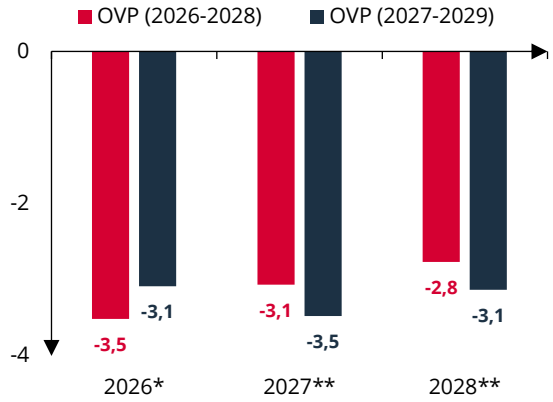
	2025	2026 (GT)	2027 (P)	2028 (P)	2029 (P)
Harcamalar	**23,2**	**23,0**	**24,5**	**24,1**	**23,8**
Faiz Hariç Harcamalar	19,9	19,7	21,0	20,6	20,4
Faiz Giderleri	3,2	3,3	3,6	3,5	3,4
Gelirler	**20,3**	**20,0**	**21,0**	**21,0**	**21,0**
Genel Bütçe Vergi Gelirleri	17,5	17,1	17,9	18,0	18,1
Diğer Gelirler	2,8	2,9	3,1	3,0	2,9
Bütçe Dengesi	**-2,9**	**-3,1**	**-3,5**	**-3,1**	**-2,8**
Deprem Harcamaları[1]	0,8	0,8	0,7	0,2	0,1
Bütçe Dengesi (Deprem Harcamaları Hariç)[1]	**-2,1**	**-2,3**	**-2,8**	**-2,9**	**-2,7**
Faiz Dışı Denge	**0,4**	**0,2**	**0,1**	**0,4**	**0,6**
AB Tanımlı Genel Devlet Borç Stoku	**23,7**	**21,8**	**21,7**	**22,8**	**23,9**

Kaynak: OVP (2027-2029), Yazarların hesaplamaları.
GT: Gerçekleşme Tahmini P: Program
[1] OVP (2027-2029)'da yer alan deprem harcama tutarları kullanılarak yazarlar tarafından hesaplanmıştır.

2026 yılı için bütçe açığı/GSYH oranı gerçekleşme tahmini bir önceki programda yer alan hedefe göre 0,4 puan aşağı yönlü revize edilerek yüzde 3,1 olarak verilmiştir (Grafik 1). Söz konusu revizyon büyük ölçüde faiz dışı harcama kaynaklıdır.

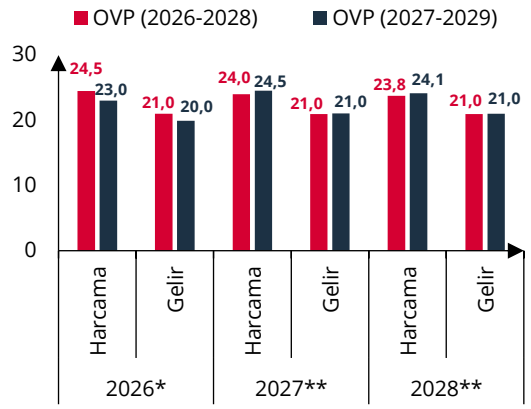
OVP oluşturulurken 2027-2029 döneminde bütçe açıklarının kademeli olarak azaldığı; faiz dışı dengenin ise fazla verdiği bir çerçeve esas alınmıştır. Bütçe açığının GSYH'ye oranı yüksek tutarlı deprem harcamalarının etkisiyle 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla yüzde 5,1 ve yüzde 4,7 olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılında yüzde 2,9 olarak gerçekleşen söz konusu oranın 2026 ve 2027 yıllarında artarak sırasıyla yüzde 3,1 ve yüzde 3,5 olacağı tahmin edilmektedir. Takip eden dönemde ise azalma eğilimine girmesi ve 2029 yılı sonunda yüzde 3'ün altına inmesi beklenmektedir (Tablo 1). AB tanımlı genel devlet borç stoku/GSYH oranının 2029 yılı sonunda yüzde 23,9 olarak gerçekleşmesi hedeflenmektedir.

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



* OVP (2026-2028) değerleri hedef, OVP (2027-2029) gerçekleşme tahminidir.
** OVP (2026-2028) ve OVP (2027-2029) için hedeftir.

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



* OVP (2026-2028) değerleri hedef, OVP (2027-2029) gerçekleşme tahminidir.
** OVP (2026-2028) ve OVP (2027-2029) için hedeftir.

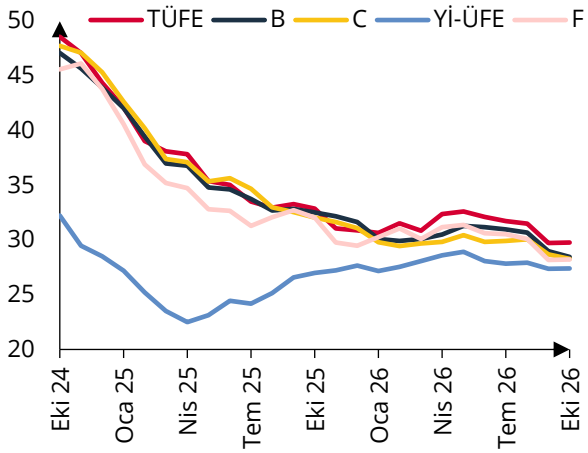
Deprem harcamalarının GSYH'ye oran olarak program dönemi sonunda yüzde 0,1'e gerilemesi öngörülmektedir. Söz konusu oran 2023 yılında yüzde 3,5 iken 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla yüzde 1,7 ve yüzde 0,8 olmuştur. 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla yüzde 0,8 ve yüzde 0,7 olarak öngörülen bu oranın, program dönemi sonunda yüzde 0,1'e gerilemesi beklenmektedir. Bu gelişmeler doğrultusunda, deprem hariç bütçe açığı/GSYH oranının 2029 yılı sonunda yüzde 2,7 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Tablo 1).

Dezenflasyon sürecinin başarısı için para ve maliye politikalarının eşgüdüm içerisinde olması önem taşımaktadır. 2027-2029 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

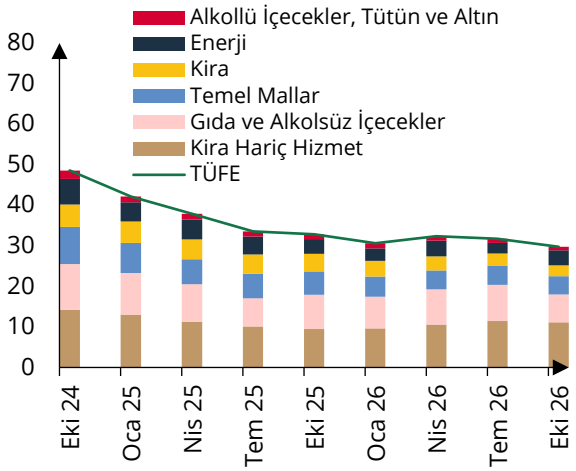
Tüketici enflasyonu ekim ayında yüzde 29,8 ile bir önceki Rapor dönemi tahmininin sınırlı bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Yıllık tüketici enflasyonu temmuz ayına kıyasla 2,0 puan gerilemiş ve son iki ayda da yüzde 30 seviyesinin altında seyretmiştir (Grafik 2.4.1). Bu dönemde enflasyon görünümünü etkileyen başlıca unsur küresel enerji fiyatları olmuştur. Uluslararası emtia fiyatları temmuz ayında jeopolitik gelişmelerin etkisiyle enerji fiyatları öncülüğünde yeniden yükselişe geçmiştir. Kasım ayı başında ise enerji fiyatlarının düşüş eğilimine girdiği görülmektedir. Enerji dışı emtia fiyatları görece ılımlı seyrederken arz kaygılarının etkisiyle tarımsal emtia fiyatlarında ürün bazında farklılaşma dikkat çekmiştir. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasının üzerinde seyretmiştir. Çin'e yönelik Konteyner Endeksi önceki Rapor dönemine kıyasla yükselirken kuru yük endeksleri ağustos ve eylül aylarında artış kaydettikten sonra gerilemiştir. Türk lirasının Rapor dönemi boyunca istikrarlı seyri ise maliyet baskılarını sınırlayıcı bir unsur olmuştur. Üçüncü çeyreğe dair veriler nihai yurt içi talepteki zayıf seyrin sürdüğüne ve talep koşullarının dezenflasyonist düzeyde olduğuna işaret etmiştir. Üretici fiyatları yıllık enflasyonu ekim ayında yüzde 27,4 ile önceki Rapor dönemine yakın gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.1). Ekim ayı itibarıyla, yönetilen-yönlendirilen fiyatlar hariç TÜFE'yi gösteren F endeksinde yıllık enflasyonun yüzde 28,2 ile manşet enflasyonun 1,6 puan altında kalması, yönetilen-yönlendirilen fiyat ayarlamalarının yıllık enflasyonu artırıcı etkisinin sürdüğüne işaret etmiştir. Tüketim talebindeki zayıf görünüm ve Türk lirasındaki istikrarlı seyir, arz yönlü baskılara rağmen temel mal enflasyonundaki artışı sınırlamıştır. Hizmet enflasyonunda da mevsimsel etkilerden arındırılmış eğilim son aylarda gerilemiştir. Rapor döneminde olumlu arz koşullarıyla taze meyve ve sebze enflasyonunda gözlenen belirgin gerileme dezenflasyonu desteklerken küresel gelişmelerin etkisiyle yükselen akaryakıt fiyatları ters yönde etkide bulunmuştur. Bu doğrultuda, son üç ayda gıda grubunun tüketici enflasyonuna katkısı 2,1 puan azalırken enerji grubunun katkısı 1,1 puan artmış, diğer grupların katkısı ise gerilemiştir (Grafik 2.4.2).

Grafik 2.4.1: TÜFE, Yİ-ÜFE, B, C ve F Endeksleri* (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.
F endeksi: Yönetilen-yönlendirilen fiyatlar hariç TÜFE.

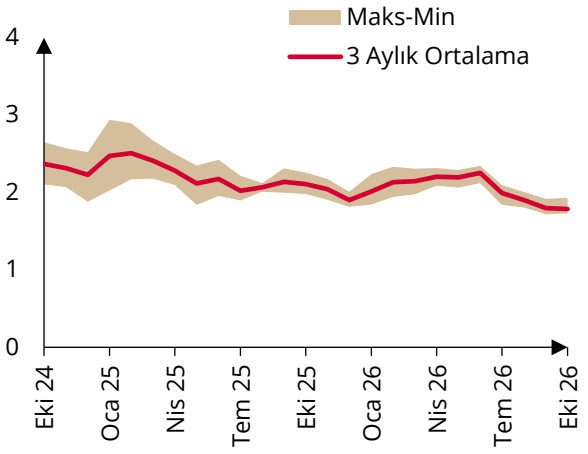
Grafik 2.4.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

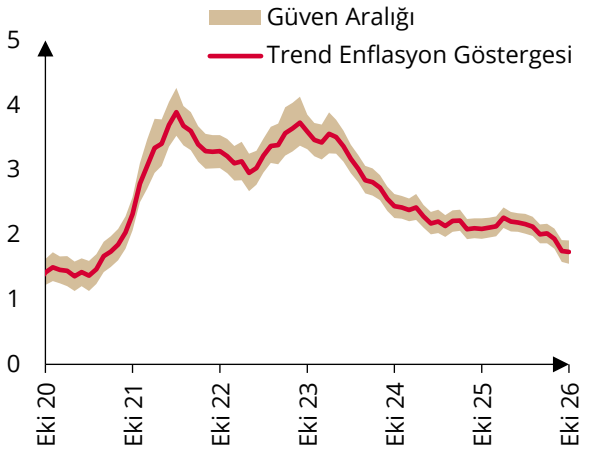
Enflasyonun ana eğilimi gerilemektedir. Ana eğilim göstergelerinin üç aylık ortalaması ikinci çeyrekteki yüzde 2,3 seviyesinden üçüncü çeyrekte yüzde 1,8'e gerilemiş, ekim ayında ise yatay seyretmiştir (Grafik 2.4.3). Göstergeler arasındaki farkın son aylarda daralması, ana eğilimdeki yavaşlamanın kalemler geneline yayıldığına işaret etmektedir. Tek seferlik etkileri dışlayarak daha uzun vadeli enflasyon eğilimini yansıtan trend enflasyon göstergesi de son üç ayda gerilemiştir (Grafik 2.4.4). Bu görünüm, hizmet fiyatlarındaki ataletin zayıflamasıyla dezenflasyon sürecinin yeniden güç kazandığına işaret ederken sürecin kalıcılığı açısından fiyatlama davranışlarındaki iyileşmenin sürmesi önem arz etmektedir.

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



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

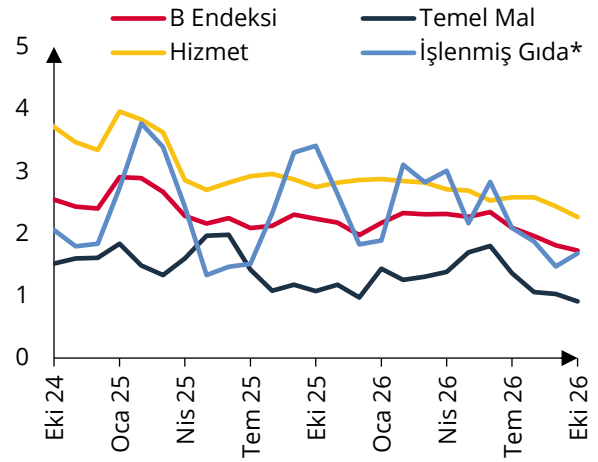
Grafik 2.4.4: Çok Değişkenli Trend Enflasyon Göstergesi* (Aylık, %)



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

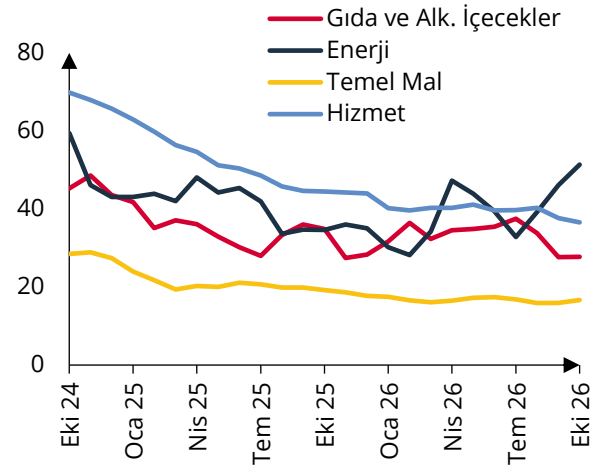
Fiyat artışları Rapor döneminde B endeksini oluşturan alt gruplarda yavaşlamıştır (Grafik 2.4.5). İşlenmiş gıda grubunda enflasyon ekmek-tahıllar ile et ürünlerinin öncülüğünde yavaşlamıştır. Bununla birlikte, başta çay olmak üzere alkolsüz içecek fiyatlarında artışlar sürmüş, katı ve sıvı yağ grubundaki fiyat artışları güçlenmiştir. Temel mal grubu yıllık enflasyonu ekim ayı itibarıyla yüzde 16,7 ile manşet enflasyonun belirgin şekilde altında seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.4.6). Dayanıklı tüketim mallarında üç aylık enflasyon, elektrikli ve elektriksiz aletlerdeki fiyat artışlarının güçlenmesiyle önceki Rapor dönemine kıyasla bir miktar yükselmiştir. Beyaz eşya fiyatlarındaki artış eğilimi sürerken tüketici elektroniği ürünlerinde bellek çipi arzındaki sorunların yansımaları hissedilmiştir. Mobilya grubunda ise talep koşullarının etkisiyle fiyat artışları yavaşlamıştır. Otomobillerde zayıf talep ve rekabetçi piyasa koşulları fiyat artışlarını sınırlamaktadır. Diğer temel mallarda da üç aylık enflasyon önceki Rapor dönemine kıyasla gerileyerek ılımlı seyretmiştir. Hizmet grubunda üç aylık enflasyon önceki Rapor dönemine kıyasla yavaşlamıştır. Geçmiş dönemde yüksek atalet sergileyen kira enflasyonunda belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış kira enflasyonunun üç aylık ortalaması, temmuz ayındaki yüzde 2,7 seviyesinden ekim ayında yüzde 2,2'ye gerilemiştir. Böylece, kira artışlarının üç aylık ortalamasının yıllıklandırılmış seviyesi yıllık tüketici enflasyonu seviyesine inmiştir. Bu yıl okula dönüş kaynaklı fiyat artışlarının (okul servis ücreti, yurt ve kreş ücreti vb.) tüketici enflasyonuna katkısı geçen yıla kıyasla daha sınırlı kalmıştır. Eğitim hizmetlerinde ise üniversite ücret artışları, vakıf yükseköğretim kurumlarının kayıt dönemine bağlı olarak geçen yıl eylül ayında tek seferde yansırken bu yıl ağustos ve eylül aylarına yayılmıştır. Üniversite ücret artışları 2025 yılına kıyasla yavaşlasa da bir önceki Rapor'da öngörülenden güçlü gerçekleşmiştir. Diğer hizmetlerde ayrıca, geçen yıldan farklı olarak bu yıl ağustos ayında açıklanan hac ücretlerindeki artış öne çıkmıştır. Talep koşullarına duyarlılığı görece yüksek olan lokanta-oteller gibi alt kalemlerde ise dezenflasyon sürmüştür. Haberleşme hizmetlerinde ağustos ayında cep telefonu görüşme ve internet ücretleri kaynaklı yüksek artışın ardından fiyatlar son iki ayda ılımlı seyretmiştir. Ulaştırma hizmetlerinde ise akaryakıt fiyatlarındaki kayda değer yükselişe karşın, üç aylık enflasyon talep koşullarının da desteği ile görece ılımlı kalmıştır.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* İşlenmiş gıda grubunda anlamlı mevsimsel etki bulunmadığından, veriler mevsimsellikten arındırılmadan sunulmuştur.

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



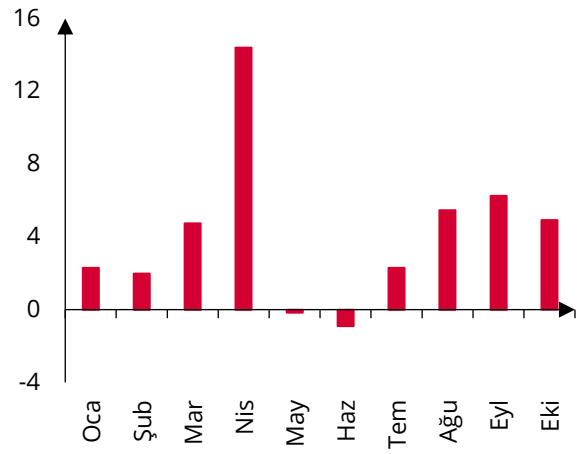
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Enerji fiyatları küresel gelişmelerin etkisiyle belirgin şekilde yükselmiştir. Bu grupta fiyatlar son üç ayda yüzde 17,6 oranında artmış ve ekim ayı itibarıyla yıllık enerji enflasyonu yüzde 51,4'e yükselmiştir (Grafik 2.4.6 ve Grafik 2.4.7). Brent tipi ham petrol spot fiyatı jeopolitik gelişmelerin etkisiyle ağustos ayından itibaren yeniden yükselmeye başlamış ve ekim ayında ortalama 125 ABD doları civarında gerçekleşmiştir. Kasım ayı başında ise ham petrol fiyatlarında düşüş gözlenmiştir. Sepet kur ise bu dönemde ılımlı seyrini korumuştur. Uluslararası enerji fiyatlarındaki artışın benzin, motorin, propan, bütan, doğal gaz ve kömür ile genele yayılmasıyla yurt içinde akaryakıt, tüp gaz ve katı yakıt fiyatlarındaki artışlar öne çıkmıştır. Akaryakıt fiyatlarındaki artışta rafineri marjlarının yükselmesi ve eşel mobil sisteminden kademeli çıkış da etkili olmuştur. Öte yandan, 30 Eylül tarihli kararla motorinde olduğu gibi benzinde de eşel mobilden kademeli çıkışın yıl sonuna uzatılması, akaryakıt fiyatlarında daha olumsuz bir görünümün önüne

geçmiştir. Meskenlere yönelik su ve doğal gaz fiyatlarında Rapor döneminde artışlar görece ılımlı kalırken elektrik fiyatları piyasa takas fiyatı ve YEKDEM (Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması) gelişmeleri çerçevesinde yataya yakın seyretmiştir. Kasım ve aralık aylarında tüketim limitlerinin yukarı yönlü güncellenmesiyle, doğal gaz fiyatlarının kısa vadede önceki limitlere göre daha ılımlı seyretmesi beklenmektedir. Son Kaynak Tedarik Tarifesi kapsamındaki mesken aboneleri için elektrik tüketim limitinin, 2027 yılı için 4 bin kilovat saatten 3 bine düşürülmesinin elektrik fiyatları üzerindeki yukarı yönlü etkisi ise 2027 yılı ilk çeyreğinde gözlenecektir.

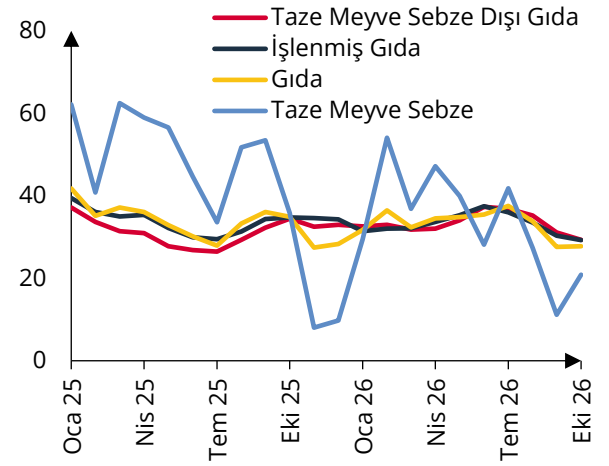
Mevcut Rapor döneminde gıda ve alkolsüz içecekler grubu enflasyonu zayıflamıştır. Gıda enflasyonu ağustos ve eylül aylarında olumlu arz koşullarının meyve ve sebze fiyatlarına yansımasıyla gerilerken ekim ayında tarladan seraya geçişin de etkisiyle bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.4.8). Eylül-ekim döneminde manşet enflasyonun altında seyreden gıda grubu yıllık enflasyonu ekim ayı itibarıyla yüzde 27,7 seviyesine inmiştir (Grafik 2.4.6). Bitkisel üretim tahminlerinin bu yıl tarımsal üretimde artışa işaret etmesiyle uyumlu olarak, taze meyve ve sebze fiyatlarının yıllık artış oranı belirgin şekilde gerileyerek yüzde 20,8 olmuştur. Taze meyve ve sebze dışı gıdada da yıllık enflasyon, işlenmiş gıdadaki ana eğilimin zayıflamasıyla yavaşlamış ve yüzde 29,3'e gerilemiştir (Grafik 2.4.8). Rapor döneminde et, kahve-çay-kakao, bakliyat ve alkolsüz içecekler tarihsel ortalamalarının üzerindeki fiyat artışlarıyla öne çıkmıştır. Alkolsüz içecek fiyatlarındaki yükselişte depozito yönetim sistemi düzenlemesinden kaynaklanan ek maliyetlerin etkisi de hissedilmiştir. Dönem içinde açıklanan tarımsal alım fiyatları da gıda fiyatlarının seyrine ilişkin görünümü destekler nitelikte olmuştur. Rapor döneminde gıda arzını desteklemeye yönelik çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Arz sıkıntısı yaşanan kuru soğanda indirimli gümrük vergisi uygulaması uzatılırken bitkisel üretim destekleri artırılmış ve belirli havzalarda mercimek ile nohut üretimine ilave destek sağlanmıştır. Ayrıca, yem amaçlı bazı mısır ve soya çeşitlerinin ithalat izinleri uzatılmıştır. Söz konusu düzenlemelerin baklagil arzını destekleyerek ve hayvansal üretimde yem maliyetlerini sınırlayarak orta vadede gıda fiyatları üzerindeki baskıları hafifletebileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 2.4.7: Enerji Fiyatları (2026 Yılı, Aylık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 2.4.8: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



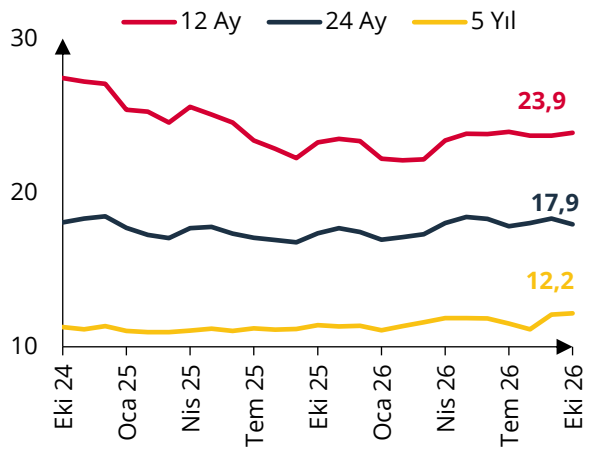
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Rapor döneminde alkollü içecekler, tütün ve altın ürünleri fiyatları yüzde 7,9 oranında artmıştır. Temmuz ayında tütün ürünlerine yönelik vergi düzenlemesinin fiyatlara yansıması ağustos ayında gözlenirken aynı dönemde alkollü içecek ve altın fiyatları da yükselmiştir. Buna karşın, alkollü içecekler, tütün ve altın ürünleri grubunda yıllık enflasyon ekim ayında yüzde 27,7'ye gerileyerek bir önceki Rapor dönemine kıyasla 1,2 puan düşmüştür.

Enflasyonun Belirleyicileri

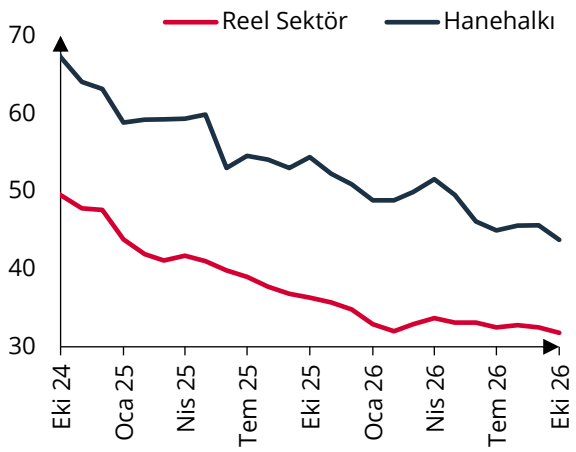
Enflasyon beklentileri yüksek seviyelerini korurken Rapor döneminde farklı vadeler ve kesimler itibarıyla ayrışan bir görünüm sergilemiştir. Piyasa Katılımcıları Anketi ekim ayı verilerine göre, önceki Rapor dönemine kıyasla, 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi 0,1 puan gerilerken 24 ay ve 5 yıl sonrasına ilişkin beklentiler sırasıyla 0,1 ve 0,7 puan artmıştır (Grafik 2.4.9). 2026 ve 2027 yıl sonlarına ilişkin enflasyon beklentileri sırasıyla yüzde 29,6 ve yüzde 23,3 olarak gerçekleşmiştir. Reel kesim ve hanehalkının 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri ise Rapor döneminde gerilemiştir (Grafik 2.4.10).

Grafik 2.4.9: Piyasa Katılımcıları Anketi Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (Belirtilen Süreler Sonrası, Yıllık %)



Kaynak: TCMB.
* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektördeki profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Piyasa Katılımcıları Anketi verileridir.

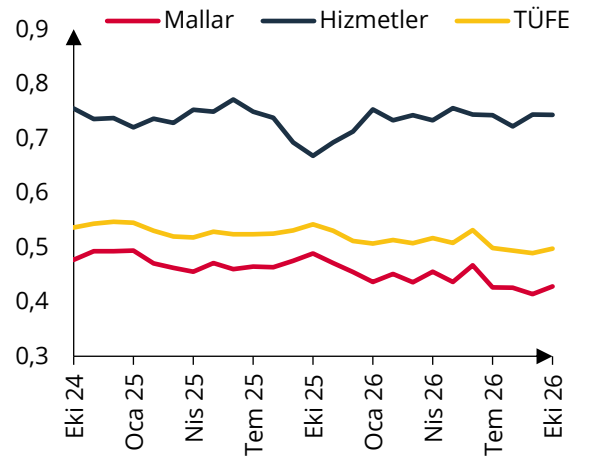
Grafik 2.4.10: Reel Sektör ve Hanehalkı Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (12 Ay Sonrası, Yıllık %)



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Enflasyon beklentileri, reel sektör ve hanehalkı için sektörel enflasyon beklentilerinden elde edilmiştir.

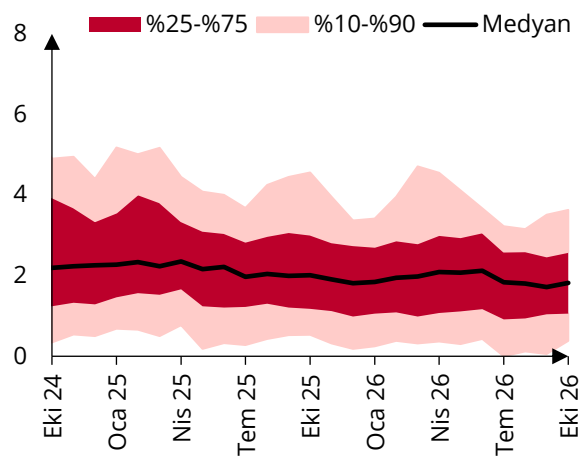
Fiyatlama davranışlarında sektörel farklılaşma sürmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerin üç aylık hareketli ortalamaları, mal sektöründe yayılım endeksinin son dönemde bir miktar artmakla birlikte ılımlı seyrettiğine, hizmetlerde ise yüksek seviyenin korunduğuna işaret etmiştir (Grafik 2.4.11). Gıda fiyatlarında olumlu arz koşullarının etkisiyle gözlenen gelişmeler ise tüketici fiyat endeksi genelindeki yayılım endeksini aşağı çekmiştir. 5'li düzeydeki kalemlerin mevsimsellikten arındırılmış aylık fiyat değişimlerinin dağılımı, yılın üçüncü çeyreğinde fiyat artışlarının ilk iki çeyreğe kıyasla daha düşük bir merkezi değer etrafında ve daha dar bir aralıkta yoğunlaştığını göstermektedir (Grafik 2.4.12). İlk iki çeyrekte yüzde 2,0 civarında seyreden medyan enflasyon, üçüncü çeyrekte yüzde 1,7'ye gerilerken dağılımın çeyrekler arası açıklığı da daralmıştır. Dağılımın alt kısmı büyük ölçüde yatay seyrederken daralmanın ağırlıklı olarak üst kısımdan kaynaklanması, yüksek fiyat artışı gösteren kalemlerdeki yavaşlamanın dezenflasyon sürecini desteklediğine işaret etmektedir.

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.

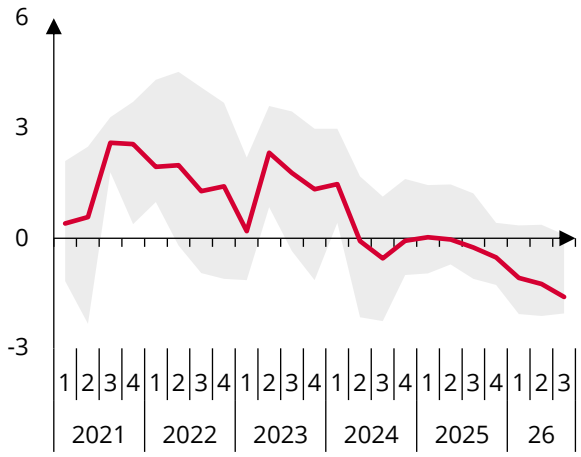
Grafik 2.4.12: Kalem Bazında TÜFE Fiyat Değişimlerinin Dağılımı (Mevsimsellikten Arındırılmış, 5'li Düzey, 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

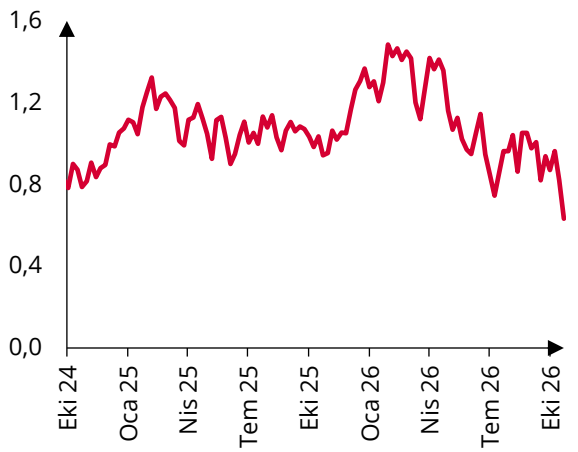
Yılın üçüncü çeyreğinde, iktisadi faaliyetin potansiyel altı seyrini koruduğu ve çıktı açığının dezenflasyonist bölgede kalmaya devam ettiği tahmin edilmektedir (Grafik 2.4.13). Sanayi üretimi üçüncü çeyrekte dönemlik bazda azalırken hizmet üretimi artmıştır (Grafik 2.3.7). Kapasite kullanım oranı tarihsel ortalamasının altında kalmıştır (Grafik 2.3.8). Talep göstergeleri de zayıf seyre işaret ederken altın hariç perakende satışlarındaki çeyreklik büyüme gerilemeye devam etmiştir (Grafik 2.3.4). Kartla yapılan harcamalardaki düşük seyir ise sürmüştür (Grafik 2.3.6). Kur etkisinden arındırılmış reel kredi kullanımı yavaşlama eğilimi sergilemiştir (Grafik 2.4.14). İktisadi faaliyete ilişkin göstergeler ile arz şoklarının yurt içi fiyatlara sınırlı yansıması, iç talepteki zayıf görünümü teyit etmektedir.

Grafik 2.4.13: Çıktı Açığı* (%)



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

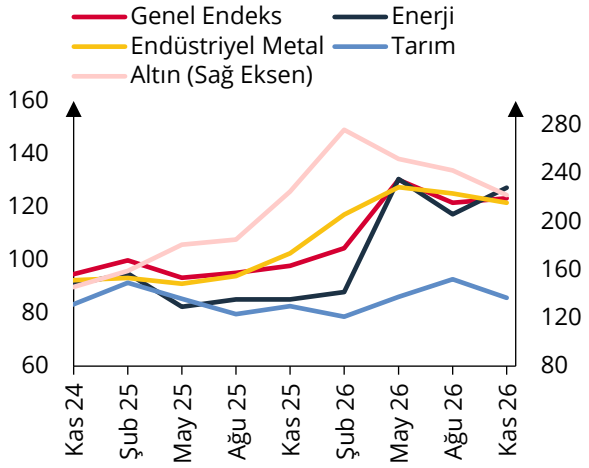
Grafik 2.4.14: Toplam Kredi Değişimi* (13 Haftalık Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Reel, Standart Değer)



Kaynak: TCMB.
* Kur etkisinden arındırılmış haftalık kredi değişimleri TÜFE kullanılarak reelleştirilmiştir. Haftalık reel değişimler standardize edildikten sonra 13 haftalık ortalama alınmıştır. Serilerin ortalama ve standart sapmaları 2006-2019 dönemi esas alınarak hesaplanmıştır.

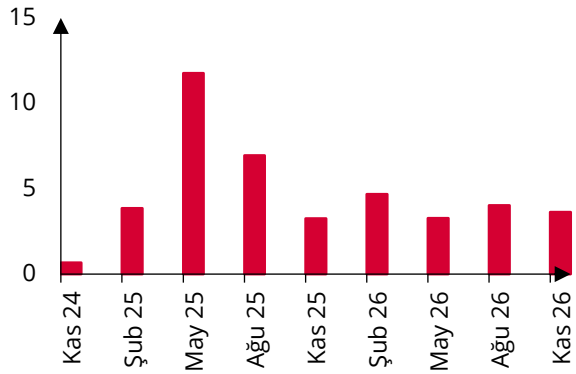
Emtia fiyatları Rapor döneminde enerji öncülüğünde yükselmiştir. Bu dönemde altın ve tarım fiyatlarında belirgin, endüstriyel metal fiyatlarında ise sınırlı bir düşüş gerçekleşmiştir. Enerji fiyatlarındaki belirgin artışta jeopolitik gelişmeler etkili olurken tarımsal emtia fiyatlarındaki düşüşte bazı tarımsal ürünlerin arz görünümündeki iyileşme etkili olmuştur. Altın fiyatlarındaki gerilemede ise gelişmiş ülkelerin para politikasına dair beklentiler öne çıkmıştır. Böylelikle, enflasyon görünümünü şekillendiren temel unsur küresel enerji fiyatları olmuştur (Grafik 2.4.15). Bu dönemde, Türk lirasındaki ılımlı seyir ise korunmuştur (Grafik 2.4.16).

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



Kaynak: Goldman Sachs.
* Kasım ayı verisi 10 Kasım itibarıyladır.

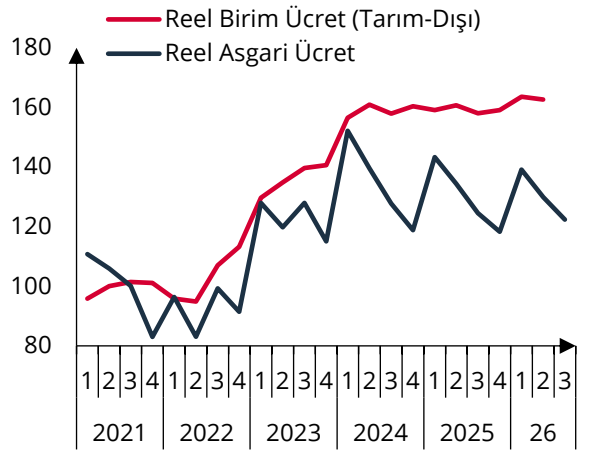
Grafik 2.4.16: Sepet Kur* (3 Aylık % Değişim)



Kaynak: TCMB.
* ABD doları ve euro alış kurları eşit ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Kasım ayı verisi 11 Kasım itibarıyladır. Yüzde değişimler ilgili aylara ait ortalama değerler üzerinden hesaplanmıştır.

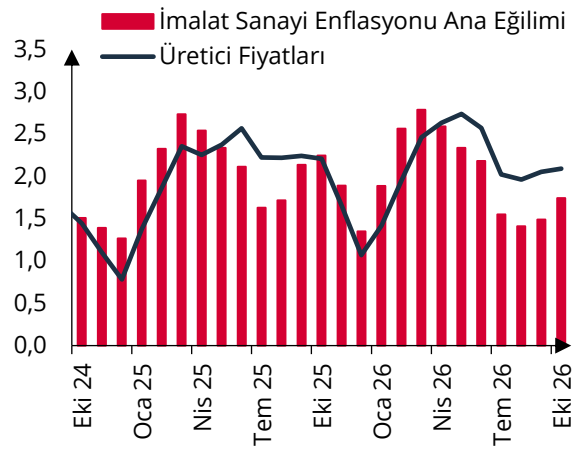
Üretici enflasyonunun ana eğilimi bir önceki Rapor dönemine kıyasla bir miktar artmıştır. 2026 yılının ilk çeyreğinde artan reel birim ücretler, nominal ücret artışlarındaki yavaşlamaya bağlı olarak ikinci çeyrekte gerilemiştir (Grafik 2.4.17). Üçüncü çeyrekte ise reel birim ücretlerdeki düşüşün hız keserek süreceği tahmin edilmektedir. Taşımacılık maliyetlerinde, konteyner ücretleri yüksek seviyelerini korurken kuru yük taşımacılığı maliyetleri ağustos ve eylül aylarında artış kaydettikten sonra gerileme eğilimi sergilemiştir. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi de tarihsel ortalamasının üzerinde kalmıştır. Emtia fiyatları, enerjideki artış öncülüğünde önceki Rapor dönemine kıyasla yükselmiştir. Başta enerji olmak üzere emtia fiyatlarındaki artışların üretici fiyatlarına yansımaları yakından takip edilmiştir. Döviz kurunun istikrarlı seyri ise maliyet baskılarını sınırlamıştır. İmalat sanayi PMI verileri, tedarikçi teslim sürelerinde kısmi bir iyileşmeye işaret etmiştir. Bu görünüm altında, imalat sanayi enflasyonunun ana eğilimi bu dönemde bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.4.18).

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.
* Ana Metal ve Petrol Hariç İmalat Sanayi Üretici Fiyatları.

Yönetilen-yönlendirilen fiyatlar hariç TÜFE'yi gösteren F endeksinin yıllık artışı manşet enflasyonun altında kalırken başta enerji kalemleri olmak üzere yönetilen-yönlendirilen fiyatların yıllık enflasyon üzerindeki artırıcı etkisi sürmüştür. Jeopolitik gelişmelerle yükselen uluslararası enerji fiyatlarının yanı sıra eşel mobil sisteminden çıkış sürecindeki vergi ayarlamaları da akaryakıt fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Mart ayında uygulamaya konulan eşel mobil sisteminin temmuz ayında alınan kararla kademeli olarak sonlandırılması öngörülmüş; bu çerçevede LPG'de 1 Ekim itibarıyla eşel mobil öncesi ÖTV tutarlarına dönülmüştür. Motorin ve benzinde ise kademeli çıkış takvimi, 13 Ağustos ve 30 Eylül tarihlerinde alınan kararlarla yeniden düzenlenmiştir. Bu kapsamda ÖTV tutarları eşel mobil uygulaması öncesindeki seviyelerine benzinde aralık ayında, motorinde ise 2027 yılı ocak ayında dönecektir. Kademeli geçişin yıl sonuna yayılması, vergi ayarlamalarının pompa fiyatlarına tek seferde yansımasının önüne geçerek akaryakıt fiyatlarında daha olumsuz bir görünümü sınırlamıştır. Ayrıca, dönem içinde açıklanan tarımsal ürün alım fiyatları, gıda fiyatlarının ılımlı seyrini desteklemiştir.

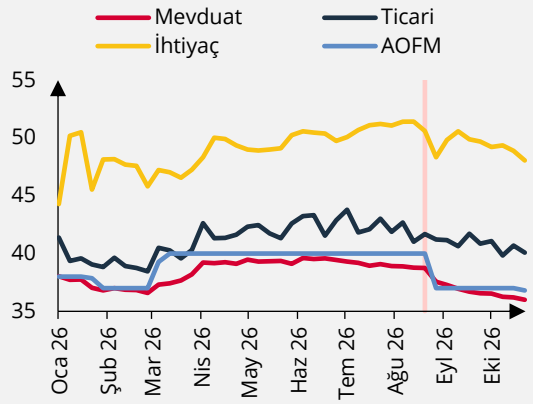
Kutu 2.1

Bankaların Heterojen Yapısının Parasal Aktarımdaki Rolü

TCMB, ABD/İsrail-İran Savaşı nedeniyle finansal piyasalarda yaşanan gelişmeleri dikkate alarak 1 Mart 2026 tarihinde bir hafta vadeli repo ihalelerine ara vermiştir. Bu süreçte ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM) yüzde 37'den yüzde 40'a yükselmiştir. 23 Ağustos 2026 tarihli duyuru ile bir hafta vadeli repo ihalelerine tekrar başlanmış ve 24 Ağustos 2026 tarihinde AOFM yeniden yüzde 37 seviyesine gerilemiştir. Takip eden süreçte, 22 Ekim tarihli PPK toplantısında politika faiz oranında 100 baz puan indirim yapılmıştır. 21 Ağustos-23 Ekim döneminde AOFM 319 baz puan gerilerken; ticari kredi faizleri 161, ihtiyaç kredi faizleri 256 ve mevduat faizleri 275 baz puan azalmıştır (Grafik 1 ve 2). Politika faiz indirimlerinin mevduat ve kredi faizi fiyatlamalarına yansımasında bankaların kârlılık oranları, kredi riskliliği ve faiz değişimlerine olan duyarlılıkları gibi finansal göstergeler etkili olabilmektedir.

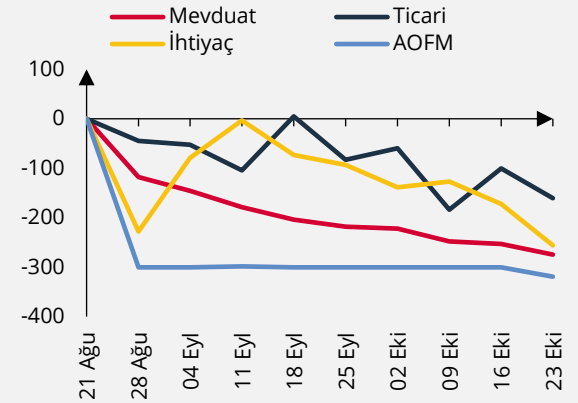
Parasal aktarım mekanizmasında banka heterojenliğinin rolünü inceleyen literatür (Kashyap ve Stein, 2000; Jiménez vd., 2012; Drechsler vd., 2017; Gomez vd., 2021; Holton ve Rodriguez d'Acri, 2018), bankaların likidite, sermaye, kredi riski ve faiz duyarlılığı gibi özelliklerinin kredi arzı ve faiz geçişkenliğini farklılaştırdığını ortaya koymaktadır. İlgili literatür, likiditesi veya sermaye tabanı zayıf ya da aktif kalitesi kötü olan bankaların sıkılaşma dönemlerinde kredi arzını daha belirgin şekilde daralttığını göstermektedir. Bununla birlikte aynı literatür, bankaların piyasa gücü ve bilanço yapısındaki faiz duyarlılığının ise faiz geçişkenliği ile kredi-mevduat marjlarını doğrudan şekillendirdiğini bulgulamaktadır. Bu doğrultuda hazırlanan bu çalışmada, 24 Ağustos'ta tekrar repo ihalelerine başlanması sonrasında AOFM'deki gerilemenin kredi-mevduat faiz farklarına yansımasında söz konusu faktörlerin etkisini incelemektedir.

Grafik 1: TL Faizler* (%)



Kaynak: TCMB.
* Ticari kredi faizleri KMH, KK ve sıfır faizli kredi, ihtiyaç faizleri KMH hariçtir. Bileşik faiz olarak raporlanan kredi ve mevduat faizleri aylık frekansta varsayılarak basit faize çevrilmiştir. Dikey çizgi 21 Ağustos 2026 tarihini göstermektedir.

Grafik 2: TL Faizlerdeki Değişim* (21 Ağustos 2026'ya Kıyasla, Baz Puan)



Kaynak: TCMB.
* Ticari kredi faizleri KMH, KK ve sıfır faizli kredi, ihtiyaç faizleri KMH hariçtir. Bileşik faiz olarak raporlanan kredi ve mevduat faizleri aylık frekansta varsayılarak basit faize çevrilmiştir.

Veri ve Yöntem

Çalışmada farklı kaynaklardan elde edilen banka bazlı veriler kullanılmıştır. İlk olarak bankaların haftalık frekansta raporlanan ihtiyaç (KMH hariç), ticari kredi (KMH, KK ve sıfır faizli kredi hariç), toplam kredi (KMH, KK ve sıfır faizli kredi hariç) ve TL mevduat faizleri TCMB'den alınmıştır. İkinci olarak, banka heterojenliğini ölçmek üzere kârlılık, kredi riski ve faiz duyarlılığı göstergeleri BDDK verileri kullanılarak hesaplanmıştır. Örneklem oluşturulurken, kalkınma ve yatırım bankaları, katılım bankaları, dijital bankalar ve şube şeklinde faaliyet gösteren bankalar kapsam dışı bırakılarak 26 banka analize dahil edilmiştir. Analiz dönemi olarak 19 Haziran-16 Ekim 2026 dönemi dikkate alınmıştır.

Çalışmada, bankaların finansal rasyolarının AOFM'deki gerileme sonrası kredi-mevduat faiz farkları üzerindeki heterojen etkilerini incelemek amacıyla (1) nolu denklem ile belirtilen DiD (Difference in Difference/farkların farkı) yöntemi kullanılmıştır.

$$Faiz\ Farkı_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * Etkilenme\ Grubu_i * \text{İ}ndirim\ Sonrası\ Dönem_t + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Modelde, i bankayı, t ise haftalık frekansta zamanı ifade etmektedir. Bağımlı değişken olan $Faiz\ Farkı_{it}$, TL ticari, ihtiyaç ve toplam kredi faizi ile TL mevduat faizi arasındaki farklardan hesaplanan göstergeleri kapsamaktadır. $Etkilenme\ Grubu_i$, Temmuz 2026 itibarıyla kârlılığı (stok TL kredi ve TL mevduat faiz farkı), kredi riski (risk maliyeti) ve faiz değişim hassasiyeti (TL aktif ve pasif vade farkı) medyan üzeri bankalar için 1, diğer bankalar için 0 değerini alan bir kukla değişkendir.[1] $\text{İ}ndirim\ Sonrası\ Dönem_t$, 28 Ağustos 2026 ve sonrasında 1, öncesinde 0 değerini alan kukla değişkendir. Modelin temel katsayısı β_1 indirim sonrası dönemde indirim öncesi döneme kıyasla, kontrol ve deney grubu arasında ortaya çıkan farklılaşmayı göstermektedir. Modele banka ve haftalık zaman sabit etkileri dâhil edilmiştir. Böylece zamana göre değişmeyen banka özellikleri ile bankaların ortak maruz kaldığı makroekonomik etkiler modelde kontrol edilmiştir. Zaman sabit etkileri Eylül ayında yurt içi finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler gibi makroekonomik gelişmelerin faiz oranı üzerindeki etkilerini kontrol etmektedir.[2] $\varepsilon_{i,t}$ stokastik hata terimini göstermektedir.

Sonuçlar

TCMB'nin bir hafta vadeli repo ihalerine tekrar başlamasının banka heterojenliği üzerinden kredi - mevduat faiz farkları üzerindeki ampirik etkileri Tablo 1'de özetlenmektedir. Tahmin sonuçları, bağımlı değişkenler itibarıyla, üç ana kategoride incelenmektedir: Kârlılık (Sütun 1-3), Kredi riski (Sütun 4-6), Faiz duyarlılığı (7-9) göstergeleri.

Sütun (1), (2) ve (3)'te yer alan tahmin sonuçlarına göre, *İndirim Sonrası Dönem*Etkilenme Grubu* etkileşim teriminin katsayıları istatistiki olarak negatif ve anlamlıdır. Bu durum, indirim öncesi kârlılığı medyan üzerinde olan bankaların, indirim sonrası dönemde, diğer bankalara kıyasla ihtiyaç, ticari ve toplam kredi-mevduat faiz farklarının daha fazla gerilediğini göstermektedir.

Sütun (4)- (6) incelendiğinde, tüm kredi türleri ile mevduat faiz farkı için pozitif anlamlı ilişki elde edilmiştir. Bu durum, indirim öncesi dönemde kredi riski yüksek bankaların faiz indirimi sonrasında diğer bankalara kıyasla kredi-mevduat faiz farklarının daha yüksek gerçekleştiğini göstermektedir. Son olarak, Sütun (7), (8) ve (9)'da yer alan faiz duyarlılığı göstergesine göre, indirim öncesinde aktif ile pasif vade farkı daha yüksek olan bankaların indirim sonrası dönemde diğer bankalara kıyasla ihtiyaç kredisinde daha güçlü olmak üzere kredi-mevduat faiz farklarında daha fazla gerileme görülmektedir.

Genel olarak analiz sonuçlarına göre, kârlılığı yüksek, kredi riski düşük ve faiz duyarlılığı yüksek bankalarda, repo ihalelerine başlanması sonrasında kredi-mevduat faiz farkının daha çok gerilediği görülmektedir.[3] Bulgular, AOFM'nin yüzde 37'ye gerilemesiyle düşen fonlama maliyetlerinin tüm bankalarda faizlere aynı ölçüde yansımadığını ve aktarımın büyüklüğünün bankaların kârlılık, aktif kalitesi ve faiz duyarlılığı yapısına göre farklılaştığını göstermektedir.

[1] Risk maliyeti 12 aylık dönemde ayrılan genel ve özel karşılıkların 12 aylık ortalama kredilere oranı şeklinde hesaplanmıştır. Vade farkı hesaplanırken sabit faizli kalemler vadesine göre, değişken faizli kalemler yeniden fiyatlama dönemine göre dikkate alınmıştır. Alternatif kârlılık göstergesi olarak net faiz marjı, kredi riski göstergesi olarak ise tahsili gecikmiş alacak ve gecikmedeki yakın izlemedeki kredilerin brut kredilere oranı kullanılmış olup, ampirik analizde bu göstergeler kullanıldığında da benzer sonuçlar elde edilmektedir.

[2] Aktarımı ölçmek amacıyla kredi-mevduat faiz farkının kullanılması da, fonlardan çıkış kaynaklı mevduat piyasasında yaşanan gelişmelerin etkisini arındırmaya imkan tanımaktadır.

[3] Faiz indirimi öncesi dönemde, kârlılığı, kredi riski ve faiz değişim hassasiyeti yüksek olan bankalardaki kredi-mevduat faiz farkı diğer gruba kıyasla daha yüksek seviyededir.

Tablo 1: Tahmin Sonuçları

	Kârlılık			Kredi Riski			Faiz Duyarlılığı		
	(1) İhtiyaç	(2) Ticari	(3) Toplam	(4) İhtiyaç	(5) Ticari	(6) Toplam	(7) İhtiyaç	(8) Ticari	(9) Toplam
İndirim Sonrası Dönem* Etkilenme Grubu	-2,45***	-1,39***	-1,78***	1,42*	1,28***	2,22***	-4,24***	-0,83*	-0,55
	(0,78)	(0,47)	(0,46)	(0,84)	(0,47)	(0,45)	(0,78)	(0,48)	(0,48)
Gözlem Sayısı	366	436	445	366	436	445	366	436	445
Banka SE	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Hafta SE	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet

Not: ***,** ve * sırasıyla yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade etmektedir.

Değerlendirme

Bu çalışmada, 24 Ağustos 2026 tarihinde bir hafta vadeli repo ihalelerine tekrar başlanması sonrasında AOFM'deki gerilemenin bankaların kredi-mevduat faiz farkı gelişmelerine yansımasında bankaların kârlılık oranı, kredi riskliliği ve faiz değişim hassasiyetinin etkisi incelenmektedir. Analiz için 19 Haziran-16 Ekim 2026 dönemi incelenmiş olup, farkların farkı yöntemi kullanılmıştır. Ampirik bulgular, AOFM'nin yüzde 37'ye gerilemesiyle düşen fonlama maliyetlerinin tüm bankalarda faizlere aynı ölçüde yansımadığını ve aktarımın büyüklüğünün bankaların kârlılık, aktif kalitesi ve faiz duyarlılığı yapısına göre farklılaştığını göstermektedir. Kârlılığı yüksek, kredi riski düşük ve faiz duyarlılığı yüksek bankalarda, repo ihalelerine başlanması sonrasında kredi-mevduat faiz farkının diğer bankalara kıyasla daha çok gerilediği görülmektedir. Sonuç olarak, bankaların heterojen yapısı, politika faizinden kredi ve mevduat faizlerine geçişin farklılaşmasında belirleyici bir faktör olarak parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde önemli bir rol oynamaktadır. Bulgular, literatürle uyumlu olup, bankaların bilançolarının sağlıklı olmasının parasal aktarım açısından önemini ortaya koymaktadır.

Kaynakça

Drechsler, I., Savov, A., & Schnabl, P. (2017). The deposits channel of monetary policy. Quarterly Journal of Economics, 132(4), 1819–1876.

Gomez, M., Landier, A., Sraer, D. ve Thesmar, D. (2021). Banks' exposure to interest rate risk and the transmission of monetary policy. Journal of Monetary Economics, 117, 543-570.

Holton, S. ve Rodriguez d'Acri, C. (2018). Interest rate pass-through since the euro area crisis. Journal of Banking & Finance, 96, 277-291.

Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J. L., & Saurina, J. (2012). Credit supply and monetary policy: Identifying the bank balance-sheet channel with loan applications. American Economic Review, 102(5), 2301–2326.

Kashyap, A. K., & Stein, J. C. (2000). What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy? American Economic Review, 90(3), 407–428.

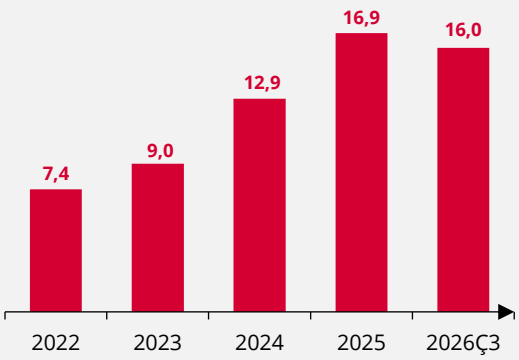
Kutu 2.2

Yatırım Fonlarında Son Dönem Gelişmeler

Yatırım fonlarının finansal sistem içindeki payının artması, fon piyasasındaki gelişmelerin para politikası aktarım mekanizması ve finansal istikrar açısından önemini artırmaktadır. Fon portföylerinde mevduat ve ters repo işlemlerinin payının yüksek olması, fon piyasası ile bankacılık sistemi arasındaki ilişkinin güçlü olmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede, yatırımcı tercihlerindeki değişimin, tasarrufların finansal araçlar arasındaki dağılımı ve bankaların likidite koşulları üzerindeki etkileriyle birlikte ele alınması gerekmektedir.

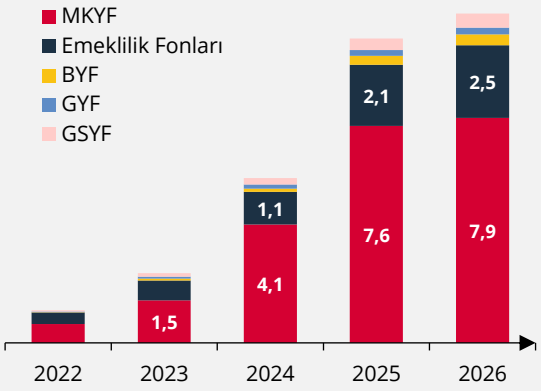
Yatırım fonları son yıllarda belirgin bir büyüme eğilimi sergilemiştir. Yatırım fonlarının portföy büyüklüğünün GSYİH'ye oranı, 2022 yılındaki yüzde 7,4'ten 2025 yıl sonunda yüzde 16,9'a yükseldikten sonra 2026 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla yüzde 16 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 1). Fon türleri bazında incelendiğinde, sektördeki büyümenin ağırlıklı olarak menkul kıymet yatırım fonlarından (MKYF) kaynaklandığı görülmektedir (Grafik 2). MKYF portföy büyüklüğü, 2023 yıl sonundaki 1,5 trilyon TL seviyesinden ağustos ayı sonunda 9,9 trilyon TL'ye ulaşmış ekim itibarıyla alım satıma kapatılan fonlar hariç 7,9 trilyon TL olmuştur. MKYF'lerin toplam yatırım fonları içindeki payı ise aynı dönemde yüzde 61,2'den yüzde 68,3'e yükselmiştir.

Grafik 1: Yatırım Fonlarının GSYİH'ye Oranı (%)



Kaynak: Takasbank, TÜİK.

Grafik 2: Türlerine Göre Fon Büyüklükleri* (Trilyon TL)



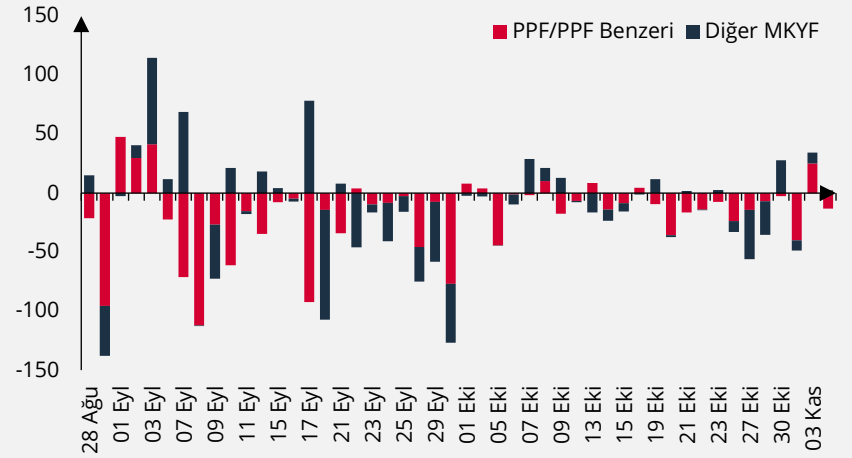
Kaynak: Takasbank.
MKYF: Menkul Kıymet Yatırım Fonu.
BYF: Borsa Yatırım Fonu.
GYF: Gayrimenkul Yatırım Fonu.
GSYF: Girişim Sermayesi Yatırım Fonu.
* Ekim 2026 verisinde alım satıma kapatılan fonlar hariç.

Ağustos ayı sonundan itibaren MKYF'lere ilişkin düzenleyici çerçevede kapsamlı adımlar atılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 28 Ağustos 2026 tarihinde temel olarak yatırım ve yoğunlaşma sınırları ile portföy ve risk yönetimi kurallarını güncelleyen rehber değişikliğini yayımlamıştır. Ardından 5 Eylül 2026 tarihinde 11734 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı[1] ile para piyasası fonları ile unvanında para piyasası ibaresi bulunan serbest fonlardan kurumsal yatırımcılar tarafından elde edilen gelirlerin stopaj oranlarında değişikliğe gidilmiştir. SPK, 17 Eylül 2026'da bazı MKYF'lerin tasfiyesine karar vermiş ve 1 Ekim 2026'da söz konusu fonlar için tasfiye usul ve esaslarını belirlemiştir. Ayrıca, SPK, 26 Ekim 2026'da nitelikli yatırımcı eşiğini 10 milyon TL'den 50 milyon TL'ye yükseltmiştir. 27 Ekim 2026'da ise 7596 sayılı Kanun ile tasfiyesine karar verilen ve Kanunun yayımı tarihinde tasfiyesi tamamlanmamış fonların tasfiyesine ilişkin yasal çerçeve oluşturulmuştur.

[1] https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2026/09/20260905-12.pdf

Eylül ayında para piyasası ve benzeri fonlar kaynaklı olarak yurt içi finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde TCMB, makrofinansal istikrarı ve likidite yönetimini desteklemek amacıyla bazı tedbirler almıştır. Öncelikle, 17 Eylül 2026'da TL likidite koşullarını desteklemek amacıyla haftalık repo ihaleleriyle sağlanan fonlama artırılmış, bankaların Bankalararası Para Piyasası borçlanma limitleri güncellenmiş ve teminat iskonto oranları düşürülmüştür. 1 Ekim 2026'da KOBİ kredileri için yüzde 4,5 olan büyüme sınırı yüzde 5'e yükseltilmiş ve Türk lirası zorunlu karşılıklarda bloke tesis oranları düşürülmüştür. 26 Ekim 2026'da banka dışı özel sektör kuruluşlarınca yurt içinde TL cinsinden ihraç edilen ve yıl sonuna kadar itfası gerçekleşecek borçlanma araçlarının geri ödemesine yönelik kullandırılacak TL krediler kredi büyüme sınırlarından istisna tutulmuştur.

Grafik 3: İşleme Devam Eden PPF/PPF Benzeri ve Diğer MKYF'lerde Net Hareket* (Milyar TL)

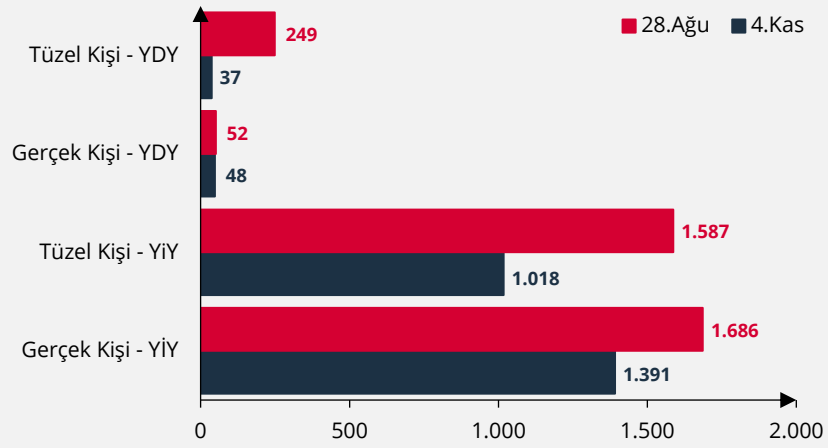


Kaynak: Takasbank.
* PPF benzeri fonlar, ünvanında para piyasası ibaresi geçen serbest ve katılım şemsiye fonlarını ifade eder.

Bu dönemde tasfiye kapsamındaki fonların yanı sıra işleme devam eden fonlardan da çıkışlar yaşanmıştır. Ağustos sonundan tasfiye kararına kadar yaklaşık 226 milyar TL olan net çıkış, kararı izleyen dönemde 522 milyar TL'ye ulaşmıştır. Tasfiye usul ve esaslarının 1 Ekim 2026'da açıklanmasının ardından çıkışlar yavaşlamış, ancak günlük fon hareketlerindeki dalgalanma devam etmiştir (Grafik 3). Yavaşlamada sürece ilişkin belirsizliğin azalmasının etkili olduğu değerlendirilmektedir.

Fon çıkışları ağırlıklı olarak para piyasası fonlarında gerçekleşmiştir. Portföylerinde kısa vadeli araçların payı yüksek olan bu fonlar, nakit taleplerini büyük ölçüde mevduat ve ters repo işlemlerini azaltarak karşılamaktadır. Yatırım fonları, likidite yönetimi amacıyla bankalar ve aracı kurumlar ile Borsa İstanbul organize piyasaları ve tezgâh üstü piyasalarda ters repo işlemleri gerçekleştirmektedir. Fonlar bu işlemlerde başta devlet iç borçlanma senetleri olmak üzere özel sektör borçlanma araçlarını ve pay senetlerini teminat olarak kullanabilmektedir. Teminatların niteliği ve likiditesi, fonların karşı taraf ve likidite risklerini doğrudan etkileyebilmektedir. 28 Ağustos 2026 tarihli rehber değişikliği ile ters repo işlemlerindeki teminat yapısına ilişkin adımlar atılmıştır. Son dönemde çıkış hızındaki yavaşlamaya rağmen, fon hareketlerindeki dalgalanmanın ve buna bağlı likidite ihtiyacının takibi önemini korumaktadır.

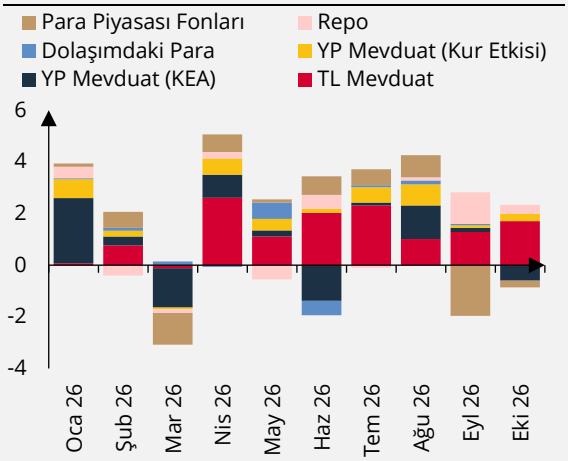
Grafik 4: PPF ve PPF Benzeri Fonlarda Bakiye* (Milyar TL)



Kaynak: MKK.
* PPF benzeri fonlar, ünvanında para piyasası ibaresi geçen serbest ve katılım şemsiye fonlarını ifade eder. İlgili bakiyeler, raporlama yapan tüm fonları kapsamaktadır.

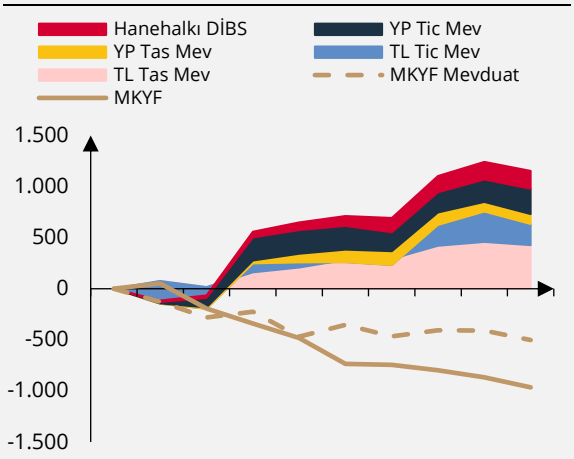
İlgili dönemde fon türü bazında en büyük çıkışın yaşandığı para piyasası ve benzeri fonların yerleşiklik bazında dağılımında yurt içi yerleşikler ağırlıktadır. Bu grupta en büyük pay gerçek kişilere ait olmakla birlikte, son dönemde bakiye azalışı tüzel kişilerde daha belirgin olmuştur. Yurt dışı yerleşiklerin toplam içindeki payı sınırlı olup bu dönemde özellikle yurt dışı yerleşik tüzel kişilerin fon bakiyelerinde önemli bir gerileme görülmüştür (Grafik 4). 28 Ağustos-4 Kasım 2026 döneminde PPF ve PPF benzeri fonların toplam büyüklüğü 3,6 trilyon TL'den 2,5 trilyon TL'ye gerileyerek yaklaşık 1,1 trilyon azalmıştır. Söz konusu azalışın 212 milyar TL'si yurt dışı yerleşik tüzel kişilerden kaynaklanmıştır. Yurt içi yerleşik tüzel kişilerdedeki azalış 569 milyar TL ve gerçek kişilerdeki azalış 295 milyar TL olmuştur. Böylece fon bakiyelerindeki azalışın yaklaşık yüzde 80'i yurt içi yerleşiklerden kaynaklanırken yurt dışı yerleşiklerin toplam fon bakiyesi içindeki payı da gerilemiştir. Fon bakiyelerindeki azalışın ağırlıklı olarak yurt içi yerleşiklerde görülmesi, likiditenin yurt içi finansal sistemde kalabileceğine işaret etmektedir. Ayrıca, PPF ve benzeri fonlar dışındaki menkul kıymet yatırım fonlarında da gerileme kaydedilmiş olup aynı dönemde serbest döviz ve kıymetli maden fonlarında gerilemenin bir kısmı YP mevduata geçmiştir.

Grafik 5: Para Arzının Bileşenleri (Aylık, %)



Kaynak: TCMB.

Grafik 6: Yatırım Araçlarında Birikimli Değişim (Milyar TL, 28 Ağustos–30 Ekim 2026)

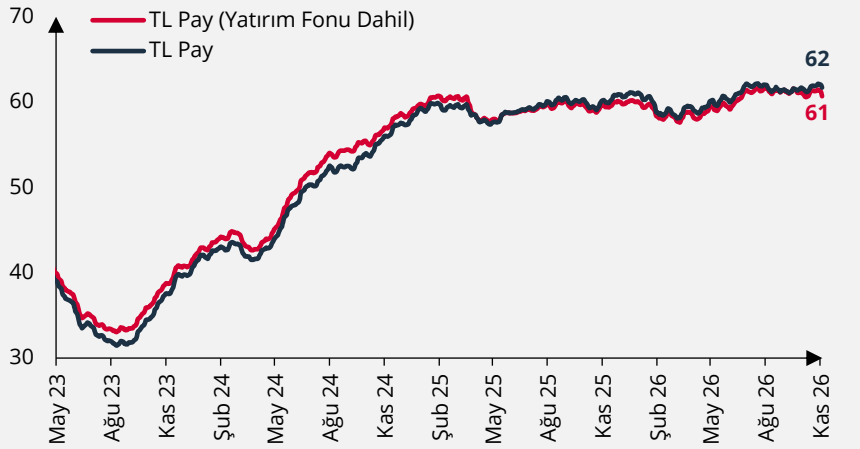


Kaynak: Takasbank.
DİBS: Devlet İç Borçlanma Senetleri.

Fon hareketleri parasal büyüklüklerin bileşimine de yansımıştır. Son veriler, aylık para arzı büyümesinde TL kalemlerin katkısının öne çıktığını göstermektedir. Para piyasası fonlarının katkısı negatifken TL mevduatın katkısı artmıştır (Grafik 5). 28 Ağustos–30 Ekim döneminde MKYF'lerde getiri etkisinden arındırılmış birikimli azalış 1 trilyon TL'ye yaklaşırken, mevduat ile hanehalkının DİBS yatırımlarındaki birikimli artış bu tutarın üzerindedir. Bu durum, fonlardan çıkan kaynakların önemli bölümünün mevduata yöneldiğini göstermektedir. Mevduat tarafında TL mevduatındaki artış öne çıkarken, fonların bankalarda tuttuğu mevduat gerilemiştir. Fon mevduatının ticari mevduat içinde yer aldığı dikkate alındığında, bu gerilemeye karşın diğer ticari mevduattaki artışın güçlü olduğu anlaşılmaktadır (Grafik 6).

Yurt içi yerleşiklerin TL tercihi ise bu süreçte güçlü seyrini korumuştur. 4 Kasım itibarıyla mevduatta TL payı yüzde 62, yatırım fonları dahil edildiğinde ise yüzde 61 düzeyindedir. Mevcut görünüm, fonlardan çıkışların yaşandığı bu dönemde TL tercihinin korunduğunu göstermektedir (Grafik 7).

Grafik 7: Mevduat ve Yatırım Fonlarında TL Pay Gelişimi (Resmî Mevduat Dahil, 5 GHO, %)



Kaynak: BDDK, Takasbank, TCMB.

Sonuç olarak fon piyasasındaki gelişmeler sonrasında tasarruflar finansal sistemde kalmış ancak tasarrufların finansal araçlar arasındaki dağılımı değişmiştir. Fonlardan çıkan yatırımlar ağırlıklı olarak Türk lirası finansal araçlara yönelmiştir. Bu yeniden dağılımın kısa bir süre içinde gerçekleşmesinin yaratabileceği olası riskler için TCMB tarafından çeşitli adımlar atılmıştır. Para politikası aktarımı ve finansal istikrar açısından, fon piyasası ile finansal sistem arasındaki hareketler ve olası yayılma kanalları yakından izlenmektedir.

Kutu 2.3

Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular

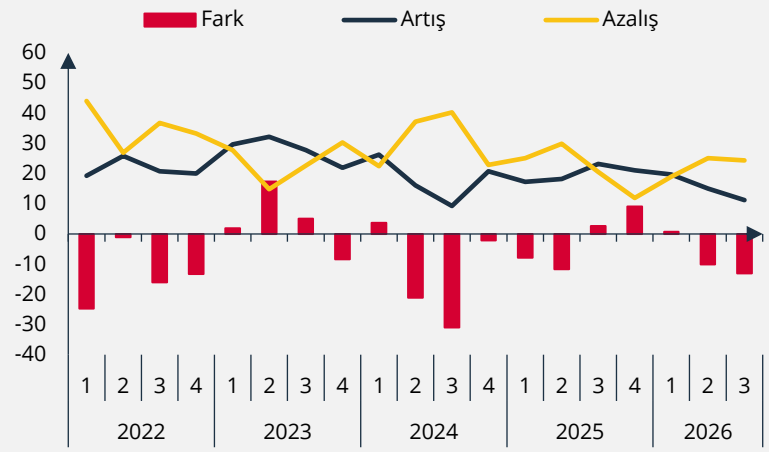
TCMB, reel sektör firmaları ile yüz yüze görüşmeler yaparak "**Reel Sektöre İktisadi Mercek (RESİM)**" çalışmasını yürütmektedir.[1] Bu kutu, temel olarak Temmuz-Eylül 2026 döneminde gerçekleştirilen görüşmelerden elde edilen bulguları ve "AB'de üretilmiştir (Made in EU)" düzenlemesinin imalat sanayine etkilerine ilişkin firma değerlendirmelerini özetlemektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde yurt içi satışlardaki zayıflık sürerken ihracat siparişleri azalmıştır. Bu dönemde üretim hacmi de talep koşullarına eşlik ederek gerilemiştir.

Üçüncü çeyrekte yurt içi satışlar zayıf seyrini sürdürmüştür.

Satışlarda temmuz ayında belirginleşen ivme kaybı ağustos ayından itibaren yerini hafif bir toparlanmaya bıraksa da çeyrek genelindeki zayıf seyir değişmemiştir (Grafik 1). Eylül ayındaki okula/şehre dönüş kaynaklı satışlar firmaların çeyrek başındaki beklentilerinin altında kalmıştır.

Grafik 1: Firmaların Talep Algısı* (%, Önceki Çeyreğe Göre)



Kaynak: TCMB RESİM.
* Talep Algısı, firmaların mevcut satış gerçekleşmeleri, 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.

Sıkı finansman koşullarının ve alım gücündeki düşüşün satışları kısıtlayıcı etkisine yönelik vurgu üçüncü çeyrekte de devam etmiştir. Tüketicilerin alım için en uygun dönemi bekleme eğiliminde oldukları, özellikle de pahalı ürün alışverişlerini yılın son çeyreğindeki kampanya dönemlerine erteledikleri değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, dayanıklı mal talebindeki zayıflık dikkat çekerken dayanıksız ve yarı dayanıklı mal talebi görece olumlu seyretmiştir.

[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 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.

Firmalar tarafında ise; nakit yönetimi ve tahsilatta yaşanan sıkıntılar ile artan rekabet baskısı öne çıkmıştır. Ayrıca düşen kârlılığın kampanya olanaklarını kısıtlaması ve şirketlerin müşteri seçme eğilimine girmesinin, firmalar arası ticareti olumsuz etkilediği vurgulanmaya devam etmiştir.

Ekim ayında yapılan görüşmeler; yıl genelinde satışları sınırlayan faktörlerin etkili olmaya devam ettiğine işaret ederken bu görüşmelerden elde edilen ilk gözlemler son dönemde sermaye piyasalarındaki gelişmelerin talep üzerinde sınırlı ek baskı oluşturduğunu göstermiştir. Çeyreğin kalanında, tüketicilerin kampanya beklentileri ile son çeyreğe erteledikleri alımların ve firmaların nakde ulaşmak amacıyla geçen yıla göre sınırlı da olsa sunacakları kampanyaların satışları desteklemesi beklenmektedir.

İhracat siparişleri, Avrupa talebindeki zayıflamanın etkisiyle üçüncü çeyrekte gerilemiştir.

Jeopolitik gelişmeler nedeniyle Uzak Doğu'dan tedarik sürelerinin uzaması, maliyetlerin artması ve güvenlik endişeleri Avrupa ülkelerini özellikle ikinci çeyrekte Türkiye'den daha fazla ithalat yapmaya yöneltmişti. Ancak, üçüncü çeyrek itibarıyla bu eğilimin ihracat üzerindeki olumlu etkisi azalmıştır. Buna ek olarak, enerji ve savunma sanayi dışı yatırım harcamalarındaki azalış da Avrupa'ya ihracatı baskılamıştır. Diğer taraftan, ABD pazarındaki göreli canlılık, Orta Doğu pazarındaki toparlanma ve Afrika pazarındaki arayışlar ise ihracatı desteklemiştir. Bu pazarlardaki kısmi kazanımlar sayesinde ihracattaki azalış bir miktar telafi edilebilmiştir. Öte yandan, firmalar rekabetçi fiyatlama zorluklarını ve Çin baskısını ihracatı kısıtlayan ana unsurlar olarak nitelemeye devam etmiştir. Önümüzdeki dönem için ihracatta jeopolitik gelişmelere bağlı belirsizliklere yönelik vurgular da sürmektedir.

Turizmde mevsim normallerine ulaşan talep bu çeyrekte geçen yılki seviyesini yakalamıştır. Savaş kaynaklı belirsizlikler ve güvenlik endişelerindeki azalış ile fiyat indirimlerinin de talebi desteklemesiyle son dakika satışları hız kazanmıştır. Firmalar dördüncü çeyrekte talebin mevsimsel seviyesini korumasını beklemektedir.

Üretim faaliyeti üçüncü çeyrekte zayıflamıştır.

Üçüncü çeyrekte hem iç piyasa ağırlıklı çalışan firmaların, hem de ihracatçı firmaların üretim faaliyetleri zayıf talep koşullarına bağlı olarak gerilemiştir. Sıkı finansal koşullar, nakit akışındaki bozulmalar, rekabet baskıları ve artan ithalat eğilimi üretimi baskılayan unsurlar olmaya devam etmiştir. Jeopolitik gelişmeler çeyrek boyunca tedarikte gecikmelere ve navlun kaynaklı ek maliyetlere yol açmıştır.

Yılın üçüncü çeyreğinde yatırım duruşundaki zayıf seyir devam etmiştir.

Yüksek finansman ve üretim maliyetlerine ek olarak zayıf talep koşulları bu dönemde firmaların yatırım iştahını sınırlayan başlıca unsurdur. İşletme sermayesini ve nakit akışını yönetmenin öncelikli hâle gelmesi uzun vadeli genişleme yatırımlarına dönük iştahı baskılamaya devam ederken zorunluluk arz etmeyen yatırımlar ertelenme eğilimindedir.

Öz kaynak yapısı güçlü sınırlı sayıda firmanın kapasite artırıcı yatırımları sürerken planlanan yatırımlarda verimlilik, otomasyon, teknolojik yenileme motivasyonları öne çıkmıştır. Kısa sürede maliyet avantajı sağlayan veya üretim süreçlerinin etkinliğini artıracak yatırımlar firmalar tarafından önceliklendirilmiştir. İç ve dış piyasalarda artan rekabet baskıları firmaların verimlilik yatırımlarına odaklanmasında etkili olan bir diğer unsurdur.

Yatırım duruşundaki zayıflık ve belirsizliklerin sürmesi firmaların istihdam planlarına yansımıştır.

Çeyrek genelinde firmaların çoğunluğunda gelecek altı ayda mevcut istihdamı koruma eğilimi sürmekle birlikte, çeyrek içinde aydan aya istihdamda azalış planlayan firmaların yaygınlığında sınırlı artış gözlenmiştir. Azalan iş hacmi ve kâr marjları, yüksek iş gücü maliyetleri ile otomasyon ve verimlilik odaklı yatırımlar istihdam artışını sınırlamaya devam etmiştir. Bununla birlikte, birçok firmanın mevcut iş gücünü asgari düzeye çekmiş olması ve kalifiye çalışan temininde yaşanan güçlükler istihdam kayıplarını sınırlayan unsurlar olarak öne çıkmıştır.

İlave finansman ihtiyacına yapılan vurgu azalırken nakit akışı sorunları belirginleşmiştir.

Vade ve tahsilat sürelerindeki uzama nakit akışını zayıflatarak firmaların finansman ihtiyacını artırmaya devam ederken girdi ve enerji maliyetlerindeki gerileme ile yatırım harcamalarının zayıf seyri işletme sermayesi ihtiyacını sınırlamıştır.

Ağustos ayında haftalık repo ihalelerinin yeniden başlaması sonrasında kredi koşullarında faiz kanalından sınırlı gevşeme hissedilmeye başlanmıştır. Bununla birlikte finansmana erişim zorluklarının sürdüğü aktarılmaya devam etmiştir.

Firmalar arası ticarette nakit akışı kaynaklı sorunlara yapılan vurgu artmaya devam etmiştir. Alacak tahsilatında daha fazla sorun yaşadığını belirten firmaların oranı önceki çeyreğe göre artarken ticari ilişkilerde temkinlilik korunmaktadır.

Çeyrek genelinde yavaşlayan maliyet artışları ile talep ve rekabet koşulları fiyat artış eğilimini sınırlandırmıştır.

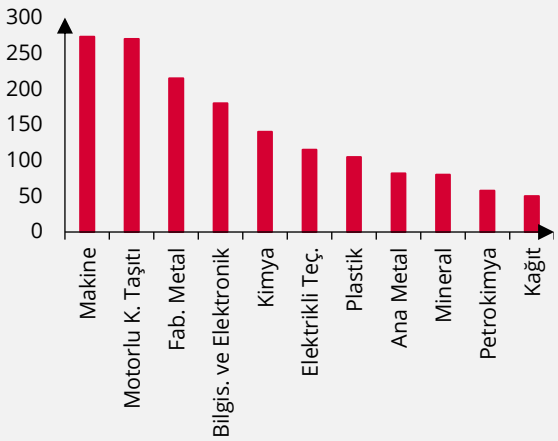
Maliyet artışlarındaki yavaşlamada Orta Doğu'daki savaş etkisiyle ikinci çeyrekte artan girdi ve enerji kaynaklı maliyetlerin üçüncü çeyrekte gerilemesi etkili olmuştur. Bununla birlikte eylül ayı itibarıyla savaşın yeniden alevlenmesi ve barış görüşmelerine ilişkin belirsizliklerin artmasıyla bu kalemlerdeki maliyet artışına yapılan vurgu da artmıştır. Önümüzdeki dönem için savaşın seyrine bağlı olarak maliyetlerde yukarı yönlü riskler devam etmektedir.

Firmaların fiyatlama yaparken temkinli hareket ettiği ve genel olarak fiyatlama güçlerinin zayıf seyrettiği görülmüştür. Satış hacimlerini desteklemek adına üçüncü çeyrekte de kampanya ve indirimler devam etmiştir.

RESİM Odak: "Made in EU" Yaklaşımının İmalat Sanayine Etkilerine Yönelik Firma Değerlendirmeleri

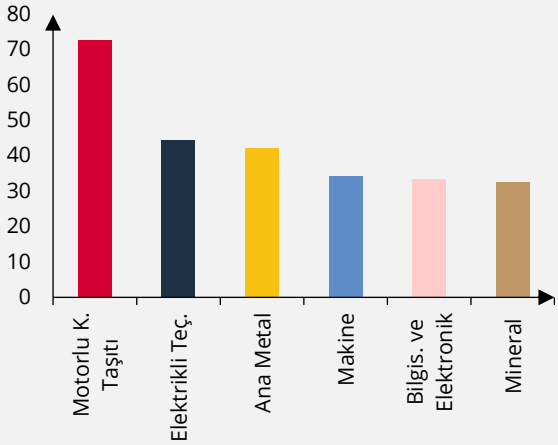
Avrupa Birliği'nin (AB) Sanayi Hızlandırma Yasası (Industrial Accelerator Act – IAA), stratejik ürünlerde Avrupa üretimini ve tedarik kapasitesini güçlendirmeyi; kamu alımları ve belirli destek mekanizmaları üzerinden üretim tercihlerini etkilemeyi amaçlamaktadır. Avrupa Komisyonu, IAA teklifini 4 Mart 2026 tarihinde açıklamıştır. Teklif çelik, çimento, alüminyum, otomotiv ve net sıfır teknolojileri gibi seçili sektörlerde kamu alımları ve kamu desteklerine "Made in EU" ve/veya düşük karbon koşulları getirilmesini öngörmektedir. "Made in EU" yaklaşımının beklenen ekonomik etkisi ise ithal ürünlerin ne ölçüde yerli üretimle karşılanabileceğine ve hangi sektörlerin kapsanacağına bağlı olacaktır. Bu çerçevede, AB imalat sanayinde makine ve otomotiv sektörleri en yüksek katma değere sahipken "Made in EU" yaklaşımının özellikle ana metal, bilgisayar ve elektronik ürünler ile elektrikli teçhizat sektörlerinin katma değerini artırması beklenmektedir (Grafik 2).

Grafik 2: 2023 Yılında AB İmalat Sanayinde Sektörlerin Katma Değeri (Milyar Euro)



Kaynak: Avrupa Parlamentosu Sanayi, Araştırma ve Enerji Komisyonu.

Grafik 3: "Made in EU" Yaklaşımından Etkilenmesi Beklenen Sektörlerde Türkiye'nin İhracatında AB'nin Payı (%)



Kaynak: TÜİK.

"Made in EU" yaklaşımının Türk ihracatçılarını iki temel kanal üzerinden etkilemesi beklenmektedir. İlk kanal, kamu alımları ve destekli projelerde menşe/düşük karbon koşullarını karşılayamayan Türk tedarikçilerin pazarlarını alternatif tedarikçilere kaybetmesidir. İkinci kanal ise AB'deki üreticilerin tedarikçi ve yatırım kararlarını Türkiye aleyhine değiştirmesidir. Bu çerçevede, en çok etkilenmesi beklenen sektörlerden; **otomotiv ana sanayi** üretim ve yatırım kararlarının Avrupa'ya yönelmesi

riskleriyle **otomotiv yan sanayi** ise yeniden sertifikasyon, tedarikçi değişimi ve yeni projelere dâhil olamama riskleriyle karşı karşıyadır (Grafik 3). Otomotiv sektöründe öne çıkmaya başlayan batarya ve elektrikli araç bileşenleri üretiminde, AB'nin yerelleşme çabalarında Türkiye'deki yeni yatırımların ve teknolojik ortaklıkların destek kapsamı dışında kalması bir diğer risk unsurudur. **Çelik ve demir** sektöründe belirli ürünlerde pazar ve yatırım kaybı, **makine ve elektrikli ekipman** sektöründe yeni projelere erişimde zorluklar, **çimento ve diğer sanayi girdilerinde** düşük karbon ve menşe kriterleri belirli kamu destekli projelerde rekabet dezavantajı yaratabilecektir.

Firma görüşmeleri "Made in EU" yaklaşımının Türkiye açısından farklı senaryolar altında pazar ve üretim kaybı riski taşımasının yanı sıra mevcut ticari engellerin azalması fırsatı da taşıdığını ortaya koymaktadır. Bu aşamada temel belirsizlik, yaklaşımın hangi sektörleri ve ürünleri kapsayacağı kadar Türkiye'nin nasıl konumlandırılacağıdır. Konu, başta otomotiv ana ve yan sanayisi olmak üzere imalat sanayisi açısından önemli bir belirsizlik ve risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda, 16 Ekim 2026 tarihinde Fransa ve Almanya tarafından yapılan açıklamalar yasanın nihai kapsamına ilişkin belirsizlikleri artıran bir gelişme olarak görülmüştür.

Bu belirsizlikler altında, otomotiv yan sanayi firmaları, Türkiye'de üretim yapan ana sanayi firmalarının faaliyetlerini Avrupa'ya taşıması hâlinde tedarikçilerin de bu değişimden etkileneceğine dair kaygılarını iletmektedir. Şirketler bu olasılığa karşı Avrupa'da montaj tesisi kurma, yerel üreticilerle iş birliği yapma veya şirket satın alma seçeneklerini değerlendirmektedir. Saha bulguları, üretim faaliyetlerinin henüz kesin olarak yer değiştirmediğini; ancak firmaların olası mevzuat değişikliklerine karşı proaktif alternatifler geliştirdiğini ortaya koymaktadır. Diğer taraftan firmalar, Avrupa üretim zincirindeki bütünleşik yapı nedeniyle Türkiye'nin dışarıda bırakılmasının Avrupa açısından da olumsuz sonuçlar doğuracağının altını çizmektedir.

Sonuç olarak, "Made in EU" yaklaşımı Türkiye açısından yalnızca ihracat pazarlarına erişimi etkileyecek bir unsur olarak değil, aynı zamanda üretim, yatırım ve tedarik zincirlerinin geleceğini etkileyebilecek bir dönüşüm alanı olarak değerlendirilmektedir. Bu çerçevede reel sektör, düzenlemenin nihai kapsamı ve uygulanma koşullarına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmektedir. Ayrıca firmalar, Türkiye açısından mevcut ticari ilişkilerin korunmasının ve geliştirilmesinin önemine vurgu yapmaktadır.

Kutu 2.4

Çin ile Ortak İhracat Pazarlarında Türkiye'nin Pazar Payı Performansı

Geniş bir ürün yelpazesinde rekabetçi fiyatlarla ihracat yapan Çin, birçok ülke gibi Türkiye açısından da dış pazarlarda önemli bir rakip olarak görülmektedir. Bu kutuda, pandemi sonrası dönemde Türkiye'nin Çin ile ortak pazarlarda pazar payı ve ihracat gelişimi incelenmektedir. Bu kapsamda, Türkiye'nin ihracatındaki değişim ürün-ülke düzeyinde talep ve pazar etkilerine ayrıştırılmakta, Türkiye'nin pay kazanım ve kayıpları Çin'in aynı pazarlardaki pay değişimleriyle birlikte değerlendirilmektedir.

Analizde UN Comtrade veri tabanındaki ithalatçı ülke beyanları kullanılarak Türkiye'nin 2021-2025 döneminde Harmonize Sistem (HS) dört ürün düzeyindeki ihracat pazarları belirlenmiştir.

2021-2025 dönemindeki ihracat değişimi $\alpha^{\mathrm{TR}}_{i,c,2025}M_{i,c,2025} - \alpha^{\mathrm{TR}}_{i,c,2021}M_{i,c,2021}$ ifadesine $\alpha^{\mathrm{TR}}_{i,c,2021}M_{i,c,2025}$ teriminin eklenip çıkarılmasıyla, talep (pazar büyümesi) etkisi ve pazar payı etkisi olmak üzere iki bileşene ayrılabilir:

$$\Delta X^{\mathrm{TR}}_{i,c} = \underbrace{\alpha^{\mathrm{TR}}_{i,c,2021} \cdot \Delta M_{i,c}}_{\text{Talep etkisi}} + \underbrace{\left(\alpha^{\mathrm{TR}}_{i,c,2025} - \alpha^{\mathrm{TR}}_{i,c,2021}\right) \cdot M_{i,c,2025}}_{\text{Pazar payı etkisi}}$$

Burada $\alpha^{\mathrm{TR}}_{i,c,t} = X^{\mathrm{TR}}_{i,c,t}/M_{i,c,t}$, c ülkesinin i ürünü ithalatında Türkiye'nin t yılındaki payını; $M_{i,c,t}$ ilgili pazarın toplam ithalatını; $\Delta X^{\mathrm{TR}}_{i,c} = X^{\mathrm{TR}}_{i,c,2025} - X^{\mathrm{TR}}_{i,c,2021}$ ve $\Delta M_{i,c} = M_{i,c,2025} - M_{i,c,2021}$ ise dönem içindeki değişimleri göstermektedir. Talep etkisi, Türkiye 2021 yılındaki payını koruması durumunda pazarın büyümesiyle elde edeceği ihracat artışını, pazar payı etkisi ise payın değişmesinden kaynaklanan ihracat değişimini ölçmektedir.

Tablo 1 Türkiye'nin Çin ile ortak pazarlarındaki ihracat değişiminin kaynaklarını ayrıştırmaktadır. 2021-2025 döneminde ihracat 36,9 milyar dolar artmıştır. Bu artışın 8,3 milyar doları pazar payı, 28,6 milyar doları ise talep kaynaklı gerçekleşmiştir. Pazar payı kazanılan ürünlerde ihracat pay artışı kaynaklı olarak 55,3 milyar dolar artarken talep artışı da ihracat artışına 10,8 milyar dolar katkıda bulunmuştur. Pazar payı kaybedilen ürünlerde ise pay kaybı ihracatta 47 milyar dolar azalmaya neden olurken talep artışı ihracattaki gerilemeyi 17,8 milyar dolar sınırlamıştır.

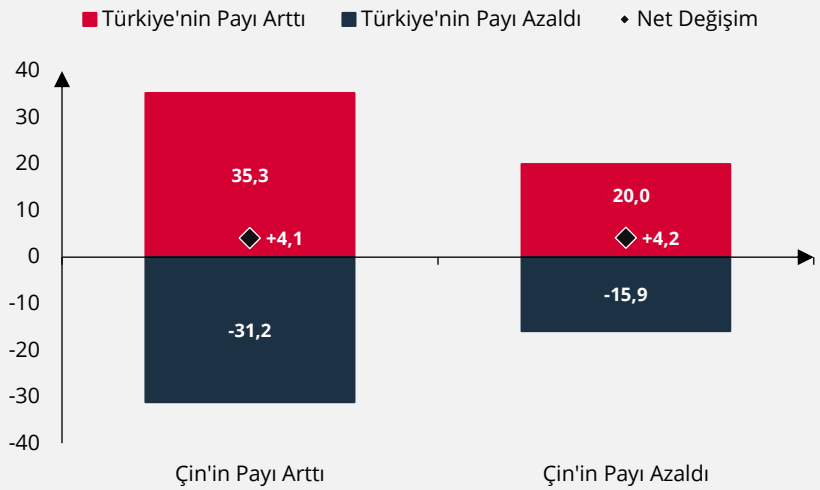
Tablo 1: Türkiye'nin İhracat Değişiminin Talep ve Pazar Payı Bileşenlerine Ayrıştırılması* (Milyar ABD Doları)

Pazar Payı	İhracat	İhracat Değişimi	Talep Kaynaklı Değişim	Talep Kaynaklı Toplam Değişim	Pazar Payı Kaynaklı Değişim	Pazar Payı Kaynaklı Toplam Değişim
Arttı	Arttı	67,1	12,6	10,8	54,5	55,3
	Azaldı	-1,0	-1,8		0,8	
Azaldı	Arttı	7,1	14,1	17,8	-7,0	-47,0
	Azaldı	-36,3	3,7		-40,0	
Toplam		**36,9**	**28,6**	**28,6**	**8,3**	**8,3**

* Türkiye veya Çin'in 2021 ve 2025 yıllarında ihracat yapmadığı ürün-ülke pazarları ile kıymetli metal ve taşları kapsayan HS 71 faslı hesaplama dışında bırakılmıştır.

Çin'in pazar payı değişimlerinin Türkiye'nin ihracatıyla ilişkisini daha detaylı görmek amacıyla, pazar payı kaynaklı değişim, ihracat pazarları iki ülkenin pay değişimlerine göre sınıflandırılarak incelenmiştir (Grafik 1). Çin'in kazandığı Türkiye'nin ise kaybettiği pazarlarda pay değişimi ihracatta 31,2 milyar dolarlık bir gerilemeye neden olmuştur. Bununla birlikte, Çin'in kazandığı birçok pazarda Türkiye de payını artırmış ve bu artış ihracata 35,3 milyar dolar katkıda bulunmuştur. Net olarak bakıldığında Çin'in pay kazandığı pazarlarda Türkiye'de payını yükseltmiş ve bu sayede ihracat 4,1 milyar dolar artmıştır. Diğer bir ifadeyle Çin'in pay kazanımı nette Türkiye'nin ihracat kaybına neden olmamıştır. Öte yandan Çin bazı pazarlarda da kayıplar yaşamıştır. Bu pazarlarda Türkiye nette pay kazanmış ve bu kazanım ihracat artışına 4,2 milyar dolar destek vermiştir.

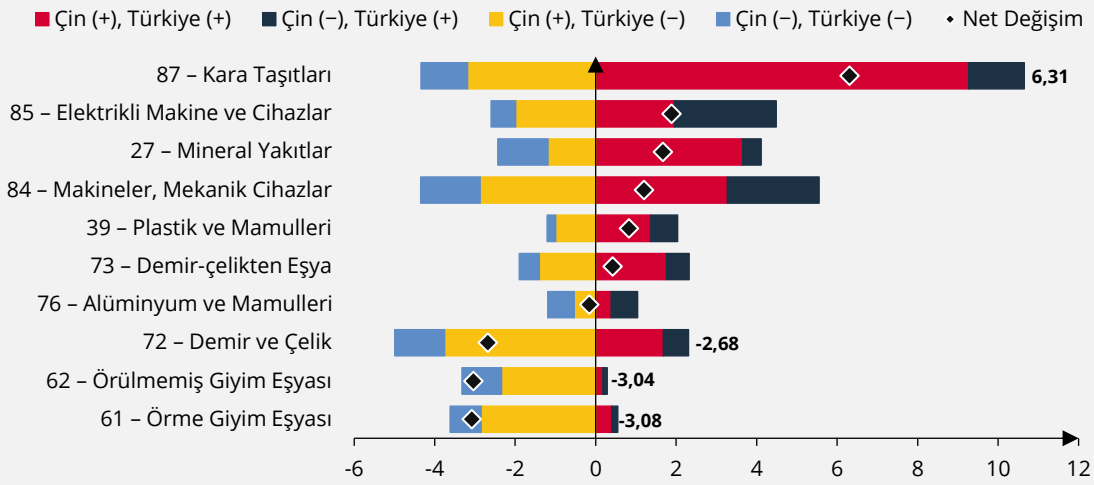
Grafik 1: Çin'in Pazar Payı Değişimine Göre Türkiye'nin Pazar Payı Kaynaklı İhracat Değişimi (Milyar ABD Doları)



Kaynak: UN Comtrade, yazar hesaplamaları.

Toplam ihracattaki pozitif görünümle birlikte sektörler arasında önemli farklılaşmalar bulunmaktadır. İhracatı en yüksek ilk 10 ürün grubuna bakıldığında, Çin'le ortak pazarlarda giyim eşyası ve demir-çelik ihracatı pay kaybı nedeniyle önemli miktarda gerilemiştir (Grafik 2). Örme ve örülmemiş giyim eşyasında toplam net kayıp 6,1 milyar dolar, demir ve çelikte ise 2,7 milyar dolardır. Bu fasıllarda kayıpların büyük kısmı Çin'in de pay kazandığı pazarlarda yaşanmıştır. Buna karşılık kara taşıtları başta olmak üzere elektrikli cihazlar ve makine ürünlerinde önemli oranda pazar payı kazanımları gerçekleşmiştir.

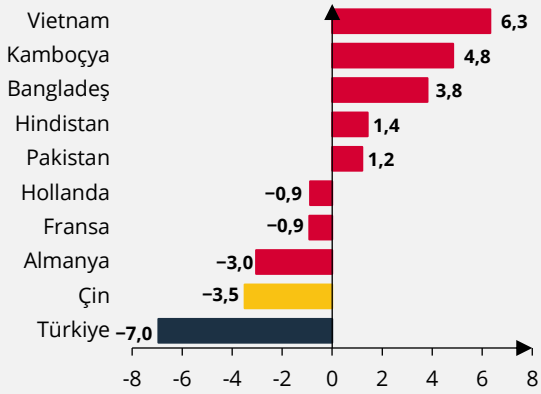
Grafik 2: Seçilmiş Fasıllarda Türkiye'nin Pazar Payı Kaynaklı İhracat Değişimi (Milyar ABD Doları)



Kaynak: UN Comtrade, yazar hesaplamaları.

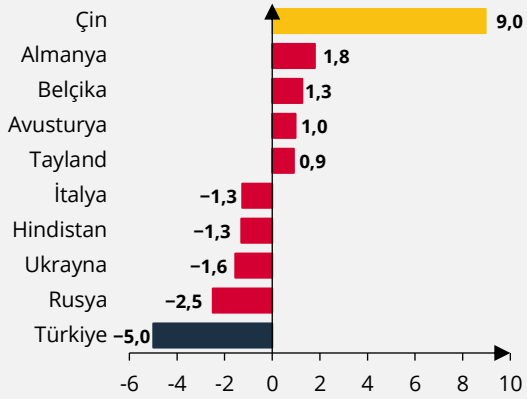
Son olarak giyim ve demir çelik sektörlerinde pay kaybı yaşanan pazarlarda, Çin'in pazar payı değişiminden bağımsız olarak, diğer ülkelerin pay değişimleri incelenmiştir. Giyimde Türkiye'nin pay kaybettiği ürün-ülke pazarlarında en fazla pay kazanan ülkeler Vietnam (6,3 milyar dolar), Kamboçya (4,8 milyar dolar) ve Bangladeş (3,8 milyar dolar) olmuş; Hindistan ve Pakistan bu ülkeleri izlemiştir (Grafik 3). Çin ise söz konusu pazarların toplamında 3,5 milyar dolarlık pazar payı kaynaklı kayıp yaşamıştır. Dolayısıyla giyimdeki kayıplar, Çin'den daha çok Güney ve Güneydoğu Asya üreticileriyle yaşanan rekabeti yansıtmaktadır. Demir ve çelikte ise Türkiye'nin pay kaybettiği pazarlarda en büyük kazanım 9,0 milyar dolarla Çin'e aittir (Grafik 4).

Grafik 3: Giyim Ürünlerinde Ülkelerin Pazar Payı Kaynaklı Değişimleri* (2021-2025, Milyar ABD Doları)



Kaynak: UN Comtrade, TCMB yazar hesaplamaları.
* Kayıp yaşanan ürün-ülke düzeyindeki pazarlar dikkate alınmış, ürün seviyesinde pazar kazançları ile netleştirme yapılmamıştır.

Grafik 4: Demir-Çelik Ürünlerinde Ülkelerin Pazar Payı Kaynaklı Değişimleri* (2021-2025, Milyar ABD Doları)



Kaynak: UN Comtrade, yazar hesaplamaları.
* Kayıp yaşanan ürün-ülke düzeyindeki pazarlar dikkate alınmış, ürün seviyesinde pazar kazançları ile netleştirme yapılmamıştır.

Özetle, pandemi sonrası dönemde Türkiye Çin ile ortak ihracat pazarlarında payını genel olarak korumuş ve Çin'in pay kazandığı pazarlarda da dahil net pazar payı kazanımı sağlamıştır. Kayıplar ise belirli sektörlerde yoğunlaşmaktadır: giyimde rekabet baskısı ağırlıklı olarak Güney ve Güneydoğu Asya ülkelerinden, demir-çelikte ise Çin'den kaynaklanmaktadır. Bu bulgular, Çin rekabetinin Türkiye'nin toplam ihracat performansı üzerindeki etkisinin sınırlı kaldığına, ancak sektörel düzeyde yakından izlenmesi gerektiğine işaret etmektedir.

Kaynakça

ECB (2005). Competitiveness and Export Performance of the Euro Area. Occasional Paper No.30.

Kutu 2.5

Konut Kredisi Borç Yükündeki Azalmanın Tüketime Etkisi

Türkiye'de konut kredileri ağırlıklı olarak sabit faizlidir. Kredi taksitlerinin sözleşme tarihinde nominal olarak belirlenmesi, beklenmedik ölçüde yüksek enflasyon dönemlerinde mevcut borçluların reel borç ve borç servisi yükünü azaltmaktadır. İktisat yazınında enflasyonun nominal varlık ve borç pozisyonları üzerinden borç verenlerden borçlulara servet aktardığı (Doepke ve Schneider, 2006) ve borçlu haneler lehine gerçekleşen bu yeniden dağılımın toplam tüketimi ve para politikasının aktarımını etkileyebildiği (Auclert, 2019) gösterilmiştir.

Türkiye'de 2021 sonrasında enflasyonun belirgin biçimde yükseldiği dönem, bu mekanizmanın tüketim üzerindeki etkilerini incelemek için uygun bir ortam sunmaktadır. Türkiye için Hacıhasanoğlu vd. (2025), bu dönemde reel borç yükündeki azalmanın tüketim için kullanılabilir kaynakları artırdığına dikkat çekmektedir. Bu kutudaki analiz, yüksek enflasyon ortamında konut kredisi borcu bulunan ev sahiplerinin tüketim eğilimlerini inceleyerek reel borç yükündeki azalmadan kaynaklanan net servet etkisine ilişkin ampirik bulgular sunmayı amaçlamaktadır. Söz konusu etki, konut kredisi borcu bulunan ve bulunmayan ev sahiplerinin tüketim seyri karşılaştırılarak değerlendirilmektedir.

Veri ve Yöntem

Analizde, 2016–2025 dönemine ait Hanehalkı Bütçe Anketi (HBA) yıllık kesit verileri kullanılmıştır.[1] Örneklemdeki hanelerin yüzde 57'si ev sahibi olup bu hanelerin yüzde 16'sının konut kredisi borcu bulunmaktadır. Bağımlı değişken, izafi ve gerçek kira hariç tutularak hesaplanan hanehalkı reel tüketim harcamalarıdır. Nominal tüketim harcamaları, 4 basamaklı COICOP sınıflamasındaki TÜFE alt endeksleri ve her hanenin harcama ağırlıkları kullanılarak oluşturulan haneye özgü fiyat endeksleriyle reelleştirilmiştir.

Analizde karşılaştırılan grupların mümkün olduğunca benzer özellikler taşımasını sağlamak amacıyla örneklem ev sahibi hanelerle sınırlandırılmıştır. Bu kapsamda, konut kredisi borcu olan ve olmayan ev sahiplerinin tüketim eğilimleri karşılaştırılmıştır. Her iki grubun da konut fiyatlarındaki artıştan kaynaklanan servet etkisine maruz kalması, tüketim eğilimlerindeki farklılaşmanın reel borç yükündeki azalma kanalıyla ilişkilendirilmesine imkan tanımaktadır. Bu çerçevede aşağıdaki denklem tahmin edilmiştir:

$$T_{it} = \alpha + \theta KBB_{it} + \sum_{j} \beta_j (KBB_{it} \times 1\{Yıl = j\}) + \delta_{t \times f(i)} + \mu_{g(i)} + \lambda_{t \times m \times r} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Denklemde *i* haneyi, *t* zamanı, *m* ayı, *r* bölgeyi göstermektedir. *T* değişkeni reel tüketimin doğal logaritmasını ifade etmektedir. *KBB* değişkeni kredi borcu bulunan ev sahiplerini tanımlarken kontrol grubunu kredi borcu bulunmayan ev sahipleri oluşturmaktadır. β katsayıları, iki grubun logaritmik tüketim düzeyleri arasındaki farkın yıllar itibarıyla nasıl değiştiğini göstermektedir. Modelde hane reisinin yaş, eğitim ve cinsiyet gruplarının etkileşiminden oluşan sabit etkiler ile hane büyüklüğü ve hane reisinin ücretli çalışma durumu kontrol edilmektedir ($\mu_{g(i)}$). Ayrıca yaş ve eğitim gruplarının yıl ile etkileşimleri ($\delta_{t \times f(i)}$) ve yıl × ay × bölge sabit etkileri ($\lambda_{t \times m \times r}$) modele dahil edilmiştir.[2]

[1] 2020 ve 2021 dönemlerinde anket uygulanmadığı için bu dönemlere ait veri bulunmamaktadır.

[2] HBA kapsamında hanelerin son 12 ayda elde ettikleri yıllık gelir sorulmaktadır. Anketlerin yılın farklı aylarında gerçekleştirilmesi nedeniyle gelirlerin referans dönemleri farklılaşmaktadır. Bu farklılığı gidermek amacıyla gelirler, tüketici fiyat endeksindeki değişimler kullanılarak yıl sonu fiyat düzeyine taşınmaktadır. Veri setinde bölge ve ay bilgileri doğrudan bulunmamakla birlikte, söz konusu endeks değerlerinden hareketle oluşturulan kukla değişkenler aracılığıyla ay ve bölge kontrolleri modele dahil edilebilmektedir.

Toplam tüketimin yanı sıra mal grupları bazındaki tüketim eğilimlerini incelemek amacıyla aynı denklem Poisson sözde en çok olabilirlik (PPML) yöntemi kullanılarak tahmin edilmiştir. Bu yöntem,bağımlı değişkenin logaritmik dönüşümünü gerektirmemesi sayesinde sıfır harcamaları içeren gözlemlerin analizde korunmasına olanak tanımaktadır. Dayanıklı mallar ve hizmet gruplarında hanelerin tüketim harcamalarının sıfır olabilmesi nedeniyle PPML yöntemi tercih edilmiştir.

Bulgular

Tablo 1, konut kredisi borçluluğu ile yıl etkileşimlerine ilişkin tahmin sonuçlarını sunmaktadır. Baz yılı 2016 olup, ilk iki sütunda toplam tüketim, izleyen sütunlarda ise sırasıyla dayanıksız, yarı dayanıklı, dayanıklı ve hizmet gruplarına ilişkin tahminler yer almaktadır. Tablonun alt bölümünde, konut kredisi borcu bulunan ve bulunmayan ev sahipleri arasındaki tüketim farkının 2022-2025 döneminde 2017-2019 dönemine kıyasla anlamlı bir şekilde değişip değişmediğine ilişkin testin p-değerleri raporlanmaktadır.

Tablo 1: KKB × Yıl Etkileşimleri, Harcama Gruplarına Göre (Baz Yıl: 2016)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Toplam		Dayanıksız	Yarı Dayanıklı	Dayanıklı	Hizmet
	OLS	*PPML*	*PPML*	*PPML*	*PPML*	*PPML*
KKB	-0,011	-0,030	-0,111***	-0,060*	0,043	0,015
	(0,021)	-0,027	(0,021)	(0,034)	(0,087)	(0,040)
KKB × 2017	0,038	0,048	0,040	0,059	-0,000	0,077
	(0,032)	(0,042)	(0,028)	(0,048)	(0,137)	(0,059)
KKB × 2018	0,034	0,031	0,029	0,089*	-0,028	0,044
	(0,033)	(0,042)	(0,029)	(0,046)	(0,153)	(0,063)
KKB × 2019	0,025	0,045	0,052*	0,075	-0,013	0,075
	(0,032)	(0,041)	(0,027)	(0,048)	(0,147)	(0,057)
KKB × 2022	0,113***	0,149***	0,091***	0,165***	0,014	0,267***
	(0,033)	(0,046)	(0,032)	(0,055)	(0,126)	(0,070)
KKB × 2023	0,150***	0,180***	0,091***	0,165***	0,295*	0,124*
	(0,042)	(0,054)	(0,031)	(0,057)	(0,166)	(0,069)
KKB × 2024	0,158***	0,182***	0,113***	0,177***	0,225*	0,173***
	(0,037)	(0,046)	(0,030)	(0,068)	(0,118)	(0,063)
KKB × 2025	0,072**	0,056	0,078**	0,105*	0,004	0,023
	(0,036)	(0,043)	(0,034)	(0,056)	(0,132)	(0,053)
Gözlem	56448	56448	56457	56457	56358	56457
Test: $\beta_{2022\text{-}25\ ort.} = \beta_{2017\text{-}19\ ort.}$						
p-değeri	0,000	0,0002	0,0013	0,0115	0,0833	0,0220

Kaynak: HHB 2016-2015 HBA, yazarların hesaplamaları.
Not: Bağımlı değişken: (1)-(2) toplam tüketim; (3)–(6) ilgili harcama grubu. KKB: konut kredisi borcu olan ev sahibi. Tüm modeller sabit etkileri ve kontrolleri içerir. Parantez içinde yilxayxbölge düzeyinde kümelenmiş standart hatalar. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1.

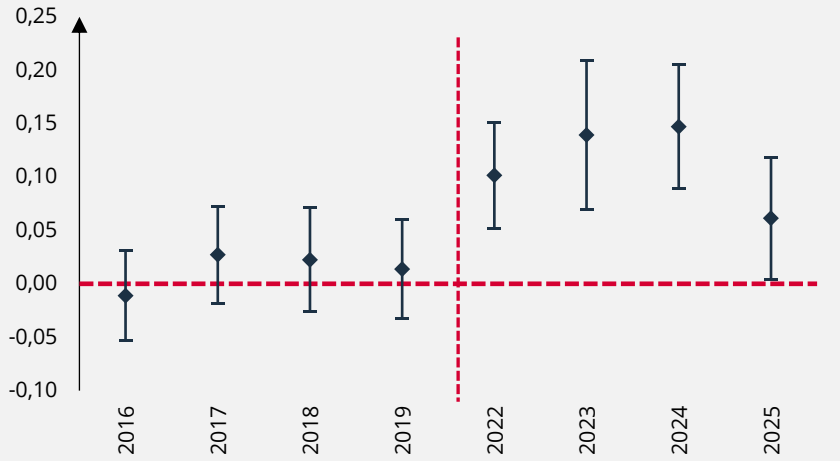
Grafik 1, konut kredisi bulunan ve bulunmayan ev sahipleri arasındaki toplam tüketim farkını; Grafik 2 ise bu farkın harcama gruplarına göre yıllar içindeki seyrini göstermektedir.

Tahmin sonuçları, 2021 sonrasında konut kredisi borcu bulunan ev sahiplerinin tüketiminin, kredi borcu bulunmayan ev sahiplerine kıyasla belirgin biçimde arttığına işaret etmektedir. İki grup arasındaki tüketim farkı 2016-2019 döneminde görece istikrarlı seyrederken 2022 yılından itibaren açılmış ve 2024 yılında yaklaşık yüzde 16'ya ulaşmıştır (Grafik 1). Her iki grubun da konut fiyatlarındaki artıştan kaynaklanan servet etkisine maruz kalması, gözlenen ayrışmanın reel borç yükündeki azalma ile ilişkili olabileceğini düşündürmektedir.

Harcama grupları bazında incelendiğinde, 2022 sonrasında konut kredisi borcu bulunan ev sahiplerinin göreli tüketimindeki artışın dayanıksız ve yarı dayanıklı mallar ile hizmetlerde belirgin olduğu görülmektedir (Grafik 2). Dayanıklı mallarda ise bulgular daha az kesin olup yalnızca 2023 ve 2024 yıllarında yüzde 10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. 2025 yılında göreli tüketim farkı tüm harcama gruplarında daralırken hizmetler ve dayanıklı mallarda istatistiksel olarak anlamlılığını kaybetmektedir.

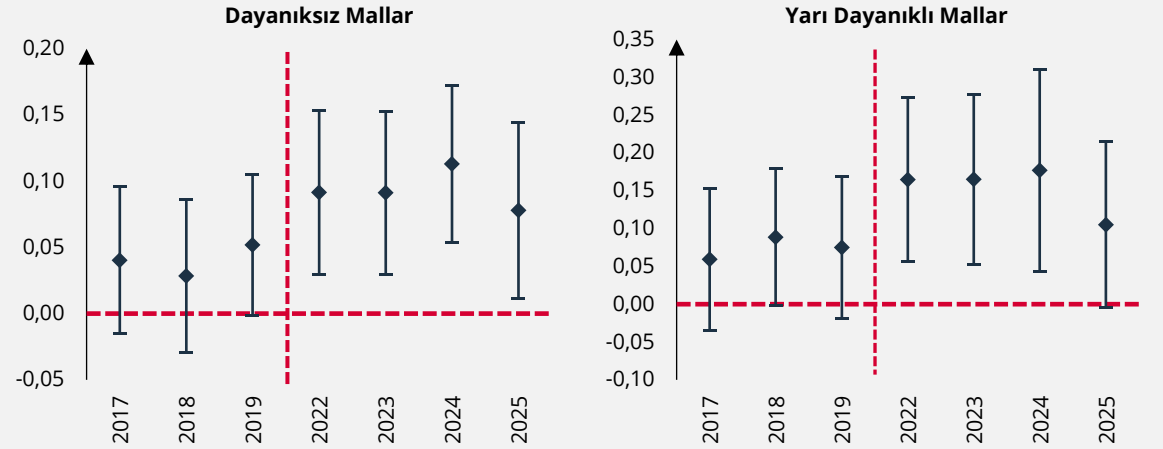
Bulgular, yüksek enflasyon döneminde hanehalkı tüketim eğilimlerinin borçluluk yapısına göre farklılaştığına işaret etmektedir. Sabit faizli konut kredisi borçlarının reel değerindeki azalmanın yarattığı net servet etkisi, ilgili dönemde borçlu hanelerin tüketimini destekleyen bir kanal olarak öne çıkmaktadır. Söz konusu etkinin zamanla zayıflaması, para politikasının tüketim üzerindeki etkilerinin daha net gözlenmesine katkı sunmaktadır.

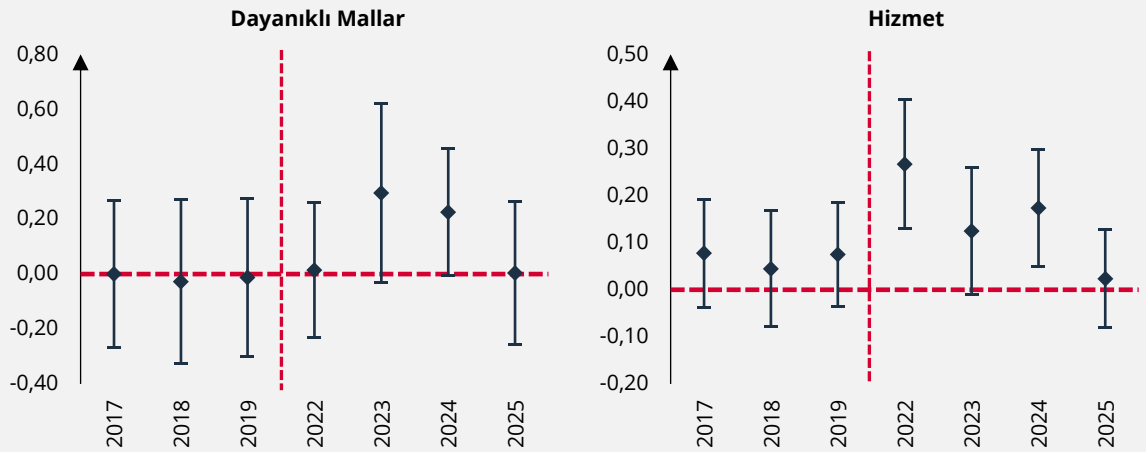
Grafik 1: Kredi Borcu Olan ve Olmayan Ev Sahipleri Arasındaki Tüketim Farkı (Göreli Tüketim, Logaritmik Fark)



Kaynak: HBA 2016–2025, yazarların hesaplamaları.
Not: Grafikteki değerler kredi borcu olan ev sahipleri için tahmin edilen ortalama marjinal etkileri yüzde 95 güven aralıkları ile birlikte göstermektedir ($\theta+\beta_j 1\{Yıl=j\}$; j=2017,..,2025; Tablo 1, sütun(1)). Kontrol grubu: kredi borcu olmayan ev sahipleri.

Grafik 2: Harcama Gruplarına Göre Kredi Borcu Olan ve Olmayan Ev Sahipleri Arasındaki Tüketim Farkı (Göreli Tüketim, Logaritmik Fark)





Kaynak: HBA 2016–2025, yazarların hesaplamaları.
Not: Grafikteki değerler KKB × yıl katsayıları ve yüzde 95 güven aralıklarını göstermektedir (Tablo 1, sütunlar (3)-(6)).

Kaynakça

Auclert, A. (2019). Monetary Policy and the Redistribution Channel. American Economic Review, 109(6), 2333–2367.

Doepke, M. ve Schneider, M. (2006). Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth. Journal of Political Economy, 114(6), 1069–1097.

Hacıhasanoğlu, E. S., Yavuzarslan, N. ve Yılmaz, E. (2025). Konut Kredisi Kaynaklı Nakit Akışı Kanalının Hanehalkı Tüketimine Etkisi. Ekonomi Notları No. 25/16, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

2026 yılının ikinci çeyreğinde yurt içi talepteki zayıf seyir belirginleşmiş, talep koşulları dezenflasyon sürecini desteklemeye devam etmiştir. İkinci çeyrek milli gelir verileri, özel tüketim ve toplam yatırımların yıllık büyümeye katkısının önceki çeyreğe kıyasla azaldığını göstermektedir. Çeyreklik bazda özel tüketimdeki gerileme derinleşirken yatırımlar yatay seyretmiş, ihracattaki artış ve ithalattaki azalışla net ihracat çeyreklik büyümeye pozitif katkı sağlamıştır. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler, altın hariç perakende satışlardaki büyümenin yavaşlaması, otomobil satışlarının gerilemesi ve kart harcamalarının yatay seyretmesiyle birlikte iç talepteki zayıflığın sürdüğünü göstermektedir. Ekim ayı anket verileri, firma görüşmelerinden edinilen bilgiler ve son dönemde bireysel kredi büyümesinde gözlenen belirgin yavaşlama da bu görünümü teyit etmektedir. Tamamlayıcı göstergeler, işgücü piyasasının manşet işsizlik oranının ima ettiğinden daha az sıkı olduğuna işaret etmektedir. Bu çerçevede, üçüncü çeyreğe ilişkin çıktı açığı tahmini önceki Rapor dönemine göre değişmemiş olup talep koşullarının dezenflasyonu desteklemeye devam ettiği değerlendirilmektedir (Tablo 3.1.1).

Tüketici enflasyonu ekim ayında yüzde 29,8'e gerilemekle birlikte bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin sınırlı bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Jeopolitik gelişmelerin yol açtığı enerji fiyat artışları enflasyon görünümünü olumsuz etkilemiştir. Son üç aylık dönemde enerji grubunun yıllık tüketici enflasyonuna katkısı artarken diğer ana grupların katkıları gerilemiştir. Olumlu arz koşullarıyla taze meyve ve sebze enflasyonunda üçüncü çeyrekteki belirgin gerileme ve işlenmiş gıda enflasyonundaki yavaşlama dezenflasyonu desteklemiştir. Enerji grubunda ise uluslararası fiyatlardaki yükseliş, rafineri marjlarındaki artış ve eşel mobil sisteminden kademeli çıkış akaryakıt fiyatlarını yukarı yönlü etkilemiştir. Bununla birlikte, eşel mobil sisteminden kademeli çıkılması, vergi ayarlamalarının akaryakıt fiyatlarına yansımasını zamana yaymıştır. Üniversite ücretlerindeki artışlar ise geçen yıla göre yavaşlamakla birlikte öngörülerin üzerinde gerçekleşmiştir. Zayıf iç talep ve Türk lirasının ılımlı seyri, arz yönlü maliyet baskılarının fiyatlara yansımasını sınırlamaya devam etmektedir. Bu çerçevede, jeopolitik gelişmelerin enerji maliyetleri üzerinden beklentiler ve fiyatlama davranışlarında oluşturabileceği ikincil etkiler yakından takip edilmektedir.

Enflasyonun ana eğilimi, üçüncü çeyrekteki gerilemenin ardından ekim ayında yatay seyretmiştir. Ana eğilim göstergeleri arasındaki farkın belirgin şekilde daralması ve B endeksini oluşturan temel mal, işlenmiş gıda ve hizmet gruplarında üç aylık enflasyonun önceki Rapor dönemine göre yavaşlaması, son dönemdeki olumlu seyri teyit etmektedir. Tek seferlik etkileri dışlayan ve daha uzun vadeli enflasyon eğilimini yansıtan trend enflasyon göstergesi de son üç ayda gerilemiştir. Hizmet enflasyonunun mevsimsellikten arındırılmış eğilimi yavaşlarken geçmiş dönemde yüksek atalet sergileyen kira enflasyonunda belirgin iyileşme gözlenmiştir. Talep koşullarına duyarlı hizmet kalemlerinde de dezenflasyon sürmüştür. Bu gelişmeler, hizmet fiyatlarındaki ataletin azalmasının dezenflasyon sürecini desteklediğine işaret etmektedir. Sürecin kalıcılığı açısından fiyatlama davranışlarındaki iyileşmenin devamı önem taşımaktadır.

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2026-II	2026-III
Çıktı Açığı	-1,3	-1,6
(Yüzde)	(-1,3)	(-1,6)
Tüketici Enflasyonu**	31,8	29,8
(Yıllık % Değişim)	(31,8)	(29,5)
B Endeksi Enflasyonu**	31,0	28,5
(Yıllık % Değişim)	(31,0)	(28,9)

* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki değerleri göstermektedir.
** 2026-II 2026 yılı temmuz, 2026-III ise 2026 yılı ekim enflasyonunu göstermektedir.

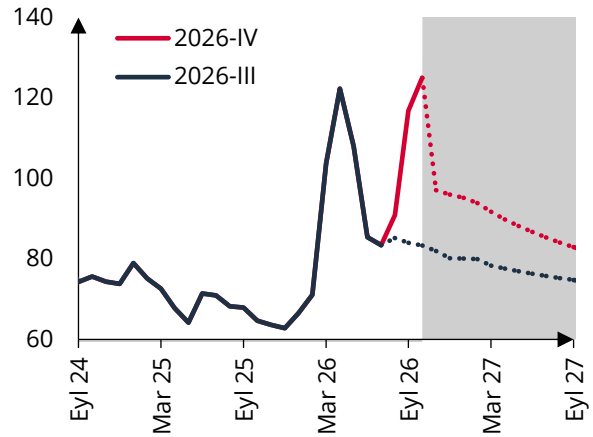
Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

ABD/İsrail-İran Savaşı'na ilişkin belirsizlikler sürerken küresel büyüme savaşın ilk aylarındaki öngörülere göre daha dirençli seyretmiş, aşağı yönlü riskler ise canlılığını korumuştur. Enerji arzındaki aksaklıklar ve artan taşımacılık maliyetleri iktisadi faaliyet üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir. Öte yandan, yapay zekâ yatırımlarının küresel düzeyde büyümeye sağladığı destek savaşın olumsuz etkilerini kısmen sınırlamaktadır. Yılın ikinci ve üçüncü çeyreğine ilişkin veriler bazı ekonomilerde büyüme tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesine yol açarken savaşın ve yatırım kaynaklı talep artışının etkileri ülkeler arasında farklılaşmaktadır. Türkiye'nin dış talep görünümü ise çatışma bölgesine coğrafi yakınlığı ve bölge ülkeleriyle güçlü ticari bağları nedeniyle savaşın olumsuz etkilerine daha fazla maruz kalmaktadır. Bu çerçevede, Türkiye'nin ticaret ortaklarıyla olan ihracat ağırlıkları esas alınarak hesaplanan küresel büyüme endeksinin yıllık artış oranı varsayımı 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla yüzde 1,6 ve yüzde 2,5 olarak korunmuştur (Tablo 3.1.2).

Jeopolitik gelişmeler küresel finansal koşullar üzerindeki sıkılaştırıcı etkisini sürdürmüştür. Enerji fiyatlarındaki artışlar küresel enflasyon ve enflasyon beklentilerini yukarı yönlü etkilerken gelecek yıl dezenflasyonun önceki Rapor döneminde öngörülenden daha yavaş seyretmesi beklenmektedir. Çekirdek enflasyonun küresel ölçekte yatay seyretmesi, enerji kaynaklı fiyat artışlarının ikincil etkilerinin henüz sınırlı kaldığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, enerji arzındaki aksaklıklar ve maliyet baskıları ikincil etkilerin güçlenmesi riskini artırmaktadır. Fed ve ECB eylül ayında politika faizlerini artırırken gelecek yıla ilişkin piyasa fiyatlamalarında Fed'in faiz patikası belirgin şekilde yukarı yönlü güncellenmiş, ECB'ye ilişkin beklentilerdeki değişim ise görece sınırlı kalmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde de faiz artıran merkez bankalarının sayısı faiz indirenlerin sayısını aşmıştır. Rapor döneminde gelişmekte olan ülkelerden portföy çıkışları sürerken Türkiye'ye yönelik portföy girişleri ivme kaybetmiş ve dönem sonuna doğru çıkışlar gözlenmiştir. Bu çerçevede, enflasyon tahminleri küresel finansal koşulların sıkı seyrettiği bir görünüm esas alınarak oluşturulmuştur.

Küresel enerji arzına ilişkin risklerin artmasıyla petrol ve doğal gaz fiyatları önceki Rapor dönemine göre belirgin şekilde yükselmiştir. Hürmüz Boğazı üzerinden ham petrol ve LNG ihracatının normalleşmesine yönelik beklentilerin zayıflaması ve Körfez ülkelerinin petrol altyapısına yönelik saldırılar, enerji fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıları güçlendirmiştir. Kızıldeniz'de yeniden artan gerilim de taşımacılık ve sigorta maliyetlerini yükseltmiştir. LNG taşımacılığındaki kayıplar, altyapı tesislerindeki hasar ve Avrupa'da stokların tarihsel ortalamaların altına gerilemesiyle TTF doğal gaz fiyatları petrol fiyatlarına göre daha belirgin yükselmiştir. ABD seçimleri sonrası çatışmaların tekrar şiddetleneceği yönündeki beklentiler zayıflamakla birlikte fiyatlardaki oynaklık sürmektedir. Enerji dışı emtia fiyatları alt gruplar itibarıyla farklılaşırken olumsuz hava koşulları ve jeopolitik gelişmeler bazı tarımsal ürünlerde fiyat baskılarının sürmesine neden olmuştur. Bu çerçevede, ham petrol fiyatı varsayımları yukarı yönlü güncellenerek 2026 yılı için ortalama 97,2 ABD doları, 2027 yılı için 86,7 ABD doları olarak belirlenmiştir (Grafik 3.1.1). Enerji fiyatlarındaki yükselişle birlikte ithalat birim değer endeksinin yıllık ortalama değişim oranı varsayımı da yukarı yönlü güncellenerek 2026 yılı için yüzde 10,6, 2027 yılı için yüzde -0,1 olmuştur (Grafik 3.1.2 ve Tablo 3.1.2).

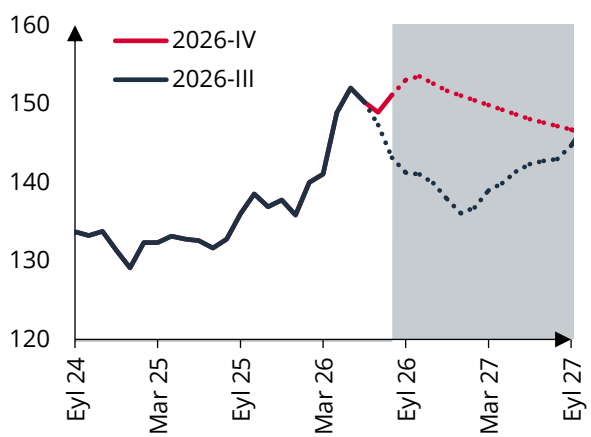
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



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 enflasyonu varsayımı 2026 ve 2027 yılları için yukarı yönlü güncellenmiştir. Rapor döneminde olumlu arz koşullarıyla taze meyve ve sebze enflasyonu belirgin şekilde gerilemiştir. İşlenmiş gıda enflasyonunun ana eğilimindeki yavaşlama da gıda enflasyonundaki düşüşü desteklemiştir. Ekim ayında ise tarladan seraya geçişin etkisiyle taze meyve ve sebze fiyatlarında artış gözlenmiştir. Bu grupta fiyatların oynak seyri, olumlu arz koşullarına rağmen gıda enflasyonu görünümüne ilişkin belirsizlikleri canlı tutmaktadır. Bitkisel üretim tahminlerinin bu yıl tarımsal üretimde artışa işaret etmesi ve dönem içinde açıklanan tarımsal alım fiyatları gıda fiyatlarına ilişkin görünümü desteklemektedir. Üretim destekleri ve ithalat düzenlemelerinin de arzı destekleyerek ve yem maliyetlerini sınırlayarak orta vadede gıda fiyatları üzerindeki baskıları hafifletebileceği değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, enerji ve taşımacılık maliyetlerinin yüksek seyri gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Bu çerçevede, gıda enflasyonu varsayımı 2026 yıl sonu için yüzde 28,5'ten yüzde 31,3'e, 2027 yıl sonu için ise yüzde 19,0'dan yüzde 24,0'e güncellenmiştir (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

	2026	2027
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,6 (1,6)	2,5 (2,5)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	97,2 (87,8)	86,7 (76,4)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	10,6 (6,9)	-0,1 (-0,4)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	31,3 (28,5)	24,0 (19,0)

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

Tahminler, makroekonomik politikaların orta vadede enflasyonu düşürmeye odaklı ve koordineli biçimde belirleneceği varsayımıyla oluşturulmuştur. Maliye politikasının dezenflasyon sürecini destekleyeceği ve kamu kontrolündeki yönetilen-yönlendirilen fiyatlar ile borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının ara hedeflerle uyumlu belirleneceği varsayılmıştır. Tahminlerde, benzin ve motorinde eşel mobil sisteminden kademeli çıkış takvimi ile diğer fiyat ve vergi düzenlemeleri dikkate alınmıştır. Ayrıca tahminler, OVP (2027-2029)'de ortaya konulan diğer ekonomi politikalarının para politikasıyla eşgüdüm içinde ve ara hedeflerle uyumlu olarak belirleneceği bir çerçeve esas alınarak oluşturulmuştur.

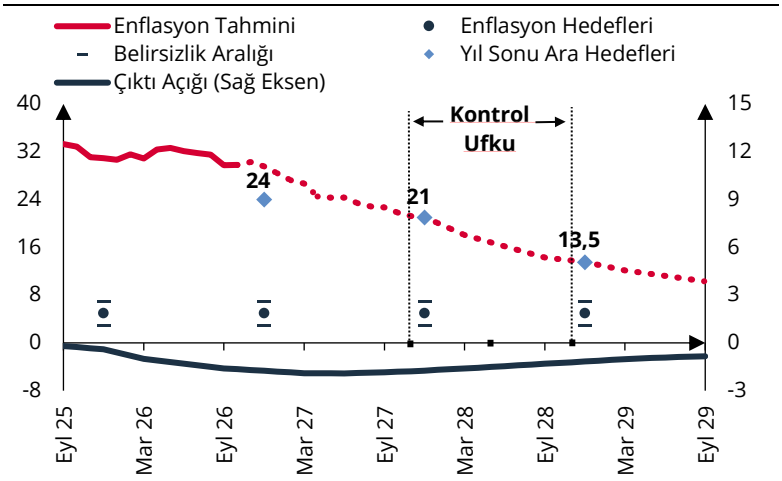
3.2 Orta Vadeli Görünüm

Enflasyon ara hedefi 2026 yılı için yüzde 24 olarak korunurken; 2027 ve 2028 yılları için yukarı yönlü güncellenmiştir. Bir önceki Rapor döneminden bu yana savaşın kalıcılığı yönünde beklentiler artmış ve makroekonomik çerçeve OVP (2027-2029) ile netleşmiştir. Bu durum özellikle 2027 ve sonrasına ilişkin enflasyon görünümünü etkilemektedir. Bu doğrultuda, enflasyon ara hedeflerinde güncelleme ihtiyacı doğmuştur. 2026 yılı ara hedefi yüzde 24 olarak korunurken 2027 yılı ara hedefi yüzde 15'ten yüzde 21'e, 2028 yılı ara hedefi ise yüzde 9'dan yüzde 13,5'e yükseltilmiştir.

Enflasyonun, 2026 yıl sonunda yüzde 29,5; 2027 yıl sonunda ise yüzde 21 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2028 yıl sonunda yüzde 13,5'e, 2029 yılında yüzde 9'a geriledikten sonra enflasyonun orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 3.2.1). TCMB, enflasyon gerçekleşmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini dikkate alarak ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği parasal sıkılığı sağlayacaktır.

Jeopolitik gelişmeler ve küresel enerji arzına ilişkin riskler, emtia fiyatlarındaki yüksek oynaklıkla birlikte belirsizlikleri yüksek tutmaya devam etmektedir. Şokların sıklığı ve niteliğindeki değişim nedeniyle tahmin aralığı yaklaşımının mevcut belirsizliği yeterince yansıtamadığı değerlendirmesiyle, ER 2026-II'de tahmin aralığı paylaşımına ara verilmiş ve öne çıkan risklerin betimsel olarak ifade edildiği bir çerçeveye geçilmiştir (ER 2026-II, Mercek Altı 3.1). Bu Rapor döneminde de söz konusu uygulama sürdürülmektedir.

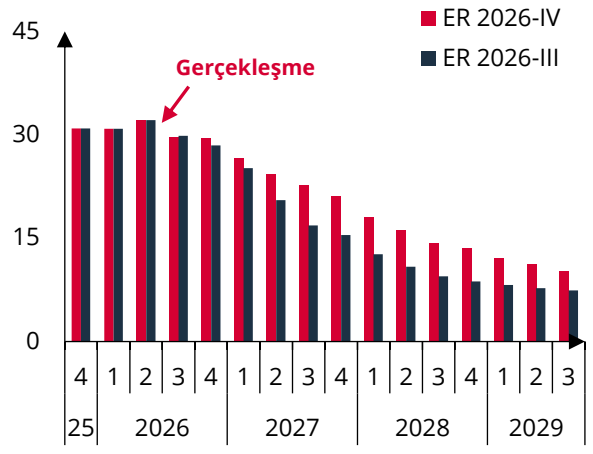
Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

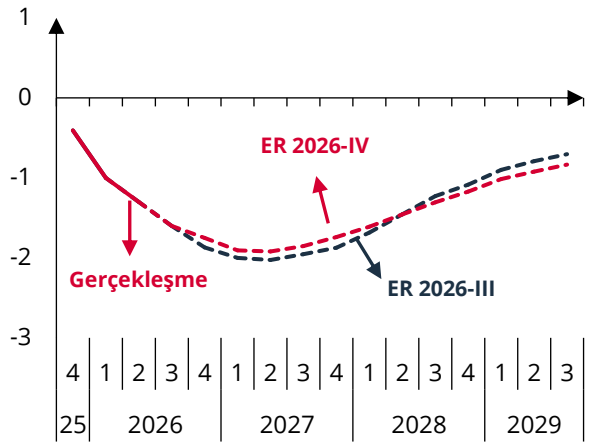
Enflasyon tahmin patikası yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 3.2.2). Tahminlerdeki güncellemede, savaş kaynaklı gelişmelerle Türk lirası cinsi ithalat fiyatları varsayımındaki artış belirleyici olmuştur. Savaşın seyrine ilişkin belirsizliklerin sürmesi ve enerji fiyatlarının, bir önceki Rapor dönemine göre daha uzun süre yüksek kalacağı beklentisi 2027 ve 2028 yıllarına ilişkin enflasyon tahminlerini de yukarı yönlü etkilemiştir. Gıda enflasyonu varsayımındaki güncelleme de tahmin patikasındaki yükselişe katkıda bulunmuştur. OVP (2027-2029)'de ortaya konulan makroekonomik çerçeve ve yönetilen-yönlendirilen fiyatlara ilişkin düzenlemeler de tahminlere yansıtılmıştır. Bunlara ilaveten, enflasyon tahmin patikasının yukarı yönlü güncellenmesinde öne çıkan bir diğer unsur da savaşın etkilerinin beklenenden kalıcı olması olmuştur. Bu durum enflasyon beklentilerinde önceki Rapor döneminde öngörülen iyileşmeyi sınırlamıştır. Finansal koşullardaki sıkılığın korunmasıyla yurt içi talebin önümüzdeki dönemde zayıf seyrini sürdürmesi beklenmektedir. Çıktı açığı patikası bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmekle birlikte tahmin ufku boyunca dezenflasyonu destekleyici seviyelerde kalmaktadır (Grafik 3.2.3). Sıkı para politikası duruşunun katkısıyla, enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin sürmesi ve fiyatlama davranışında geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin zayıflaması da dezenflasyon sürecini destekleyecektir. Bu görünüm altında, enflasyonun ana eğiliminde son dönemde gözlenen gerilemenin devam edeceği öngörülmektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini (%)



Kaynak: TCMB.

ABD/İsrail-İran Savaşı'nın yanı sıra küresel ekonomik görünüme ilişkin belirsizlikler finansal piyasalardaki oynaklığı yüksek tutmaktadır. Küresel enflasyon görünümündeki bozulmanın da etkisiyle finansal koşullardaki sıkılaşma sürmektedir. Eylül ayında yurt içi finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler ülke risk priminin bir önceki Rapor dönemine kıyasla yükselmesinde rol oynamıştır. TCMB, söz konusu gelişmelerin

hemen sonrasında makrofinansal istikrarı ve bankaların likidite yönetimini desteklemek amacıyla çeşitli tedbirler almıştır. TCMB'nin makrofinansal istikrarı destekleyici önlemleri ve sıkı para politikası duruşu, yurt içi ve küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların ülke risk primi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaktadır.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun fiyat istikrarı sağlanana kadar kararlılıkla sürdürüleceği ve ekonomi politikalarında eşgüdümün korunacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Enflasyon beklentilerinin kısa vadede ara hedeflere, orta vadede ise yüzde 5 hedefine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik önem taşımaktadır. Mevcut Rapor döneminde, daha önce mart ayı başında ara verilen bir hafta vadeli repo ihalelerine ağustos ayında tekrar başlanmış, böylece gecelik piyasa faiz oranları 300 baz puana yakın gerilemiştir. Enflasyonun ana eğilimindeki gerileme ve iç talepteki zayıf seyrin devam etmesi nedeniyle ekim ayında da bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı 100 baz puan indirilmiştir. Mevcut makroihtiyati politikalar parasal sıkılığı ve parasal aktarım mekanizmasını desteklemeye devam ederken; eylül ayında yurt içi finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler sonrasında alınan tedbirler makrofinansal istikrarın korunmasına yönelik olmuştur. Tahminler, ara hedefler gözetilerek para politikasının enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir çerçevede oluşturulmuştur. Bu bağlamda para politikasındaki sıkı duruşun korunduğu bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca tahmin döneminde, OVP (2027-2029)'de ortaya konulan, diğer ekonomi politikalarının para politikasıyla eşgüdüm içinde ve ara hedeflerle uyumlu olarak belirleneceği bir çerçeve esas alınmıştır.

Sıkı para politikası duruşu talep, beklenti ve kur kanalları üzerinden dezenflasyon sürecinin devamını sağlayacak, ekonomi politikaları arasındaki eşgüdüm ise süreci destekleyecektir. Finansal koşullardaki sıkılığın iç talep üzerindeki etkilerinin sürmesiyle çıktı açığının tahmin dönemi boyunca dezenflasyonu destekleyici seviyelerde kalacağı öngörülmektedir. Zayıf talep koşulları maliyet artışlarının fiyatlara ve beklentilere geçişini sınırlamaya devam ederken Türk lirasındaki ılımlı seyir ithal maliyet baskılarını hafifletmektedir. Arz şoklarıyla yükselen enflasyonun ana eğilimi son dönemde gerilerken sıkı parasal duruşun beklenti ve fiyatlama davranışlarındaki iyileşmeyi desteklemesiyle bu gerilemenin önümüzdeki dönemde sürmesi beklenmektedir. 2027-2029 dönemi OVP'de enflasyonla mücadelede para, maliye ve gelirler politikalarının güçlü eşgüdümünün sürdürüleceği, yönetilen-yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleriyle uyumunun artırılacağı ve geçmiş enflasyona endekslemenin azaltılacağı bir politika çerçevesi ortaya konulmuştur. Söz konusu çerçeve dezenflasyonun önümüzdeki dönemde destekleyicilerinden olacaktır. Bununla birlikte, önceki yılın kasım ve aralık aylarında sebze fiyatları kaynaklı düşük enflasyon gerçekleşmeleri nedeniyle, 2026 yılının kalanında baz etkilerinin yıllık enflasyonu yukarı yönlü etkilemesi beklenmektedir. Öte yandan, savaşın seyri ve jeopolitik gelişmelerin başta enerji olmak üzere uluslararası emtia fiyatları üzerindeki etkileri, 2027 yılı enflasyon görünümü açısından önemli bir belirsizlik unsuru olmaya devam edecektir.

3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Etki Kanalları

Önceki bölümde sunulan orta vadeli tahminler Para Politikası Kurulu'nun değerlendirmeleri ile tahmin dönemine ilişkin temel varsayımlar çerçevesinde oluşturulmuştur. Bununla birlikte, yurt içi ve küresel gelişmelerin söz konusu varsayımlardan farklılaşması halinde enflasyon görünümü ve buna bağlı olarak para politikası duruşu da değişebilecektir. Enflasyon görünümünü etkileyebilecek riskler ve bu risklerin olası etki kanalları Tablo 3.3.1'de özetlenmektedir. Bu çerçevede, baz senaryo etrafında Kurul tarafından öne çıkarılan riskler bu bölümde niteliksel olarak değerlendirilmiştir.

Enerji fiyatlarındaki gelişmeler, enflasyon görünümü açısından halen yukarı yönlü risklerin baskın olduğunu göstermektedir. Jeopolitik gelişmeler, petrol fiyatlarında ilave artış ve yüksek fiyat seviyelerinin kalıcılığı açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir. Ayrıca, arz yönlü kısıtlar doğal gaz fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel enerji fiyatlarının baz senaryoda öngörülenden yüksek seyretmesi, doğrudan etkilerinin yanı sıra ertelenmiş maliyet baskılarının üretici ve tüketici fiyatlarına yansımasını güçlendirebilecektir. Aşağı yönlü riskler açısından ise savaşın seyrine bağlı olarak petrol fiyatlarının varsayımların altında kalması mümkün olmakla birlikte, geçmiş deneyimler enerji fiyatlarındaki düşüşlerin tüketici fiyatlarına yansımasının artışlara kıyasla daha sınırlı kaldığını göstermektedir.

Gıda fiyatlarına ilişkin yukarı yönlü riskler öne çıksa da aşağı yönlü unsurlar varlığını sürdürmektedir. Savaş ve olumsuz hava koşullarının etkisiyle küresel gıda fiyatlarının baz senaryoda öngörülen seviyelerin üzerinde seyretmesi, gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecektir. Savaşın enerji, gübre ve

diğer tarımsal girdi maliyetleri üzerindeki etkilerinin sürmesi de yukarı yönlü riskleri artırmaktadır. Ayrıca, yönetilen-yönlendirilen kategorisindeki ürünlerde gerçekleşebilecek fiyat ayarlamaları da bu yöndeki riskleri artırabilecektir. Diğer taraftan, tarımsal üretim ve arz koşullarındaki gelişmeler, işlenmemiş gıda enflasyonunda her iki yönde oynaklığa neden olabilecektir.

Arz şoklarının sıklaşması ve savaşın emtia fiyatları üzerindeki etkilerinin uzun süre devam etmesi, dezenflasyon sürecini yavaşlatma riski taşımaktadır. Enerji ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların öngörülenden daha uzun süre devam etmesi ve maliyet şoklarının daha sık tekrarlanması, doğrudan fiyat etkilerinin ötesinde enflasyon beklentileri ve firmaların fiyatlama davranışları üzerinde olumsuz etkiler oluşturabilmektedir. Bu etkilerin geçmiş enflasyona endeksleme eğilimini güçlendirmesi ve fiyatlara daha yaygın biçimde yansıması, enflasyon ataletini artırarak dezenflasyon sürecini yavaşlatabilecektir. Söz konusu ikincil etkilerin güçlenmesi enflasyon görünümüne ilişkin yukarı yönlü riskleri artırabilecektir.

Yurt içi talep koşullarında öngörülenden daha belirgin bir yavaşlama, enflasyon tahminleri üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Para politikasının gecikmeli etkileri, finansal koşulların daha fazla sıkılaşması, ekonomik görünüme ilişkin belirsizliğin artması ve varlık fiyatlarında gerileme olması yurt içi talebin baz senaryoda varsayılandan zayıf seyretmesine yol açabilecektir. Varlık fiyatları servet etkisi kanalıyla, artan belirsizlik ihtiyati tasarruf kanalıyla tüketim talebini baskılayabilir. Bu durum, maliyet artışlarının tüketici fiyatlarına yansımasını sınırlayarak enflasyondaki düşüşü destekleyebilecektir.

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

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑ | ↔ | ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Jeopolitik gelişmeler ve küresel emtia fiyatları	• ABD/İsrail-İran Savaşı kaynaklı jeopolitik gelişmeler enerji arzı ve küresel tedarik zincirine etkileri üzerinden taşımacılık maliyetleri ile enerji ve emtia fiyatlarında yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↑ • Rusya-Ukrayna Savaşı'nda enerji alt yapılarına yönelik güvenlik tehditlerinin sürmesi, Rusya'nın petrol ürünleri ihracatında olası aksaklıklar enerji fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmaktadır. ↑ • Küresel doğal gaz arzındaki daralma ve Avrupa'daki düşük doğal gaz stokları, doğal gaz fiyatlarının olası yeni arz kesintileri ve hava koşullarına karşı duyarlılığını artırmaktadır. ↑ • Küresel enerji fiyatlarının baz senaryolara kıyasla daha uzun süre yüksek seyretmesi, doğrudan etkilerinin yanı sıra üretim ve taşımacılık maliyetleri üzerinden enflasyon üzerinde ilave baskı oluşturabilecektir. ↑ • Buna karşılık, çatışmaların hafiflemesi, enerji akışlarının normalleşmesi ve petrol arzının artması ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecektir. ↓	• 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 ve doğal gaz fiyatları ve arz-talep dengesi • OPEC+ kararları • Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler • Eşel mobil sistemi ve maktu ÖTV vergileri • Motorin üzerindeki rafineri marjlarının seyri • İthalat Birim Değer Endeksi • Petrol ve LNG tanker geçişleri

Arz şoklarının sıklığı, büyüklüğü ve kalıcılığı	• Savaşın emtia fiyatları üzerindeki etkilerinin öngörülenden uzun sürmesi ve olumsuz arz şoklarının daha sık tekrarlanması, maliyet baskılarının kalıcılığını artırarak dezenflasyon sürecini yavaşlatabilecektir. • Arz şoklarının beklentiler ve fiyatlama davranışları üzerinde oluşturabileceği ikincil etkiler, enflasyon görünümü açısından yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.	↑ ↑	• Küresel emtia fiyatları • İthalat Birim Değer Endeksi • Enflasyonun ataleti • Firmaların fiyat ayarlama sıklığı ve fiyatlama davranışlarına ilişkin göstergeler
Talep koşullarının seyri	• Yurt içi talep koşullarının baz senaryoda öngörülenden daha zayıf seyretmesi, talep kaynaklı fiyat baskılarının ve maliyet artışlarının tüketici fiyatlarına geçişini sınırlayarak dezenflasyon sürecini destekleyebilecektir.	↓	• Çıktı açığı tahminleri • Özel tüketim ve yatırım göstergeleri, firmaların talep koşullarına ilişkin değerlendirmeleri • Perakende satışlar, kart harcamaları, kredi büyümesi • Kapasite kullanım oranları
Enflasyon beklentileri	• Enflasyon beklentilerinin veri sürprizlerine asimetrik tepki vermesi ve ara hedeflerin üzerinde seyretmesi yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. • Jeopolitik gelişmeler, belirsizlik şokları, arz şokları ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmaların enflasyon beklentileri ve fiyatlama yoluyla dezenflasyon sürecine etkileri izlenmektedir.	↑ ↑	• Sektörel enflasyon beklentileri • Enflasyon beklentilerinin dağılımı • Enflasyon belirsizliği göstergeleri • Enflasyon beklentilerinin ara hedefler ve tahminlerle uyumu • Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri
Gıda fiyatları	• Sebze hariç rekolte tahminleri olumlu olmakla birlikte, arz gelişmelerine ilişkin belirsizlikler özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarında her iki yönlü risk oluşturabilecektir. • Jeopolitik gelişmeler gübre, lojistik ve enerji fiyatları üzerinden tarımsal girdi maliyetlerini artırarak gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Ayrıca bazı tarımsal emtia fiyatlarında olumsuz hava koşulları kaynaklı artış riski bulunmaktadır. • Yönetilen-yönlendirilen kategorisindeki ürünlerde ertelenmiş fiyat artışlarının gerçekleşmesi gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecektir.	↔ ↑ ↑	• Taze meyve ve sebze fiyatları, ekmek ve tahıl başta olmak üzere işlenmiş gıda fiyatları • Yurt içi tarımsal üretim, rekolte ve arz göstergeleri • Sıcaklık ve yağış gibi meteoroloji ve iklim istatistikleri • Tarımsal emtia fiyatları

Para ve maliye politikalarının eşgüdümü	• Para ve maliye politikaları arasındaki eşgüdümünün zayıflaması durumunda, enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşabilecektir.	↑	• Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları • Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler • Enerji sübvansiyonları ve eşel mobil sistemi • 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
	• Elektrik ve doğal gaz fiyatlarında uygulanan sübvansiyon kapsamının daraltılması, yönetilen/yönlendirilen ürün gruplarında ertelenen fiyat ayarlamalarının gerçekleşmesi kısa vadede tüketici enflasyonunu artırabilecek ve fiyatlama davranışlarına yansıması halinde dezenflasyon sürecini yavaşlatabilecektir.	↑	

* 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.

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