

# ENFLASYON RAPORU

2025-I

7 Şubat 2025



## İçindekiler

<b>1. Genel Değerlendirme</b> .....	<b>1</b>
1.1 Para Politikası Kararları.....	3
<b>2. Ekonomik Görünüm</b> .....	<b>5</b>
2.1 Küresel Ekonomi.....	5
2.2 Finansal Koşullar.....	8
2.3 İktisadi Faaliyet.....	14
2.4 Enflasyon.....	25
<b>3. Orta Vadeli Öngörüler</b> .....	<b>51</b>
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar.....	51
3.2 Orta Vadeli Görünüm.....	53
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları.....	56
<b>Kutular</b> .....	
<b>Kutu 2.1</b> Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular.....	<b>34</b>
<b>Kutu 2.2</b> Euro-Dolar Paritesindeki Değişimin Dış Ticaret Etkileri.....	<b>38</b>
<b>Kutu 2.3</b> Fiyatlama Davranışları Çerçevesinden Son Dönem Enflasyon Eğilimi.....	<b>41</b>
<b>Kutu 2.4</b> Hizmet Sektöründe Üretici ve Tüketici Fiyatlarının İlişkisi.....	<b>46</b>
<b>Kutu 2.5</b> Hanehalkı Varlıklarında Değerleme Etkisi.....	<b>48</b>

# 1.Genel Değerlendirme

**Küresel ticaret politikalarında korumacı eğilimlerin güçlenme olasılığı küresel enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmaktadır.** İşgücü piyasalarındaki normalleşmenin sürdüğü, hizmet enflasyonundaki katılıkların ise zayıflayarak devam ettiği görülmektedir. Hizmet sektörü ekonomik büyümenin ana kaynağı olmaya devam ederken gelişmiş ülkelerin büyüme görünümündeki farklılaşma belirginleşmiştir. Türkiye'nin ticaret ortaklarının büyüme görünülerinin 2025 yılında önceki yıla göre daha olumlu bir görünüm sergileyeceği tahmin edilmektedir. Buna karşın, küresel ekonomi ve ticaret politikalarına ilişkin artan belirsizlikler ve jeopolitik gelişmeler küresel iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri güçlendirmiştir. Son dönemde, petrol fiyatlarında oynaklık artarken doğal gaz fiyatları da yükselmeye devam etmiştir. Bu görünüm altında piyasa fiyatlamaları, gelişmiş ülke merkez bankalarının, parasal sıkılığın düzeyini azaltırken daha temkinli davranacaklarına işaret etmektedir.

**Parasal gevşeme süreçlerinin yavaşlayacağına ilişkin beklentiler ve artan jeopolitik gerginlikler arasında, gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) yönelik risk algısı bir miktar kötüleşmiştir.** Bu görünüm altında GOÜ risk primleri Rapor döneminde artış kaydederken Türkiye CDS primi daha sınırlı bir bozulma ile 31 Ocak itibarıyla 255 baz puan düzeyine yükselmiştir. Söz konusu dönemde, Türk lirasının ima edilen oynaklığı, enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmeyle birlikte gerilemiştir. TCMB brüt uluslararası rezervleri 24 Ocak itibarıyla 167,6 milyar ABD doları seviyesine ulaşırken rezerv kompozisyonundaki iyileşme devam etmiştir. Tahvil getirileri ise artan yerli ve yabancı yatırımcı ilgisinin sonucunda kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde gerileme kaydetmiştir.

**Finansal koşullardaki sıkılık korunurken mevduat kompozisyonunda TL payı artmaya devam etmektedir.** Para politikasındaki sıkı duruş ve TL mevduat tercihinin makroihtiyati adımlarla desteklenmesinin katkısıyla, aralık ayındaki politika faiz indirimine kadar TL mevduat faizleri yatay seyretmiştir. Politika faizindeki indirimin TL mevduat faizlerine yansımaları da indirim miktarına benzer olmuştur. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde bankaların mevduat kompozisyonundaki TL payı artmaya devam ederek yüzde 59,9 seviyesine yükselmiş, KKM'nin payı da yüzde 5,3'e gerilemiştir. Politika faizi indirimine kadar TL mevduat faizlerinde görülen yatay seyre rağmen, TL ticari kredi ve ihtiyaç kredisi faizleri 2024 yılı ikinci çeyreğinde başlayan azalış eğilimini sürdürmüştür. Bununla birlikte, TL ticari ve ihtiyaç kredi reel faizleri hem beklenen hem de gerçekleşen enflasyona göre pozitif seviyededir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde kur etkisinden arındırılmış toplam ticari kredi büyümesi ılımlı bir seyir izlerken bireysel kredilerde kredi büyüme sınırından muaf tutulan krediler kaynaklı bir hızlanma gözlenmektedir. Reelleştirilmiş ve standardize edilmiş kredi değişimleri TL ticari kredilerde uzun dönem ortalamasına yakın seyrederken diğer kredi türlerinde uzun dönem ortalamalarının bir miktar üzerindedir.

**2024 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyet ivme kaybetmiştir.** Söz konusu çeyrekte, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), yıllık bazda yüzde 2,1 oranında artarken çeyreklik bazda yüzde 0,2 oranında daralarak iktisadi faaliyette bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamaya işaret etmiştir. Harcamalar yönünden bakıldığında, özel tüketim çeyreklik büyümeye negatif yönde katkı verirken net ihracat güçlü şekilde pozitif katkıda bulunmuştur. Böylece, büyümenin talep kompozisyonundaki dengeli seyir devam etmiştir. Üretim yönünden ise, hizmetler sektörü yıllık büyümenin temel belirleyicisi olmayı sürdürmüştür.

**Yakın döneme ilişkin göstergeler, yurt içi talebin enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelerde bulunduğunu göstermektedir.** 2024 yılının son çeyreğinde perakende ve ticaret satış hacim endeksleri çeyreklik bazda artmıştır. Bununla birlikte, altın hariç bakıldığında perakende satış hacmindeki çeyreklik artış daha ılımlıdır. Otomobil ve beyaz eşya satışları önceki iki çeyrekteki gerilemelerini takiben son çeyrekte artarak telafi eğilimi sergilemiştir. Hizmet üretiminin yanı sıra talebi hakkında da bilgi sunan hizmet üretim endeksi, kasım ayı itibarıyla dördüncü çeyrekte yataya yakın seyretmiştir. Dördüncü çeyrekte, imalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, iç piyasa siparişlerinin, çeyreklik bazda artış olmakla birlikte, tarihsel ortalamalarının altında seyretmeye devam ettiğini göstermiştir. Kartla yapılan harcamaların aylık bazda artış oranları ekim ve kasım aylarında önceki çeyrek ortalamasının altına inerken aralık ayında mevsimsel olarak bir miktar hızlanmıştır. Ocak ayına ilişkin veriler ise kart harcamalarında aylık ve çeyreklik bazda azalış ima etmektedir. Firma görüşmelerinden edinilen tüketim harcamalarına ilişkin bulgular da ocak ayı itibarıyla ilk çeyrekte iç talebin hız kestiğine işaret etmektedir. Üretim tarafına bakıldığında, kasım ayı itibarıyla sanayi üretimi çeyreklik bazda artış göstermiştir. Bununla birlikte, tipik olarak yüksek oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında sanayi üretimindeki toparlanmanın daha ılımlı olduğu değerlendirilmektedir. TÜİK tarafından 2025 yılının ocak ayı itibarıyla yayımlanmaya başlanan inşaat üretim endeksi, deprem kaynaklı inşaat faaliyetlerinin süren desteğiyle birlikte, sektördeki faaliyetin sanayi ve hizmet sektörlerine kıyasla daha güçlü olduğuna işaret etmektedir..

**Mevsimsellikten arındırılmış istihdam 2024 yılının son çeyreğinde artışını sürdürmüş, işsizlik oranı tarihsel ortalamalarının altında yatay seyretmiştir.** Bununla birlikte, atıl işgücü oranının kasım ayı itibarıyla çeyreklik olarak 1,4 puan artarak yüksek seviyesini koruması, işgücü piyasasının ana göstergelerin ima ettiği ölçüde güçlü olmayabileceğini ima etmektedir. Ücret gelişmelerine bakıldığında, reel birim ücretlerin üçüncü çeyrekte ılımlı azalış kaydettiği gözlenmektedir. Bu çerçevede, yurt içi talepteki dengelenmenin devamı ile reel birim ücretlerdeki ılımlı seyrin dezenflasyon sürecine katkı vereceği değerlendirilmektedir.

**Cari işlemler dengesinde 2024 yılının üçüncü çeyreğindeki iyileşme, hizmetler dengesindeki güçlü görünüme karşın dış ticaret açığındaki artışın etkisiyle son çeyrekte duraksamıştır.** Yılın son çeyreğinde dış ticaret açığı, tahminlerimizle uyumlu olarak çeyreklik bazda artış göstermiştir. Üçüncü çeyrekte azalış gösteren mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat, dördüncü çeyrekte Türkiye'nin ana ticaret ortaklarının iktisadi faaliyetindeki görece ılımlı seyrin de etkisiyle sınırlı bir artış göstermiştir. İthalat tarafına bakıldığında, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ithalatın yılın son çeyreğinde arttığı görülmektedir. Çeyreklik bazdaki bu artışa en yüksek katkılar tüketim ve ara malı ithalatından gelmiştir. Tüketim malı ithalatı, artışına yüksek katkı veren mücevher kalemi dışlandığında daha yatay bir görünüm izlemiştir. Söz konusu dönemde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış enerji ithalatı artış gösterirken altın ithalatındaki artış daha yüksek olmuştur. Son çeyrekte dış ticaret hadlerinde gerileme gerçekleşmiş, ihracatta daha sınırlı olmak üzere hem ihracat hem ithalat miktarları artmıştır. Hizmetler dengesindeki güçlü seyir seyahat gelirlerinin katkısıyla sürmüştür. Finansman tarafında, dördüncü çeyrekte hisse senedi ve DİBS piyasasına girişler azalırken uzun vadeli kalemlerin ağırlığı artmıştır. Bu dönemde rezerv birikimi sürerken net hata ve noksan kaleminde çıkış gözlenmiştir. Ocak ayına ilişkin geçici dış ticaret verileri, mevsimsellikten arındırılmış olarak aylık bazda ihracatta ve ithalatta azalışa işaret etmektedir. Tüketim malı ithalatı, yılın son çeyreğindeki artışının ardından ocak ayında, bir miktar gerilemekle birlikte, yüksek seviyesini korumuştur. 2024 yılı son çeyreğinde aylık bazda ortalama olarak 0,8 milyar dolar seviyesinde seyreden mücevher ithalatı ise 2025 yılı başında gerileyerek ocak ayında yaklaşık 0,1 milyar dolar olmuştur. Bu doğrultuda, mücevher kalemi hariç tüketim malları ithalatında artış gerçekleşmiştir.

**2024 yılı haziran ayında başlayan dezenflasyon süreci devam etmektedir. 2024 yılını yüzde 44,38 seviyesinde tamamlayan yıllık tüketici enflasyonu düşüş eğilimini koruyarak ocak ayında yüzde 42,12'ye gerilemiştir.** Yılın son aylarında ılımlı bir seyir izleyen küresel emtia fiyatları ocak ayında enerji grubu öncülüğünde yükselmiştir. Son üç aylık dönemde Türk lirasındaki istikrarlı seyir sürmüştür. Küresel arz koşullarında ise kayda değer bir baskı gözlenmemiştir. 2024 yılı son çeyreğinde zayıfladığı tahmin edilen reel birim ücretlerin ilk çeyrek itibarıyla yükselmesi beklenmektedir. Üretici enflasyonunda süregelen zayıflama ocak ayında kesintiye uğramıştır. 2024 yılı üçüncü çeyreğinde negatif bölgeye gerilediği tahmin edilen çıktı açığının son üç aylık dönemde yatay seyrettiği, dolayısıyla toplam talep koşullarının son Rapor döneminde ılımlı seyrettiği değerlendirilmektedir. Enflasyon beklentileri son Rapordaki öngörülerin üzerinde seyretmekle birlikte gerilemeyi sürdürmüştür. Yönetilen/yönlendirilen kalemlerdeki fiyat artışları ve bazı kalemlerdeki üretici fiyatlarına bağlı otomatik vergi güncellemeleri ocak ayında tüketici enflasyonu üzerinde yukarı yönde etki oluşturmuştur. Ham verilerle, kasım ve aralık aylarında önemli ölçüde yavaşlayan hizmet enflasyonu, ocak ayında ücret güncellemeleri ile zamana bağlı fiyat belirleme ve geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi güçlü olan kalemler öncülüğünde yeniden yükselmiştir. Zayıflamaya devam etmekle birlikte kira kalemi, hizmet enflasyonunu yukarıya çekmeye devam etmiştir. Temel mal fiyatları Rapor döneminde görece ılımlı artış eğilimini korumuştur. 2024 yılı ekim-kasım döneminde gıda enflasyonunda belirgin bir yükselişe neden olan taze meyve ve sebze fiyat artışları, aralık ve ocak aylarında görece düşük bir seyir izlemiştir. Enflasyonun ana eğiliminde gerçekleşen yavaşlama, ocak ayında söz konusu aya özgü koşullar sonucu yerini öngörülerle uyumlu geçici bir artışa bırakmıştır.

**Yıl sonu enflasyon tahmini 2025 yılı için yüzde 24 olarak güncellenirken 2026 yılı için yüzde 12 olarak korunmuştur.** Enflasyonun 2027 yılında yüzde 8 oranına geriledikten sonra vadede yüzde 5 hedefine ulaşarak istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Tüketici enflasyonu 2024 yıl sonu ile 2025 Ocak ayında bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının orta noktasına yakın gerçekleşmiştir. 2024 yılı son çeyreğinde enflasyonun ana eğilimi gerilemiş ve dezenflasyon süreci belirginleşmiştir. Ana eğilimin ocak ayında döneme özgü geçici etkilerle yükseldiği ve önümüzdeki dönemde kademeli olarak yavaşlamaya devam edeceği öngörülmektedir. Para politikasındaki ihtiyatlı duruşun korunması talep, reel kur ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini desteklemektedir. Diğer yandan, para politikasının görece etki alanı dışında kalan çeşitli faktörler ve güncel veri akışı nedeniyle 2025 yıl sonu enflasyon tahmini yukarı yönlü güncellenmiştir. Söz konusu güncellemede, işlenmemiş gıda enflasyonu ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlara ilişkin varsayımlarda yapılan değişiklikler etkili olmuştur. Bunun yanı sıra, tüketim kalıplarındaki

değişimle tüketici fiyat endeksindeki hizmet sektörünün özellikle kira ve eğitim hizmetlerinin ağırlığının artması sonucunda ortaya çıkan mekanik etki, enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesinde rol oynayan bir diğer unsur olmuştur.

**Orta vadeli tahminler üretilirken enflasyon görünümünde kalıcı düşüş ve fiyat istikrarı sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eşgüdümün güçleneceği bir görünüm esas alınmıştır.** Enflasyon beklentilerinin kısa vadede Enflasyon Raporu tahminlerine, orta vadede ise enflasyon hedeflerine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Öngörülen dezenflasyon sürecinin gerektirdiği sıkılığı sağlayacak bir para politikası duruşu ve manşet enflasyondaki gerilemenin devamı önümüzdeki dönemde enflasyon beklentilerindeki iyileşmeyi destekleyecektir. Parasal aktarım mekanizmasını destekleyen makroihtiyati politikalarla kredi büyümesinin öngörülen dezenflasyon patikası ile uyumlu bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir. Parasal duruşun birikimli etkileriyle talep görünümünün dezenflasyon sürecine katkısını sürdüreceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, talep koşullarına duyarlılığı yüksek kalemlerde enflasyonun yavaşlama eğilimi devam edecektir. Üretici fiyatları kaynaklı baskıların ılımlı seyrini sürdürmesi temel mal enflasyonundaki düşük seyrin devamına katkı sağlayacaktır. Reel birim maliyetlerdeki zayıflamanın belirginleşmesiyle enflasyonun ana eğilimindeki gerilemenin güçlenmesi beklenmektedir. Son olarak, tahmin döneminde maliye politikasının para politikası ile eşgüdümünü güçlendirerek sürdürmesi talep, maliyet ve beklenti kanalları üzerinden enflasyondaki düşüşe katkı sağlayacaktır.

## 1.1 Para Politikası Kararları

**TCMB, politika faizini kasım ayında sabit tutarken aralık ve ocak aylarında 250 baz puan indirmiştir.** Enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere karşı ihtiyatlı duruşunu yineleyen TCMB kasım ayında politika faizini yüzde 50 seviyesinde sabit tutmuş, aralık ve ocak aylarında ise 250 baz puanlık indirimlerle yüzde 45 seviyesine düşürmüştür. TCMB ayrıca, aralık ayında operasyonel çerçevede değişikliğe giderek gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranlarının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranına kıyasla +/- 150 baz puanlık bir marj ile belirlenmesine karar vermiştir.

**Enflasyonda belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda para politikası araçlarının etkili şekilde kullanılacağını yineleyen TCMB, kararlarını enflasyon görünümü odaklı, ihtiyatlı ve toplantı bazlı bir yaklaşımla alacağını belirtmiştir.** Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının iyileşme eğilimi sergilemekle birlikte, dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam ettiğini ifade eden TCMB, enflasyonda kalıcı düşüş ve fiyat istikrarı sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunun sürdürüleceğinin altını çizmiştir. TCMB ayrıca, politika faizinin; enflasyon gerçekleştirmeleri, ana eğilimi ve beklentileri göz önünde bulundurularak öngörülen dezenflasyon sürecinin gerektirdiği sıkılığı sağlayacak şekilde belirleneceğini ifade etmiştir. Bununla birlikte, TCMB, para politikasındaki kararlı duruşun; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinde düzelleme vasıtası ile dezenflasyon sürecini güçlendirmekte olduğunu vurgulamış, maliye politikasının artan eşgüdümünün de bu sürece önemli katkı sağlayacağını belirtmiştir.

**Parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi amacıyla KKM hedefleri ve zorunlu karşılık oranları güncellenmektedir.** Bu çerçevede, 22 Kasım 2024 tarihinde tüzel kişi TL mevduat payı hedefi kaldırılmış ve KKM'nin TL'ye geçişine ve yenilenmesine ilişkin toplam hedef yüzde 75'ten yüzde 70'e indirilmiştir. Ayrıca, sistemden TL likidite çekilmesine imkân verecek şekilde kısa vadeli TL mevduat hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranları yüzde 15'ten yüzde 17'ye yükseltilirken; yabancı para mevduat için TL cinsinden tesis edilmesi gereken zorunlu karşılık oranı yüzde 5'ten yüzde 4'e indirilmiştir. KKM bakiyesindeki azalışın desteklenmesi amacıyla 20 Aralık 2024 tarihinde KKM'nin TL'ye geçişine ve yenilenmesine ilişkin toplam hedef yüzde 70'ten yüzde 60'a indirilmiş ve KKM hesapları için belirlenen asgari faiz oranı politika faizinin yüzde 70'inden yüzde 50'sine düşürülmüştür. Ayrıca, KKM için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıklara faiz veya telafi ödemesi uygulaması yeni açılan ve yenilenecek olan KKM hesapları için kaldırılmıştır. 2 Ocak 2025 tarihinde döviz yükümlülüğü olan tüzel kişilerin döviz veya Türk lirası cinsinden mevduat ve katılma hesaplarına sağlanacak desteğin kaldırılmasına karar verilmiştir. 20 Ocak 2025 tarihinde döviz ve altın dönüşümlü kur korumalı mevduat ve katılma hesaplarında 6 ve 12 ay vadeli hesap açma ve yenileme işlemlerinin aynı gün itibarıyla sonlandırılmasına karar verilmiştir. Parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi amacıyla 4 Şubat 2025 tarihinde bankaların 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli Türk lirası cinsinden yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan fonlar, yurt dışından kullanılan krediler ve yurt dışı bankalar mevduatı (katılım fonu) yükümlülükleri için zorunlu karşılık oranı yüzde 8'den yüzde 12'ye yükseltilmiştir.

**Kredi büyümesi ve kompozisyonunun dezenflasyon patikası ile uyumlu seyrini temin etmek amacıyla kredi büyüme sınırları ile ilgili düzenlemeler gözden geçirilerek uygulanmaya devam edilmektedir.** 4 Ocak 2025 tarihinde yabancı para ticari krediler için yüzde 1,5 olan aylık büyüme sınırı yüzde 1'e indirilirken Türk lirası ticari kredilerde yüzde 2 olan aylık büyüme sınırı KOBİ kredileri için yüzde 2,5, diğer ticari krediler için yüzde 1,5 olacak şekilde farklılaştırılmıştır. Ayrıca KOBİ'lere, KOSGEB desteğiyle veya uluslararası kalkınma finansmanı kuruluşlarından sağlanan kaynaklarla sürdürülebilirlik kapsamında kullanılan Türk lirası kredilerin büyüme sınırından muaf tutulmasına karar verilmiştir.

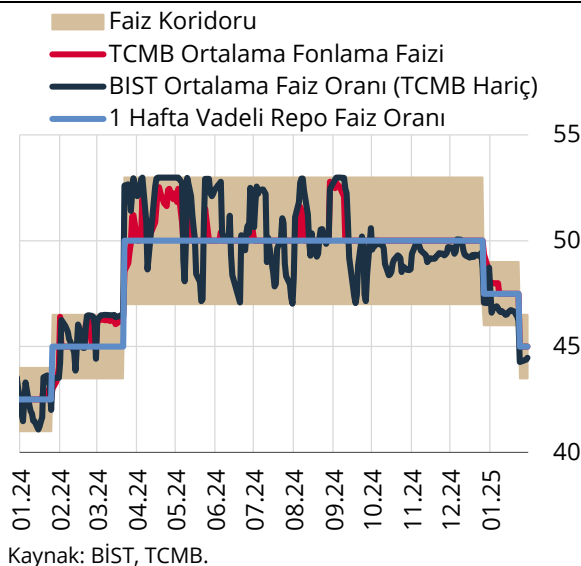
**Sistemdeki fazla likidite koşulları devam etmekte ve söz konusu fazla likidite ocak ayı PPK toplantısı sonrasında alınan ek tedbirin de katkısıyla etkili şekilde sterilize edilmektedir.** Gecelik faiz oranları mevcut Enflasyon Raporu döneminde çeşitli kanallardan yapılan sterilizasyon neticesinde TCMB politika faiziyle uyumlu hareket etmiştir (Grafik 1.1.1). Mevcut Enflasyon Raporu döneminde, TCMB kaynaklı döviz işlemleri ile T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (Hazine) TL hesap bakiyesinin seyri, sistemdeki fazla likidite düzeyinin gelişiminde önemli faktörler olmuştur. Rapor döneminin tamamında likidite fazlası 850 milyar TL düzeyi etrafında dalgalı bir seyir izlemiştir. Kasım ayı sonunda fazla likiditede gözlenen azalışta Hazine hesap bakiyesindeki belirgin artış etkili olurken aralık ayı sonunda ise yıl sonunda yabancı yatırımcı pozisyon kapamaları etkisiyle likidite fazlasında gerileme gözlenmiştir. 6 Aralık 2024 tarihinde başlayan tesis döneminden itibaren kısa vadeli TL mevduat hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranları artırılırken YP mevduat için TL olarak tesis edilen zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür. Söz konusu düzenleme sonucunda fazla likiditede sınırlı bir azalış gözlenmiştir.

**Mevcut Enflasyon Raporu döneminde TL cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemesi de 2025 yılı başında fazla likiditeyi artıran bir diğer unsur olmuştur.** 2025 yılı ile birlikte TCMB döviz pozisyonunda kaydedilen hızlı iyileşme ve bankaların zorunlu karşılık dönemi içerisinde TL tesis eğilimlerindeki farklılaşma, likidite fazlasını da artırarak 1,5 trilyon TL düzeyini aşmasına yol açmıştır.

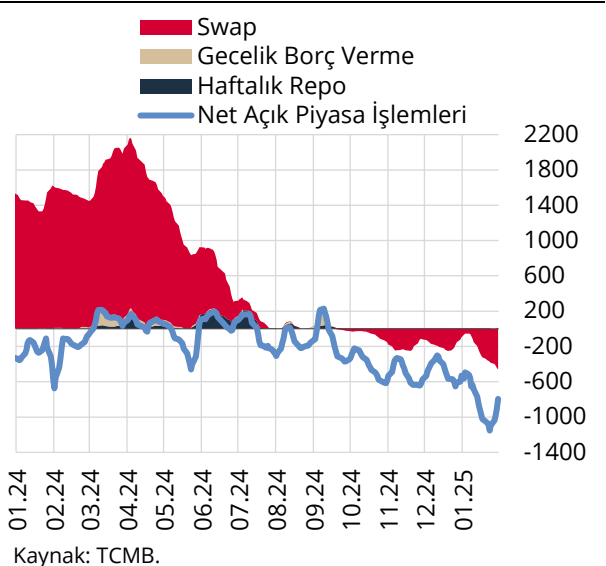
**Ocak ayı PPK toplantısı sonrasında bankaların serbest mevduat bakiyelerini belirgin ölçüde artırmalarının etkisiyle sistemdeki fazla likidite gerileme kaydetmiş ve TCMB, 17 Ocak tarihinden itibaren ara verdiği haftalık repo ihalelerine 24 Ocak tarihinden itibaren tekrar başlamıştır.** Ek olarak TCMB 24 Ocak tarihinden itibaren 4 haftalık depo alım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır. Söz konusu ihaleler ile yapılan uzun vadeli sterilizasyon tutarı 30 Ocak tarihi itibarıyla 125,5 milyar TL düzeyinde bulunmaktadır.

**TCMB, piyasadaki fazla likiditeyi ağırlıklı olarak gecelik vadedeki depo alım ihaleleri ile sterilize etmekle birlikte bu işlemlere ek olarak haftalık ve aylık vadeli depo alım ihaleleri ve satım yönlü döviz/altın karşılığı TL swap ihaleleri de düzenlemektedir.** Nitekim, 30 Ocak tarihindeki fazla likiditenin 613,8 milyar TL'si gecelik, 125,5 milyar TL'si aylık, 33,6 milyar TL'si haftalık vadedeki depo alım ihaleleri ile çekilirken 479,2 milyar TL'si ters swap ihaleleri kanalıyla sterilize edilmiştir (Grafik 1.1.2).

**Grafik 1.1.1: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)**



**Grafik 1.1.2: TCMB APİ ve Swap İşlemleri (1 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar Türk Lirası)**

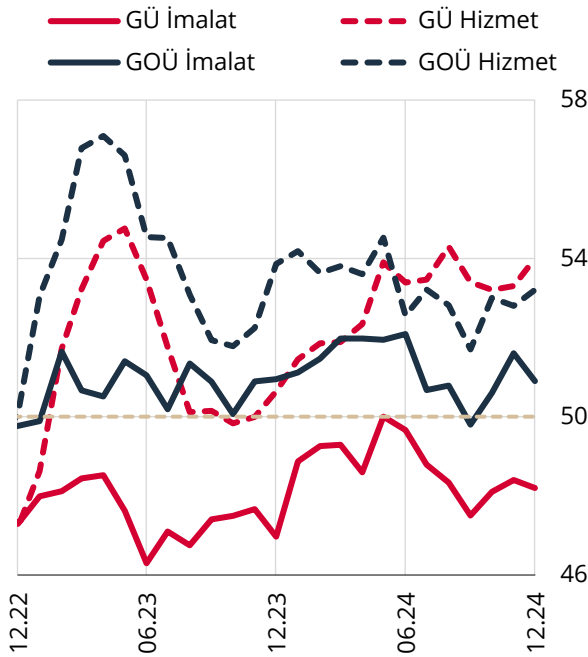


## 2. Ekonomik Görünüm

### 2.1 Küresel Ekonomi

**Küresel büyüme görünümünde sınırlı iyileşme devam ederken gelişmiş ülkelerdeki farklılaşma belirginleşmiştir.** Küresel iktisadi faaliyete ilişkin öncü göstergeler, imalat sanayindeki görece zayıf seyrin sürdüğüne ve hizmet sektörünün ekonomik büyümenin ana kaynağı olmaya devam ettiğine işaret etmektedir. İmalat sanayindeki zayıf görünüm gelişmiş ülkeler (GÜ) grubunda daha belirgin olarak gözlenmektedir. Hizmet sektörü ise hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) grubunda olumlu seyrini korumuştur (Grafik 2.1.1). Türkiye'nin ticari ortaklarının büyüme görünümü farklılık göstermekle birlikte bir önceki Enflasyon Raporu dönemi ile karşılaştırıldığında, 2025 yılı büyüme tahminlerinin çoğunlukla aşağı yönlü güncellendiği dikkat çekmektedir (Tablo 2.1.1). ABD ekonomisi ise diğer büyük ekonomilerden olumlu ayrışmayı sürdürmektedir. Tahminler, Euro Bölgesi için aşağı yönlü, ABD için yukarı yönlü güncellenmiştir. Çin'de ise büyüme tahmini değişmezken parasal ve mali genişlemenin beklentilerin altında kalması, deflasyon endişeleri ve küresel ticaret politikalarında korumacı eğilimlerin güçlenmesi, ekonomik faaliyet üzerindeki belirsizliğin artmasına neden olmaktadır. Türkiye'nin dış ticaret ortaklarının ihracat paylarıyla ağırlıklandırılan küresel büyüme endeksinin 2024 yılında yüzde 1,9, 2025 yılında ise yüzde 2,2 oranında artacağı ve dış talebin 2025 yılında geçen yıla göre daha olumlu bir görünüm sergileyeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, son dönemde küresel ekonomi ve ticaret politikalarına ilişkin artan belirsizlikler ile jeopolitik gelişmeler küresel iktisadi faaliyet üzerindeki aşağı yönlü riskleri güçlendirmiştir.

**Grafik 2.1.1: Küresel PMI Endeksleri (Seviye)**



Kaynak: S&P Global.

**Tablo 2.1.1: Türkiye'nin Ana Ticaret Ortaklarının Büyüme Tahminleri\* (%)**

	2024 Tahmin/ Gerçekleşme	2025 Tahmini		2026 Tahmini	
		ER 2024-IV	ER 2025-I	ER 2024-IV	ER 2025-I
Euro Bölgesi	0,7	1,2	1,0	-	1,2
Almanya	-0,2	0,7	0,4	-	1,0
ABD	2,8	1,8	2,2	-	2,0
İngiltere	0,8	1,3	1,2	-	1,4
İtalya	0,5	0,9	0,7	-	0,9
Irak	0,5	2,0	0,6	-	1,7
İspanya	3,2	2,0	2,3	-	1,8
Fransa	1,1	1,0	0,7	-	1,1
Hollanda	0,9	1,4	1,5	-	1,3
İsrail	0,4	3,5	3,2	-	3,7
Rusya	3,7	1,6	1,6	-	1,3
BAE	3,9	5,7	5,0	-	5,0
Romanya	1,0	3,1	2,3	-	2,9
Belçika	1,0	1,3	1,1	-	1,4
Polonya	2,7	3,7	3,4	-	3,3
Mısır	2,4	4,1	4,0	-	4,9
Bulgaristan	2,2	2,9	2,7	-	2,7
Çin	5,0	4,4	4,4	-	4,1

Kaynak: Consensus Economics, S&P Global.

\* Tablodaki ülkeler Türkiye'nin 2021 yılı ihracat ağırlıklarına göre sıralanmıştır.

**Küresel büyüme görünümü, arz yönlü faktörler, finansal koşullar ve jeopolitik riskler emtia fiyatları üzerinde belirleyici olmayı sürdürmektedir.** Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre emtia fiyatlarında genele yayılan bir artış görülmektedir. Son dönemde ABD'nin Rusya'ya karşı yaptırım kararları ve küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizliklerin artması ile birlikte Brent petrol fiyatında oynaklık artmıştır. Avrupa doğal gaz fiyatları, jeopolitik gelişmeler kaynaklı arz güvenliği endişeleri, depolama ve sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) taşımacılığı maliyetlerinin artması ve mevcut iklim koşullarının talebi artıracak yönündeki

beklentiler nedeniyle, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yüzde 28 oranında yükselmiştir. Enerji hariç emtia fiyatlarında ise bir önceki Enflasyon Raporu döneminde görülen genele yayılan artış daha sınırlı olmakla birlikte devam etmiştir. Diğer taraftan, Çin'de deflasyon endişelerinin artması ve küresel talep görünümünün zayıf seyri nedeniyle endüstriyel emtia fiyatları gerilemiştir. Tarımsal emtia endeksinde bir önceki Rapor dönemine göre gözlenen artış ise daha çok iklim koşulları nedeniyle daralan küresel arzın etkisiyle yükselen kahve ve kakao fiyatları ile, mısır ve soya fasulyesi fiyatlarında meydana gelen artışlardan kaynaklanmıştır (Tablo 2.1.2).

**Tablo 2.1.2: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)**

	Ekim 2024	Kasım 2024	Aralık 2024	Ocak 2025	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
<b>Emtia Ana Endeksi</b>	3,5	-1,1	0,4	4,8	4,3	4,4
<b>Enerji</b>	3,8	-1,7	0,1	6,9	-0,1	3,8
<b>Tarımsal Emtia</b>	1,2	0,9	2,6	2,4	2,0	7,7
<b>Endüstriyel Metal</b>	4,3	-3,1	-1,3	-0,1	9,0	-3,2
<b>Değerli Metal</b>	4,5	-1,5	-0,5	2,8	33,9	4,6
<b>Enerji Hariç</b>	3,0	-0,4	0,8	2,3	10,5	5,0
<b>Brent Petrol</b>	1,8	-1,7	-0,8	7,1	-1,4	4,0
<b>Doğal Gaz (ABD)</b>	7,6	16,1	14,7	8,6	36,4	14,1
<b>Doğal Gaz (Avrupa)</b>	11,4	10,6	1,3	7,4	61,9	28,0
<b>Kömür</b>	3,8	-2,4	-8,4	-9,8	-9,0	-19,4
<b>Alüminyum</b>	5,6	-0,6	-1,5	1,2	16,8	0,6
<b>Bakır</b>	4,5	-5,4	-1,8	3,9	11,9	-0,6
<b>Demir</b>	14,1	-3,0	2,3	-4,2	-26,4	-1,7
<b>Buğday</b>	2,9	-5,8	-1,9	0,9	-9,3	-2,3
<b>Soya</b>	-1,0	-0,8	-1,2	4,6	-16,5	2,5
<b>Pirinç</b>	-1,5	-1,1	-1,7	-1,9	-18,0	-3,6
<b>Mısır</b>	4,2	1,9	3,8	8,0	5,0	11,8
<b>Pamuk</b>	1,2	-2,0	-0,7	-3,1	-18,1	-7,2
<b>Şeker</b>	8,4	-3,1	-6,2	-6,8	-15,8	-11,3

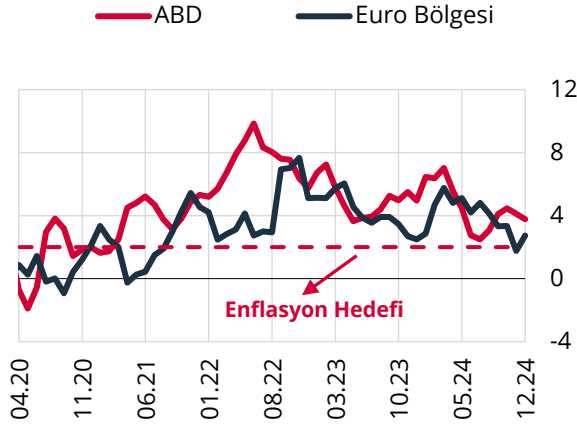
Kaynak: Bloomberg.

\* 31 Ocak 2025 ile 8 Kasım 2024 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir. Renklendirmenin kırmızı ve yeşil olması, fiyatlarda sırasıyla artış ve düşüş olduğunu göstermektedir.

**Küresel ölçekte maliye politikalarına ilişkin belirsizlikler ve ticaret politikalarında korumacı eğilimlerin güçlenme olasılığı 2025 yılı için enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmaktadır.** Son dönemde gelişmiş ülkelerin manşet enflasyonlarında gıda ve enerji fiyatları kaynaklı artışlar görülmektedir. Ücret kaynaklı baskıların zayıflamasına karşın, yüksek kira enflasyonu ve turizm-eğlence sektöründe talebin göreceli olarak güçlü olması gibi ülkeye özgü faktörler hizmet enflasyonundaki düşüşü yavaşlatmaktadır. ABD'de ve Euro Bölgesi'nde yıllık enflasyon son dönemde sınırlı oranda artarken hizmet enflasyonu ana eğilimi dalgalı bir seyir izlemektedir (Grafik 2.1.2). Bu nedenle, ABD Merkez Bankası (Fed) enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere vurguyu güçlendirmiştir. Diğer taraftan arz koşullarının normalleşmesi ve para politikalarındaki sıkı duruş nedeniyle temel mal enflasyonu küresel ölçekte dezenflasyona belirgin katkı vermeye devam etmektedir. Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalara ek olarak, maliye ve ticaret politikalarına ilişkin artan belirsizlikler, mal enflasyonundaki olumlu seyri kesintiye uğratabilecek risk unsurları olarak değerlendirilmektedir. Enflasyonun hedefler ile daha uyumlu düzeylere gerilemesi sonrası, ülkelere özgü dinamikler daha fazla önem kazanmıştır. Bu çerçevede bazı GOÜ'lerde manşet enflasyonun dönemsel yükselişler kaydederek tolerans aralığı dışında kalmaya devam ettiği görülmektedir (Grafik 2.1.3).

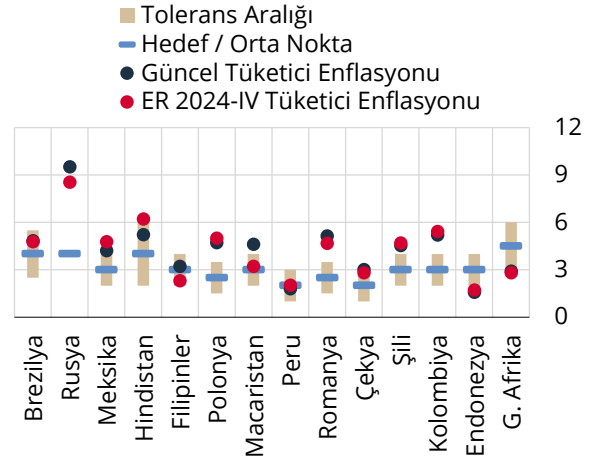


**Grafik 2.1.2: Gelişmiş Ülkelerde Hizmet Enflasyonu** (Yıllıklandırılmış 3 Aylık Hareketli Ortalama, Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: ECB, St. Louis Fed.

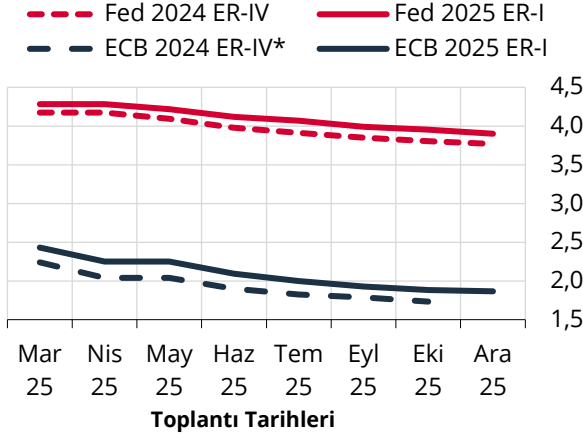
**Grafik 2.1.3: Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu** (Hedef, Tolerans Aralığı ve Gerçekleşme, %)



Kaynak: Bloomberg.

**Merkez bankaları genel olarak faiz indirim süreçlerine devam ederken piyasa fiyatlamaları, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla faizlerin daha yavaş indirileceğine işaret etmektedir.** Enflasyon ve büyüme görünümünün ülke dinamiklerine bağlı olarak farklılaşması, faiz indirimlerinin zamanlaması ve büyüklüğü ile ilgili beklentilerin de farklılaşmasına yol açmaktadır. Fed, 2024 yılı eylül ayı toplantısında 50 baz puan ile başlattığı faiz indirim sürecini, kasım ve aralık aylarında 25'er baz puanlık faiz indirimleriyle devam ettirmiş, ocak ayı sonundaki toplantıda ise politika faizini sabit tutmuştur. Ayrıca, Fed üyelerinin aralık ayındaki medyan faiz beklentileri eylül ayına göre 2025 yılı için daha az indirim işaret edecek şekilde güncellenmiş ve yapılan iletişimde daha temkinli bir indirim patikasının takip edileceği sinyali verilmiştir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise aralık ve ocak toplantılarında 25'er baz puan ile faiz indirimine devam etmiştir. Ayrıca ECB, enflasyon ve iktisadi faaliyet gelişmelerine dair değerlendirmeleriyle indirimin devam edebileceği sinyalini vermiştir. Piyasa fiyatlamaları ise hem Fed hem ECB için bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla faizlerin daha yavaş indirileceğine işaret etmektedir. 3 Şubat itibarıyla 2025 yıl sonuna kadar fiyatlanan ilave faiz indirim miktarı Fed için 42 baz puan, ECB içinse 80 baz puan seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.4). Mevcut Enflasyon Raporu döneminde İngiltere Merkez Bankası 25 baz puanlık faiz indirimi ile 2024 yılındaki ikinci faiz indirimini gerçekleştirirken İsveç Merkez Bankası 25 baz puan, Kanada Merkez Bankası ise iki toplantıda toplam 75 baz puan ile faiz indirim süreçlerini devam ettirmiştir. Diğer taraftan, Japonya Merkez Bankası ocak ayı toplantısında 25 baz puanlık faiz artırımına giderken mevcut öngörülerin gerçekleşmesi durumunda faiz artırım sürecinin devam ettirileceğinin iletişimini yapmıştır. GOÜ'lerde ise merkez bankaları enflasyon görünümündeki iyileşmenin yavaşlaması ve küresel belirsizliklere bağlı olarak faiz indirim süreçlerinde temkinli duruşlarını sürdürmüştür. Endonezya, Kolombiya, Peru, Filipinler ve Şili 25'er baz puan; Meksika ve Güney Afrika ikişer toplantıda olmak üzere toplam 50'şer baz puan ile faiz indirimine devam etmişlerdir. Öte yandan, enflasyon tahminlerini yukarı yönlü revize eden Brezilya Merkez Bankası iki toplantıda toplam 200 baz puan ile faiz artırımını devam ettiren 2024 yılı içerisinde toplam 500 baz puanlık faiz artırımını gerçekleştiren Rusya Merkez Bankası ise aralık ayında politika faizini sabit tutmuştur. Çin deflasyona dair endişeleri giderme ve yüzde 5'lik büyüme hedefine ulaşma doğrultusunda genişlemeci politika duruşunu sürdürmüştür. Enflasyona ilişkin yukarı yönlü risklerin artması, merkez bankalarının görece olarak daha sıkı bir para politikasına ihtiyaç duymalarına yol açmaktadır. Bu çerçevede, birçok gelişmekte olan ülkede 2025 yıl sonu için bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha yüksek faiz seviyeleri fiyatlanmaktadır. Ayrıca, vadeli işlemlerin ima ettiği politika faizleri ile enflasyon beklentileri, politika faizlerinin enflasyon oranlarının üzerinde belirlenmeye devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.5).

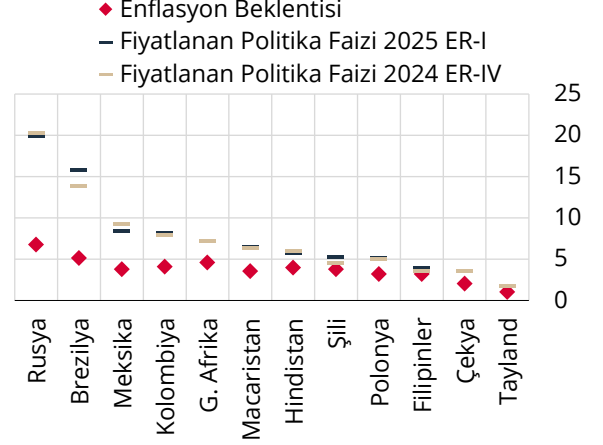
**Grafik 2.1.4: 2025 Yılı İçin Piyasa Fiyatlamalarının İma Ettiği Politika Faiz Patikaları (Efektif, %)**



Kaynak: Bloomberg.

\* 2024 ER-IV döneminde ECB için politika faizi fiyatlaması verisi Ekim 2025 toplantısına kadar bulunmaktadır.

**Grafik 2.1.5: 2025 Yılı Sonu İçin Vadeli İşlemlerin İma Ettiği Politika Faizi ve Enflasyon Beklentileri\* (% Puan)**

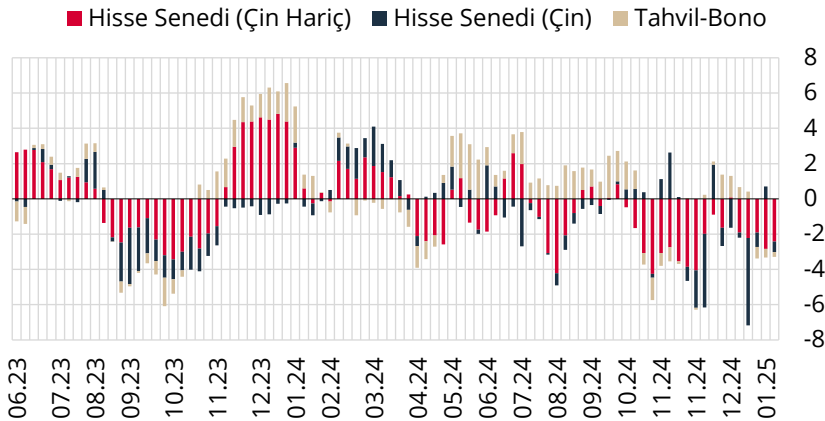


Kaynak: Bloomberg.

\* Enflasyon beklentileri Bloomberg anketinden alınmıştır.

**Artan küresel belirsizlikler ile gelişmiş ülke merkez bankalarının politika faizlerini daha yavaş indireceklerine dair beklentiler GOÜ'lerden portföy çıkışlarına neden olmaktadır.** 2024 yılı boyunca GOÜ piyasalarına yönelik portföy akımları dalgali bir seyir izlemiştir. Ayrıca, hisse senedi ve tahvil-bono piyasalarına yönelik portföy akımlarında geçtiğimiz dönemlerde görülen ayrışma, mevcut Enflasyon Raporu döneminde de sürmüştür. Son dönemde ise artan küresel belirsizliğin de etkisiyle hisse senedi piyasalarından portföy çıkışları güçlenmiştir. 8 Kasım 2024-31 Ocak 2025 döneminde Çin hariç hisse senedi piyasalarından 25,2 milyar ABD doları fon çıkışı gerçekleşirken tahvil piyasalarına 2,5 milyar ABD doları giriş olmuştur (Grafik 2.1.6). Bu dönemde, ABD seçimleri sonrasında büyüme ve enflasyon görünümündeki belirsizliklerin arttığı Çin'de, hisse senedi piyasalarından 20,2 milyar ABD doları fon çıkışı gerçekleşmiştir. Küresel ekonomi ve ticaret politikalarına ilişkin gelişmelerin, enflasyon görünümünün ve gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarına yönelik beklentilerin, önümüzdeki dönemde portföy hareketleri üzerinde belirleyici olacağı değerlendirilmektedir.

**Grafik 2.1.6: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Akımları (4 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar ABD Doları)**



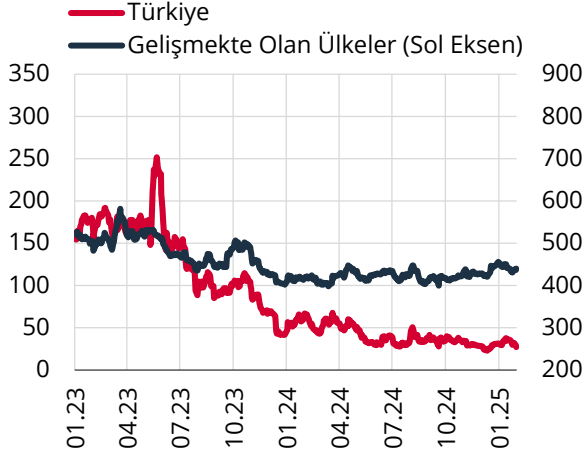
Kaynak: IIF.

## 2.2 Finansal Koşullar

**Küresel ekonomi ve ticaret politikalarına ilişkin artan belirsizlikler ve bu görünüm altında gelişmiş ülke faiz indirim süreçlerinin daha temkinli sürdürüleceğine ilişkin beklentiler, toparlanma sinyalleri veren küresel risk algısının zayıflamasına neden olmuştur.** GOÜ'lere yönelik risk iştahının gerilediği bu görünüm altında, GOÜ risk primleri artarken Türkiye CDS primi daha sınırlı bir bozulma göstererek 31 Ocak itibarıyla

255 baz puan düzeyine yükselmiştir (Grafik 2.2.1). Mevcut Enflasyon Raporu döneminde risk iştahındaki oynak seyir GOÜ varlıklarından çıkışa neden olmuştur. Türkiye'ye ise Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) piyasasında 4,18 milyar ABD doları, hisse senedi piyasasında 0,1 milyar ABD doları net giriş olmak üzere toplamda 4,27 milyar ABD doları portföy girişi gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.2).

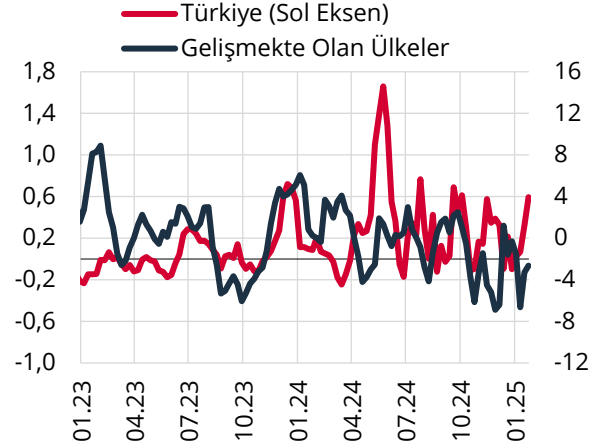
**Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke CDS Primleri\*** (5 Yıl Vadeli, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

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

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

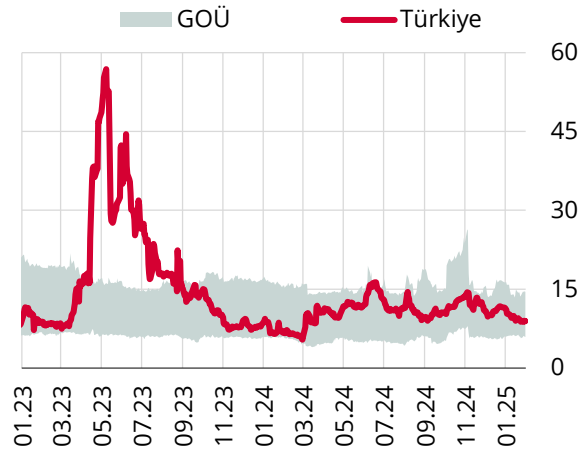


Kaynak: IIF, TCMB.

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

**Türk lirasının ima edilen oynaklığı gerileme kaydetmiştir.** Bir önceki Enflasyon Raporu döneminde küresel risk algısındaki bozulmaya paralel artış kaydeden kur oynaklıkları, mevcut Enflasyon Raporu döneminde yurt içi gelişmelerin ışığında iyileşme kaydetmiştir. Küresel risk iştahındaki zayıf ve oynak seyir devam ederken enflasyon beklentilerindeki iyileşme, Türk lirasının pozitif ayrışmasını desteklemiştir. Bu doğrultuda Türk lirasının oynaklığı 1 ay vadede yüzde 8,9 düzeyine, 12 ay vadede ise yüzde 18 seviyesine gerilemiştir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). Kısa ve uzun vadeli oynaklıklar arasındaki fark, uygulanan politikaların kur istikrarı üzerinde etkisini sürdürdüğünü ancak uzun vadeye ilişkin risk algısının devam ettiğini yansıtmaktadır.

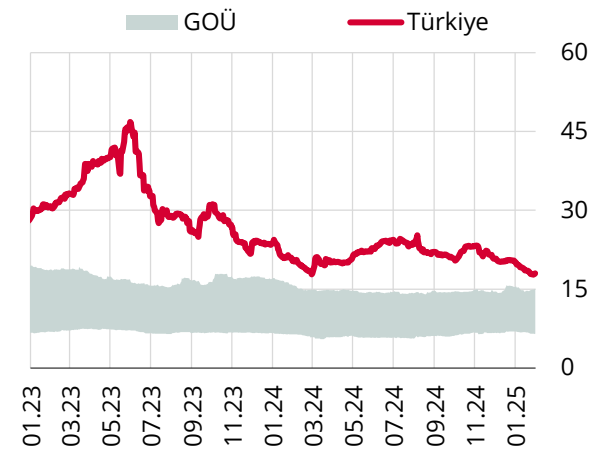
**Grafik 2.2.3: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı\*** (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

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

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

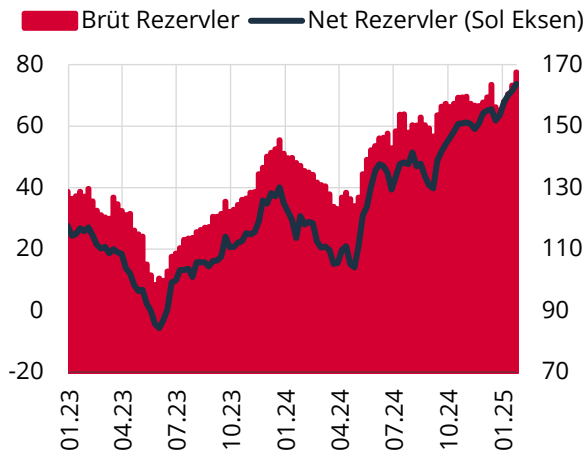


Kaynak: Bloomberg.

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

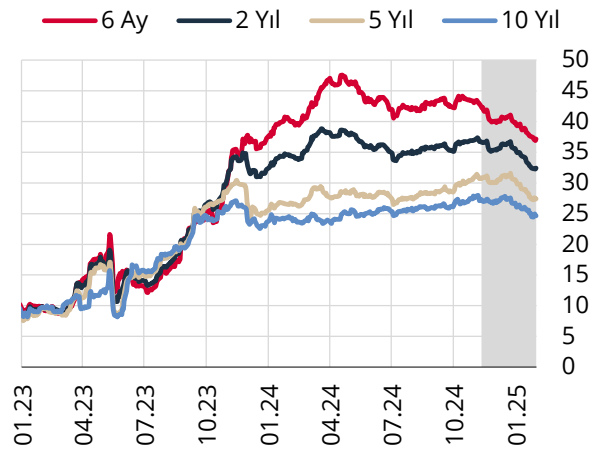
**TCMB brüt rezervleri güçlü seyrini korurken rezerv kompozisyonu belirgin iyileşme kaydetmiştir.** TCMB brüt uluslararası rezervleri, artış eğilimini sürdürerek 24 Ocak itibarıyla 167,6 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır (Grafik 2.2.5). Söz konusu rezerv artışı, küresel risk iştahının zayıfladığı bir dönemde gerçekleşirken rezerv kompozisyonunda kaydedilen iyileşme daha belirgin olmuş, aynı dönemde net uluslararası rezervler yaklaşık 12 milyar ABD doları artış kaydederek 73,7 milyar ABD doları düzeyine ulaşmıştır. Sterilizasyon araçlarının çeşitlendirilmesi kapsamında satım yönlü olarak yapılan döviz ve altın swap işlemlerinin bakiyesi de aynı dönemde artışını sürdürerek 11,6 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir.

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



Kaynak: TCMB.

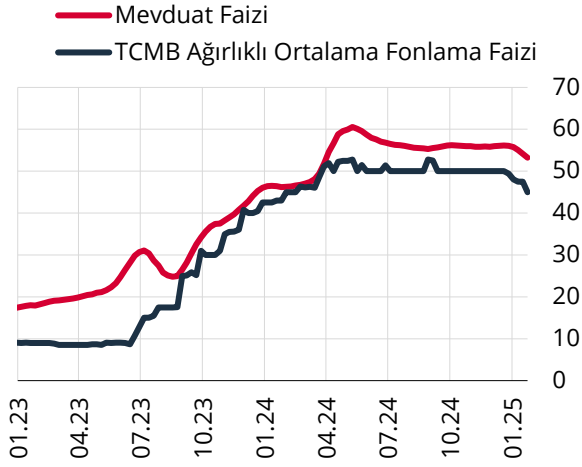
**Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)**



Kaynak: Bloomberg.

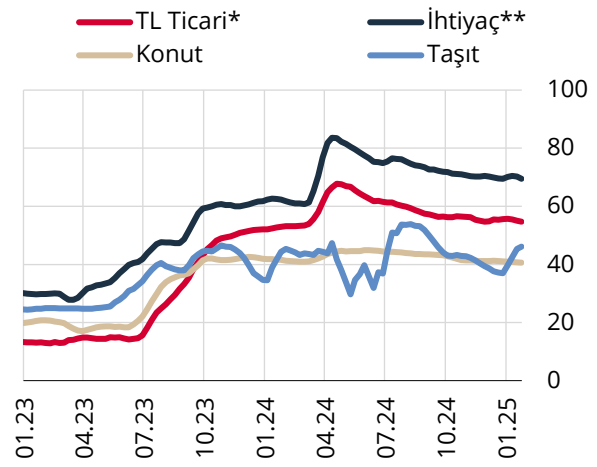
**DİBS getirileri gerileme kaydetmiştir.** DİBS piyasasına yönelik yerli ve yabancı yatırımcı ilgisi getiriler üzerinde etkili olmayı sürdürmektedir. Aralık ayı PPK toplantısındaki politika faizi indirimi ve aralık ayı enflasyon gerçekleşmesi sonrasında, DİBS getirilerinde kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere önemli derecede gerileme kaydedilmiştir (Grafik 2.2.6). Dezenflasyon sürecinin devam etmesi ve bütçe disiplininin güçlenmesiyle birlikte DİBS piyasasına ilginin artarak sürmesi ve uzun vadeli tahvil getirilerindeki düşüşün belirginleşmesi beklenmektedir.

**Finansal koşullardaki sıkılık korunmaktadır.** Para politikasındaki sıkı duruş ve TL mevduat tercihinin makroihtiyati adımlarla desteklenmesi, 2024 yılı ikinci çeyreği ve sonrasında TL mevduat faizlerinin yatay bir patikada seyretmesinde etkili olmuştur. Aralık ayında politika faiz oranında yapılan 250 baz puanı indirim sonrasında, mevduat faizlerinde politika faiz oranındakine yakın bir gerileme görülmüştür. 24 Ocak 2025 itibarıyla TL mevduat faizleri yüzde 51,8 seviyesindedir (Grafik 2.2.7). Politika faizi indirimine kadar TL mevduat faizlerinde görülen yatay seyre karşın, TL ticari kredi ve ihtiyaç kredisi faizleri 2024 yılı ikinci çeyreğinden sonra ılımlı bir azalış eğilimine girmiştir. Bu durumda, bankaların kredi talebine cevap vererek faiz indirimleri başlamadan önce görece yüksek faizle kredi kullanarak kârlılıklarını destekleme isteklerinin etkili olduğu değerlendirilmektedir. Ancak, 24 Ocak itibarıyla hem beklenen hem de gerçekleşen enflasyona göre TL ticari ve ihtiyaç kredi reel faizleri pozitif seviyededir. Politika faizi indirimi sonrası TL ticari ve ihtiyaç kredisi faiz oranlarındaki azalış TL mevduat faizlerine kıyasla daha sınırlı olmuştur. 24 Ocak itibarıyla TL ticari kredi faizleri yüzde 54,4; ihtiyaç kredisi faizleri ise yüzde 67,1 seviyesindedir. Uzun vadeli olması nedeniyle oldukça yatay bir seyir izleyen konut kredisi faizleri ve kampanyalara bağlı olarak dalgalı seyreden taşıt kredisi faizleri ise 24 Ocak itibarıyla sırasıyla yüzde 40,5 ve yüzde 40,0 seviyesindedir (Grafik 2.2.8, Grafik 2.4.1 ve Grafik 2.4.9).

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

Kaynak: TCMB.

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

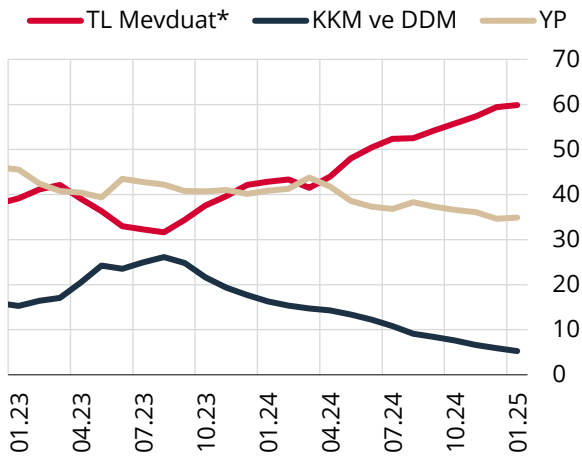
**Grafik 2.2.8: Kredi Faizleri** (Akım Veri, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

Kaynak: TCMB.

\* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

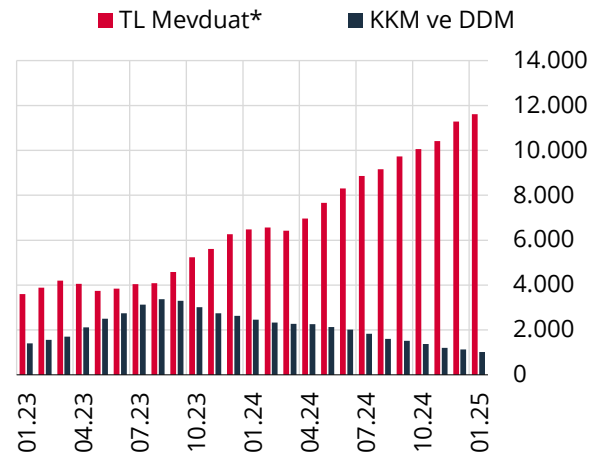
\*\* Kredili mevduat hesapları hariç.

**Bankaların mevduat kompozisyonunda kur korumalı mevduat payı azalırken TL payı artmaya devam etmiştir.** Sıkı para politikası duruşu ve TL mevduatı destekleyen makroihtiyati düzenlemeler, TL mevduat payının 2024 yılsonu için hedeflenen yüzde 50 seviyesinin üzerine çıkarak yüzde 59,4 seviyesine ulaşmasını sağlamıştır. 24 Ocak itibarıyla, bankaların mevduat kompozisyonundaki TL payı yüzde 59,9 seviyesine gelirken KKM hesaplarının toplam mevduattaki payı da azalışını sürdürerek yüzde 5,3 seviyesine düşmüştür (Grafik 2.2.9 ve Grafik 2.2.10). KKM bakiyesindeki azalışın desteklenmesi amacıyla KKM'nin TL'ye geçişine ve yenilenmesine ilişkin toplam hedef 22 Kasım 2024 tarihinde yüzde 75'ten yüzde 70'e; 20 Aralık 2024 tarihinde de yüzde 70'ten yüzde 60'a indirilmiştir. Ayrıca, 20 Aralık 2024 tarihindeki duyuru ile KKM hesapları için belirlenen asgari faiz oranı, politika faizinin yüzde 70'inden yüzde 50'sine düşürülürken KKM için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıklara faiz veya telafi ödemesi uygulaması yeni açılan ve yenilenecek olan KKM hesapları için kaldırılmıştır. Atılan bu adımlarla, KKM'nin bankacılık sektörü ve mudiler için cazibesinin azaltılması amaçlanmıştır. 2025 yılı Para Politikası metninde 2025 yılı içerisinde KKM uygulamasının sonlandırılmasının planlandığı belirtilmiştir. Bununla uyumlu olarak, 20 Ocak'ta döviz ve altın dönüşümlü kur korumalı mevduat ve katılma hesaplarında 6 ve 12 ay vadeli hesap açma ve yenileme işlemlerinin aynı gün itibarıyla sonlandırılmasına karar verilmiştir.

**Grafik 2.2.9: Mevduat Kompozisyonu (% Pay)**

Kaynak: TCMB.

\* TL mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

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

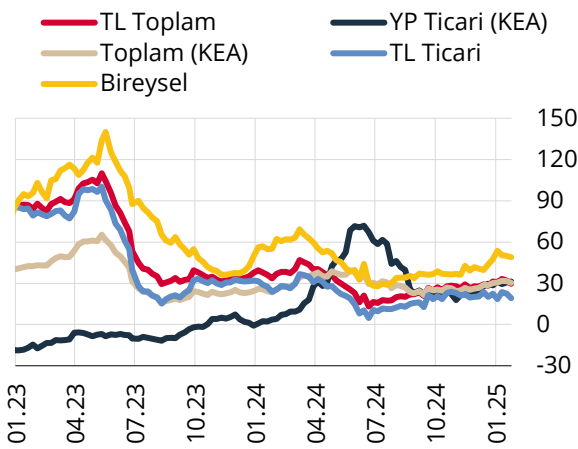
Kaynak: TCMB.

\* TL mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

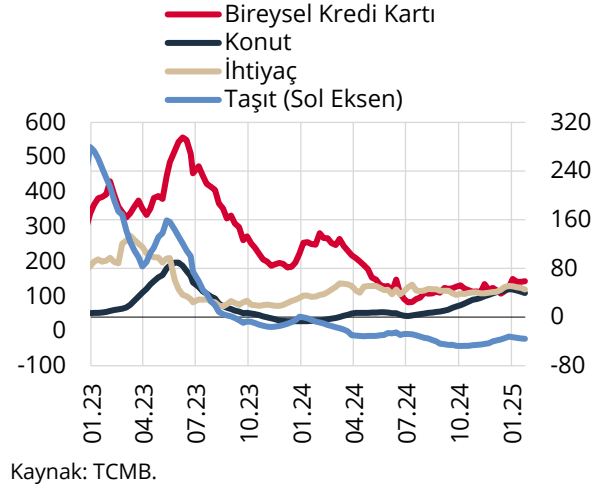
**Kur etkisinden arındırılmış toplam ticari kredi büyümesi ılımlı seyretmektedir.** Bankaların kredi kullandırma iştahına rağmen TL ticari kredi büyümesi görece zayıf seyretmeye devam etmektedir. 24 Ocak itibarıyla TL ticari kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi yüzde 19,3 seviyesinde olmuş ve kısıta tabi krediler için belirlenen aylık yüzde 2 büyüme sınırının ima ettiği patikanın bir miktar altında gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, 2024 yılı mayıs ayında getirilen yüzde 2 büyüme kısıtının temmuz ayında yüzde 1,5'e indirilmesi sonrasında azalmaya başlayan YP kredi büyümesinin mevcut Enflasyon Raporu döneminde tekrar bir miktar hızlandığı izlenmektedir. Kur etkisinden arındırılmış YP kredilerde 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme 24 Ocak itibarıyla yüzde 31,3 seviyesinde gerçekleşerek kısıta tabi krediler için belirlenen sınırın ima ettiği patikanın üzerinde oluşmuştur. Toplam ticari kredilerin kur etkisinden arındırılmış 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi mevcut Enflasyon Raporu döneminde yataya yakın seyretmiş olup 24 Ocak itibarıyla yüzde 25,0 seviyesindedir (Grafik 2.2.11). Kredi büyümesi ve kompozisyonunun dezenflasyon patikası ile uyumlu seyrini temin etmek amacıyla 4 Ocak 2025 tarihinde YP ticari krediler için yüzde 1,5 olan aylık büyüme sınırı yüzde 1'e indirilirken TL ticari kredilerde yüzde 2 olan aylık büyüme sınırı KOBİ kredileri için yüzde 2,5, diğer ticari krediler için yüzde 1,5 olacak şekilde farklılaştırılmıştır. Ayrıca KOBİ'lere, KOSGEB desteğiyle veya uluslararası kalkınma finansmanı kuruluşlarından sağlanan kaynaklarla sürdürülebilirlik kapsamında kullanılan Türk lirası kredilerin kredi büyüme sınırından muaf tutulmasına karar verilmiştir. Alınan bu kararlarla YP kredi büyümesinin yavaşlaması ve KOBİ'lerin TL finansmanının desteklenmesi amaçlanmıştır.

**Bireysel kredi büyümesi bir miktar hızlanmıştır.** Bireysel kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi mevcut Enflasyon Raporu döneminde kredi büyüme kısıtlarından istisna edilen bireysel kredi kartları, konut kredileri ve KMH büyümesi kaynaklı artarak 24 Ocak itibarıyla yüzde 49,0'a yükselmiştir. Bireysel kredi büyümesinin hızlanmasında bankaların yıl sonu bilanço dönemi nedeniyle kredi kullandırma iştahlarının da etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bireysel kredi kartları ve konut kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümeleri sırasıyla yüzde 59,0 ve yüzde 39,8 seviyesine gelmiştir. Konut kredisi büyümesinin hızlanmasında, konut fiyatı/kira oranındaki gerileme nedeniyle hanehalkının konut kredisi kullanım talebi artışının ve bankaların uzun vadeli kredi kullandırma isteklerinin etkili olduğu değerlendirilmektedir. Kredi kartı bakiye büyümesinde ise kartların pandemiden itibaren güçlenen ödeme aracı fonksiyonunun ve sunduğu taksit imkânı ile büyüme kısıtı uygulanan ihtiyaç kredilerine alternatif kredilendirme özelliği sunması etkili olmuştur. Ayrıca, yıl sonu indirim kampanyalarının da son dönemde belirleyici olduğu değerlendirilmektedir. İhtiyaç kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi ise mevcut Enflasyon Raporu döneminde bir miktar artarak 24 Ocak 2025 itibarıyla yüzde 45,6'ya yükselmiştir. KMH hariç ihtiyaç kredisi büyümesi yüzde 2 büyüme kısıtının altında kalmakla birlikte, ihtiyaç kredisi büyümesinde KMH'lerin belirgin bir etkisi görülmektedir. KMH'nin ihtiyaç kredilerindeki payı mevcut Enflasyon Raporu döneminde yüzde 28,2'den yüzde 31,2'ye yükselmiştir. Taşıt kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi mart ayından bu yana negatif bölgede kalmaya devam etmektedir (Grafik 2.2.12).

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



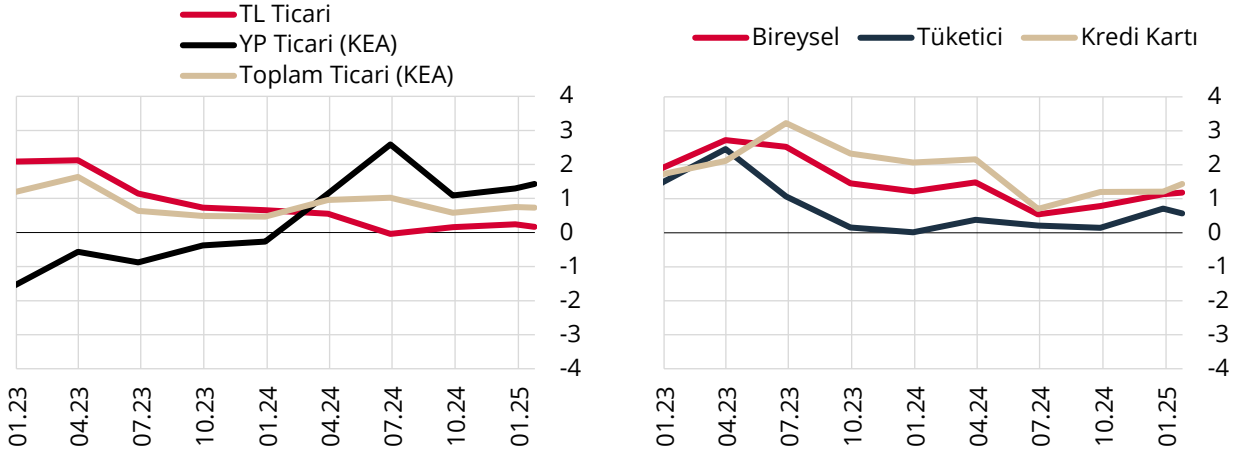
**Grafik 2.2.12: Bireysel Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, %)**



**Reel kredi kullanımı uzun dönem ortalamalarının üzerindedir.** Reel standardize TL ticari kredi değişimleri 2024 yılının ikinci yarısından bu yana uzun dönem ortalamasına yakın seyretmektedir. Diğer taraftan, reelleştirilmiş ve kur etkisinden arındırılmış standardize YP ticari kredi değişimleri 2024 yılı mayıs ayında

getirilen ve temmuz ayında sıkılaştırılan kredi büyüme kısıtlarının etkisi ile yavaşlasa da hala uzun dönem ortalamasının üzerindedir. Aylık büyüme kısıtlarının yüzde 1,5'ten yüzde 1'e indirilmesi kararı ile YP kredi büyümesinin önümüzdeki dönemde uzun dönem ortalamasına yakınsaması beklenmektedir. YP ticari kredilerin etkisiyle, kur etkisinden arındırılmış ve reelleştirilmiş toplam standardize ticari kredi değişimleri de uzun dönem ortalamasının üzerindedir. Reel standardize tüketici kredi değişimleri mevcut Enflasyon Raporu döneminde bir miktar artarak uzun dönem ortalamalarının üzerine yükselirken bireysel kredi kartı değişimleri ise uzun dönem ortalamalarının üzerindeki seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.2.13).

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

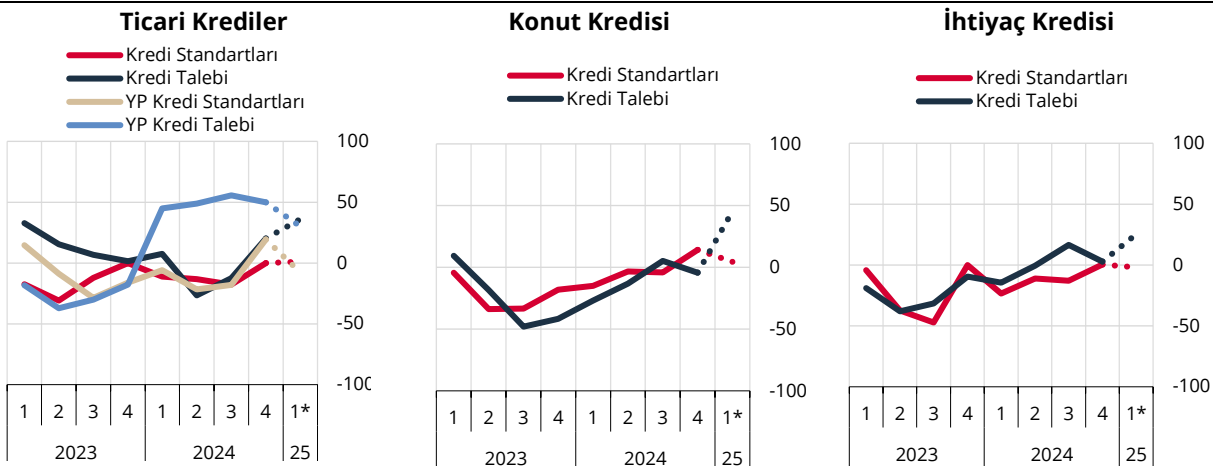


Kaynak: TCMB.

\* 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 Anketine (BKEA) göre, 2025 yılı ilk çeyreğinde hem firma hem de bireysel kredi talebinin artması beklenmektedir.** Bankalar, 2025 yılı ilk çeyreğinde önceki çeyreğe kıyasla TL ticari kredi standartlarında önemli bir değişim olmayacağını ancak TL ticari kredi talebinin yükseleceğini beklemektedir. YP ticari kredilerde ise kredi büyüme sınırının 4 Ocak'ta yüzde 1'e düşürülmesinin de etkisiyle ilk çeyrekte YP ticari kredi standartlarının sıkılaşacağını ancak firmaların YP kredi talebinin devam edeceğini düşünmektedir. Yılın ilk çeyreğinde konut kredi standartlarındaki gevşemenin devam etmesi, ihtiyaç kredi standartlarında çok sınırlı bir sıkılaşma olması, ancak her iki kredi türüne olan talebin yükselmesi beklenmektedir (Grafik 2.2.14).

**Grafik 2.2.14: Kredi Standartları ve Kredi Talebi**



Kaynak: BKEA, TCMB.

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

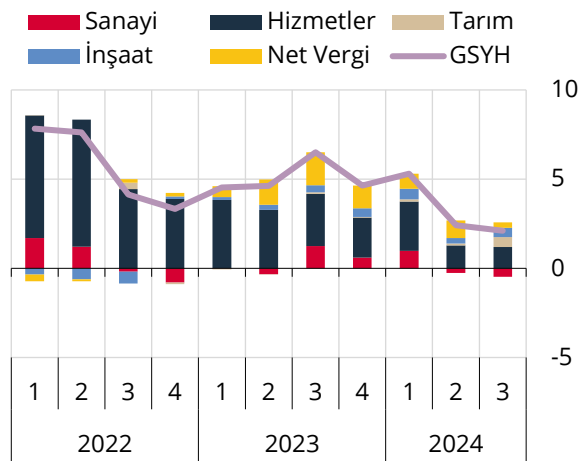
## 2.3 İktisadi Faaliyet

### Arz ve Talep Gelişmeleri

**GSYH verileri, 2024 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyette sınırlı ivme kaybına işaret etmiştir.**

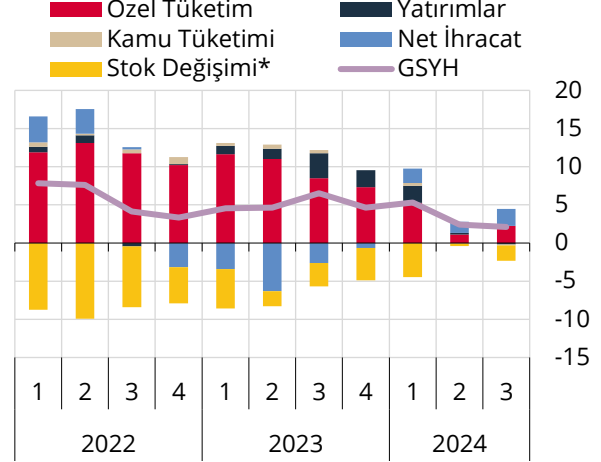
Üçüncü çeyrekte GSYH, yıllık bazda yüzde 2,1 oranında artarken çeyreklik bazda yüzde 0,2 oranında daralmıştır. Ayrıca, ilk çeyrek büyüme oranı çeyreklik olarak 0,2 puan (yüzde 1,4'den yüzde 1,2'ye), ikinci çeyrek ise 0,3 puan (yüzde 0,1'den yüzde -0,2'ye) aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu dönemde, yıllık büyümenin üretim yönünden temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam etmiştir. Sanayi sektörü dışında bütün sektörlerin üretim yönünden yıllık büyümeye pozitif katkı verdiği görülmüştür (Grafik 2.3.1). Çeyreklik bazda ise inşaat ile hizmet sektörleri büyümeye pozitif katkı veren sektörler olarak öne çıkmıştır. Harcama yönünden bakıldığında, nihai yurt içi talep üçüncü çeyrekte de yıllık büyümeye yüksek katkı vermeye devam etmiştir. Stok değişiminin büyümeyi sınırlayıcı katkısı ile birlikte ele alındığında yurt içi talebin yıllık büyümeye katkısının 0,1 puan ile oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Bu dönemde, tüketimin yıllık büyümeye katkısı, bir önceki çeyreğe kıyasla artmasına rağmen, ılımlı bir seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.2). Net ihracatın yıllık büyümeye pozitif katkısı ise artarak sürmüştür. İlimli olmakla birlikte talepte gözlenen artış, büyük ölçüde özel tüketim talebindeki artıştan kaynaklanırken kamu tüketimi ve toplam yatırımların yıllık büyümeye katkısı negatif yönde gerçekleşmiştir. Yatırım kalemleri arasında inşaat yatırımlarının büyümeye pozitif katkısı devam ederken makine-teçhizat yatırımları önceki çeyrekte olduğu gibi yıllık bazda azalış kaydetmiştir. Çeyreklik bazda bakıldığında, özel tüketim azalışını sürdürürken yatırımlar önceki çeyrekteki düşüşün ardından üçüncü çeyrekte artış kaydetmiştir. Bu dönemde, mal ve hizmet ihracatı çeyreklik bazda artarken mal ve hizmet ithalatı azalış kaydetmiş, net ihracatın çeyreklik büyümeye katkısı ise pozitif olmuştur. Böylece büyümenin talep kompozisyonundaki dengeli seyir devam etmiştir. Özetle, 2024 yılının ilk üç çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, iktisadi faaliyette ılımlı bir yavaşlama olduğunu göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

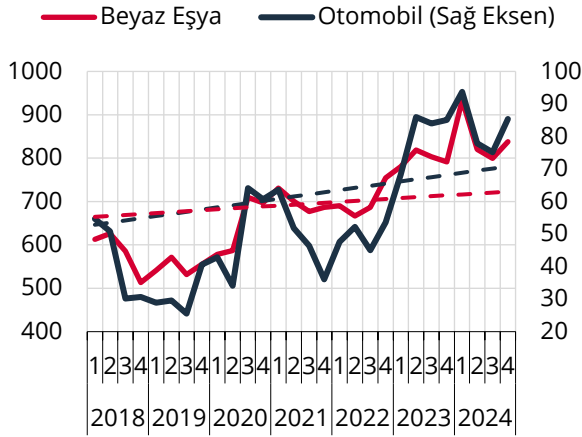
\* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiksel sapmayı içermektedir.

**Yakın döneme ilişkin göstergeler, yurt içi talebin enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelerde bulunduğunu göstermektedir.** Ticaret satış hacim endeksinin alt kalemlerinden olan perakende satış hacim endeksi kasım ayı itibarıyla 2024 yılının son çeyreğinde yüzde 4 oranında artmıştır (Grafik 2.3.4). Yılın son çeyreğinde kampanyalar ve yaklaşan ücret güncellemeleri kaynaklı öne çekilen talep, hanehalkının mal talebinin gücünü korumasına katkıda bulunmuştur. Bununla birlikte, altın hariç bakıldığında perakende satış hacmindeki çeyreklik artış daha ılımlıdır (Mercek Altı 2.2, Enflasyon Raporu 2024-IV). Aynı dönemde, ticaret satış hacim endeksinin diğer alt kalemlerinden toptan ticaret ve motorlu taşıtların ticaretinde çeyreklik bazda görülen artışlar, perakende ticarete kıyasla daha düşük seviyede gerçekleşmiştir. Hanehalkı nihai tüketiminin hizmet harcamaları bileşeni ile oldukça benzer hareket eden hizmet üretim endeksi, önceki çeyreğe göre yüzde 0,2 oranında artmış, yıllık bazda ise gerilemiştir (Grafik 2.3.5). İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, iç piyasa siparişlerinin dördüncü çeyrekte arttığını, ancak tarihsel



ortalamasının altında bir seyir izlemeye devam ettiğini göstermektedir. Otomobil ve beyaz eşya satışları önceki iki çeyrekteki gerilemelerinin ardından son çeyrekte telafi eğilimi sergilemiştir (Grafik 2.3.3). Kartla yapılan reel harcamaların aylık bazda artış oranları ekim ve kasım aylarında önceki çeyrek ortalamasının altına inerken aralık ayında bir miktar artmıştır. Böylece, kart harcamalarının artışı çeyreklik bazda sınırlı miktarda yükselmiştir. Ocak ayına ilişkin veriler ise kart harcamalarında aylık ve çeyreklik bazda azalışa işaret etmektedir. Bununla birlikte, kartla yapılan hizmet harcamalarının mallara yapılan harcamalara kıyasla görece zayıf bir eğilim izlediği dikkat çekmektedir. Benzer biçimde, ocak ayı itibarıyla firma görüşmelerinden edinilen tüketim harcamalarına ilişkin tespitler 2024 yılının son çeyreğinin ardından harcamaların mevsimsel geçişle uyumlu şekilde hız kestiğine işaret etmektedir (Kutu 2.1).

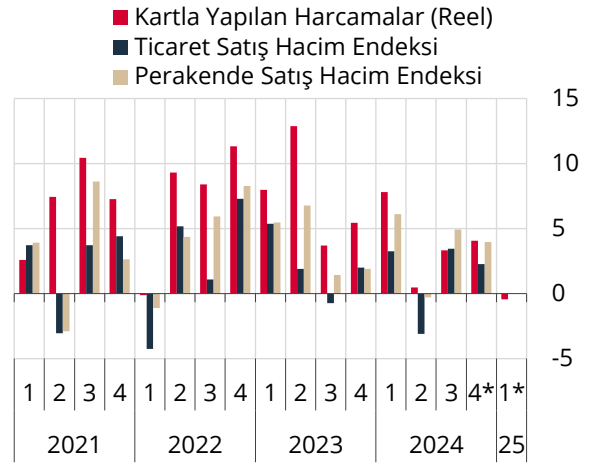
**Grafik 2.3.3: Beyaz Eşya ve Otomobil Satışları\*** (Bin Adet, Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış)



Kaynak: ODM, TCMB, TURKBESD.

\* Kesikli çizgiler 2010-2018 dönemi eğilimini göstermektedir.

**Grafik 2.3.4: Tüketim Göstergeleri** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)

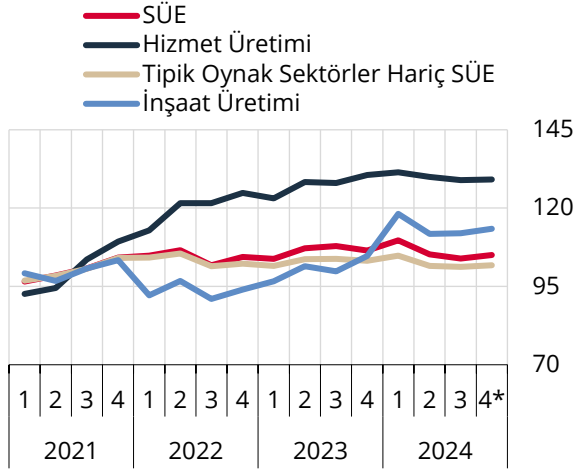


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Perakende satış ve ticaret satış hacim endeksleri ekim-kasım ayları ortalaması itibarıylardır. Kartla yapılan harcamalar ocak itibarıylardır. TÜFE ile reelleştirilmiştir.

**Üretim göstergelerinde ılımlı bir toparlanma gerçekleşmektedir.** 2024 yılının kasım ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak sanayi üretimi çeyreklik bazda yüzde 1,1 oranında artış göstermiştir (Grafik 2.3.5). Böylece, yılın ikinci ve üçüncü çeyreklerinde art arda negatif çeyreklik büyüme kaydeden sanayi üretimi, kasım ayı itibarıyla son çeyrekte artış kaydetmiştir. Bununla birlikte, diğer ulaşım gibi tipik olarak daha oynak bir seyir izleyen sektörler dışlandığında sanayi üretimindeki toparlanmanın bir miktar daha ılımlı olduğu değerlendirilmektedir. Hizmet üretimi de 2024 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerindeki gerilemenin ardından kasım ayı itibarıyla çeyreklik bazda yüzde 0,2 oranında sınırlı bir artış kaydetmiştir. Bu çerçevede, hizmet üretimindeki toparlanmanın sanayi üretimine kıyasla daha yavaş gerçekleştiği görülmektedir. TÜİK tarafından 2025 yılının ocak ayı itibarıyla yayımlanmaya başlanan İnşaat Üretim Endeksi, deprem kaynaklı inşa faaliyetlerinin süren desteğiyle birlikte, kasım ayı itibarıyla son çeyrekte çeyreklik bazda yüzde 1,3 oranında, önceki yılın ekim-kasım dönemine göre ise yüzde 8,8 oranında artış kaydetmiştir (Mercek Altı 2.1). İYA ve PMI gibi anket bazlı göstergeler de 2024 yılının son çeyreğinde sanayi faaliyetindeki toparlanmayı teyit etmektedir. Bu dönemde, üretim, istihdam ve talebe ilişkin anket göstergeleri bir önceki çeyreğe göre artış kaydetmiştir. Kapasite kullanım oranındaki çeyreklik azalış son çeyrekte de sürmekle birlikte, 0,4 puan ile oldukça sınırlı gerçekleşmiştir. Böylece kapasite kullanım oranı son çeyrekte yüzde 75,5 olurken ocak ayı itibarıyla yüzde 74,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Benzer şekilde, PMI üretim göstergesi de son çeyrekte halen eşik değerinin altında olmakla birlikte çeyreklik bazda artış kaydederken ocak ayında önceki çeyrekteki seviyesini korumuştur (Grafik 2.3.6). Özetle, dördüncü çeyrekte üretim göstergelerinde toparlanma gerçekleşmekle birlikte söz konusu toparlanma, aynı zamanda hizmet talebi için de bilgi veren hizmet üretim endeksinde daha sınırlı şekilde gerçekleşmiştir.

**Grafik 2.3.5: Sanayi, Hizmet ve İnşaat Üretim Endeksleri\*\*** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2021=100)

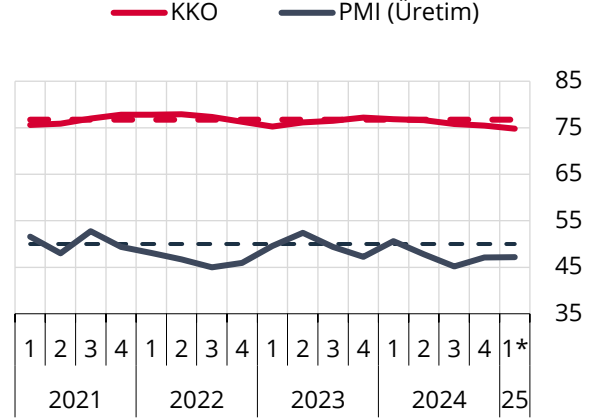


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Ekim-kasım ayları ortalamasıdır.

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

**Grafik 2.3.6: Kapasite Kullanım Oranı ve PMI\*\*** (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



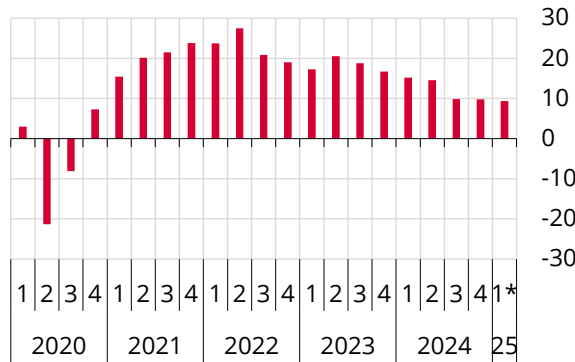
Kaynak: S&P, TCMB, TÜİK.

\* Ocak ayı itibarıyla.

\*\* Kesikli çizgiler KKO için 2011-2019 ortalaması, PMI için 50 eşik değeridir.

**İmalat sanayi firmalarının yatırım eğilimleri yatay seyretmektedir.** Diğer ulaşım hariç sermaye malları üretimi, yatırım eğiliminde dördüncü çeyrekte gözlenen yatay seyir ile büyük ölçüde uyum arz etmektedir (Grafik 2.3.7). Kasım ayı itibarıyla dördüncü çeyrekte sermaye malları üretim endeksi çeyreklik bazda artarken taşıt ve tipik olarak oynaklık sergileyen diğer ulaşım sektörleri dışlandığında sermaye malları üretimi ılımlı azalış kaydetmiştir. Buna karşılık, taşımacılık araçları hariç sermaye malları ithalatı, bu dönemde çeyreklik bazda yatay seyretmiştir (Grafik 2.3.8).

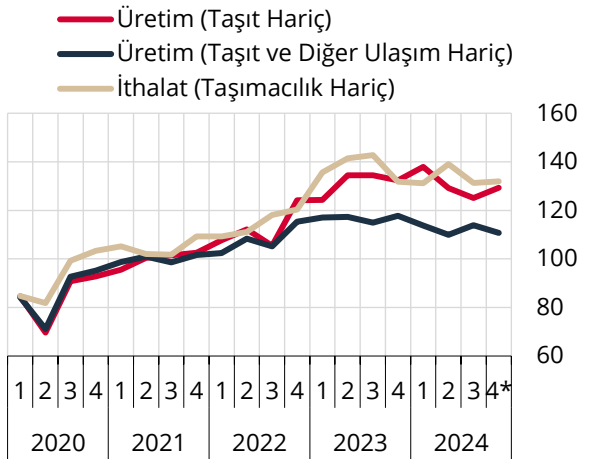
**Grafik 2.3.7: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması Beklentileri** (Artacak-Azalacak, Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

\* Ocak ayı itibarıyla.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

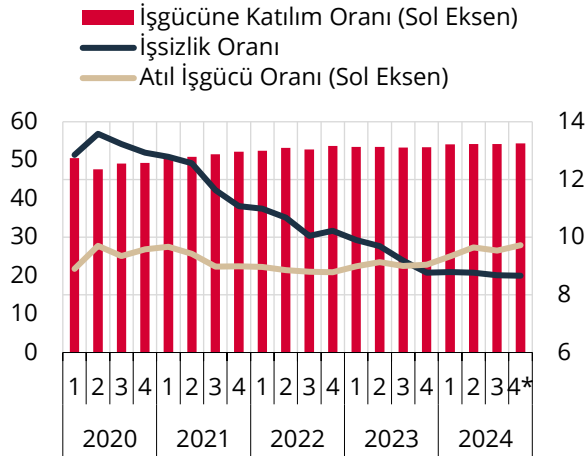
\* Ekim-kasım ayları ortalamasıdır.

## İşgücü Piyasası Gelişmeleri

**İstihdam dördüncü çeyrekte artışını sürdürmüştür.** Kasım ayı itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam çeyreklik bazda yüzde 0,5 oranında (150 bin kişi) artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılım oranı ise 0,2 puan yükselerek yüzde 54,4 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.9). İşsizlik oranı yılın son çeyreğinde bir önceki çeyrek ile aynı gerçekleşerek yüzde 8,7 olmuştur. Bu dönemde işsizlik oranı üzerinde, nüfus artışının 0,13 puan, katılım oranındaki artışın 0,28 puan yükseltici etkisi bulunurken

istihdam artışının 0,42 puan düşürücü etkisi olmuştur (Grafik 2.3.10 ve Grafik 2.3.11). Öte yandan, işgücü piyasasının tamamlayıcı göstergelerinden olan atıl işgücü oranının kasım ayı itibarıyla çeyreklik olarak 1,4 puan artarak yüksek seviyesini koruması, işgücü piyasasının manşet göstergelerin ima ettiğinden daha az sıkı olduğuna işaret etmektedir (Grafik 2.3.9).

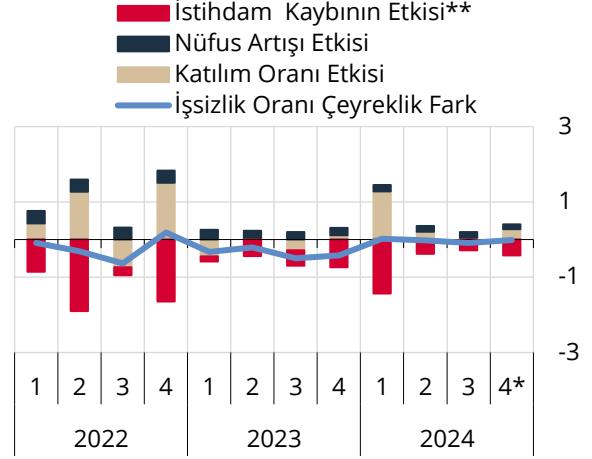
**Grafik 2.3.9: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)**



Kaynak: TÜİK.

\* Ekim-kasım ayları ortalamasıdır.

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



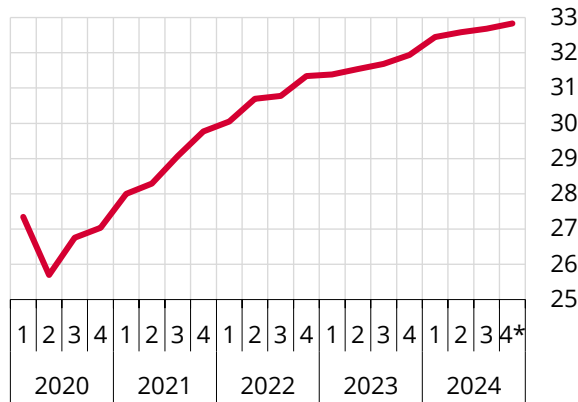
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Ekim-kasım ayları ortalamasıdır.

\*\* İstihdam kaybının etkisinin eksi değer alması istihdam artışı olduğuna işaret etmektedir.

**Anket göstergeleri imalat sanayi firmalarının geleceğe yönelik istihdam beklentilerinde, tarihsel ortalamasının altında seyreden yatay bir görünüme işaret etmektedir.** 2024 yılının son çeyreğinde toplam iş ilanları gerilerken toplam ilan başına başvuru sayısı artmıştır. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, son çeyrekte firmaların istihdam görünümünün önceki çeyreğe göre bir miktar toparlanma kaydettiğini, ancak gelecek üç ay içindeki istihdam beklentilerinin halen tarihsel ortalamasının altında seyrettiğini göstermektedir (Grafik 2.3.12). Ocak ayı verileri ise 2025 yılının ilk çeyreğinde söz konusu seyrin sürdüğüne işaret etmektedir.

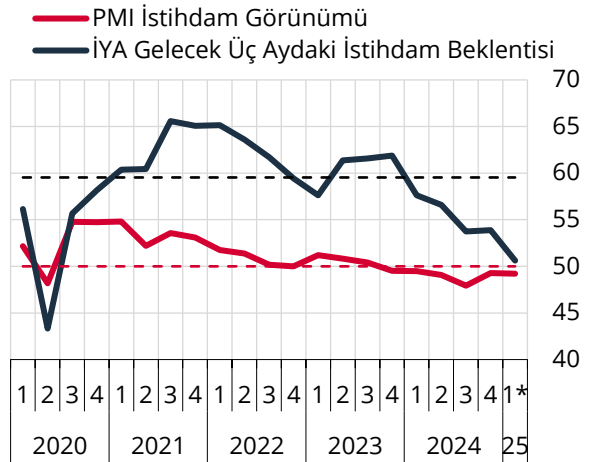
**Grafik 2.3.11: Toplam İstihdam (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)**



Kaynak: TÜİK.

\* Ekim-kasım ayları ortalamasıdır.

**Grafik 2.3.12: Sanayi Sektöründe İstihdam Görünümü ve Beklentisi\*\* (Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak)**



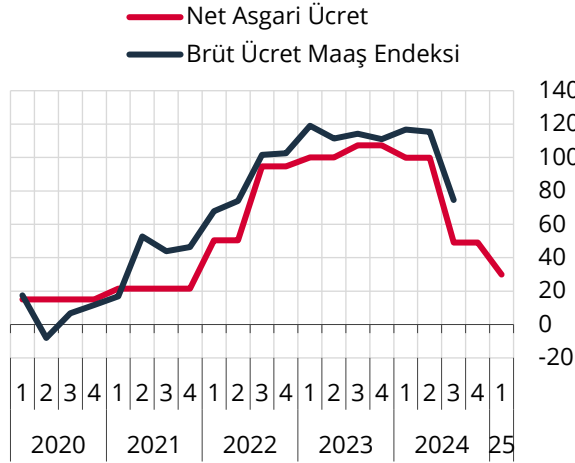
Kaynak: S&P Global, TCMB.

\* Ocak ayı itibarıyla.

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

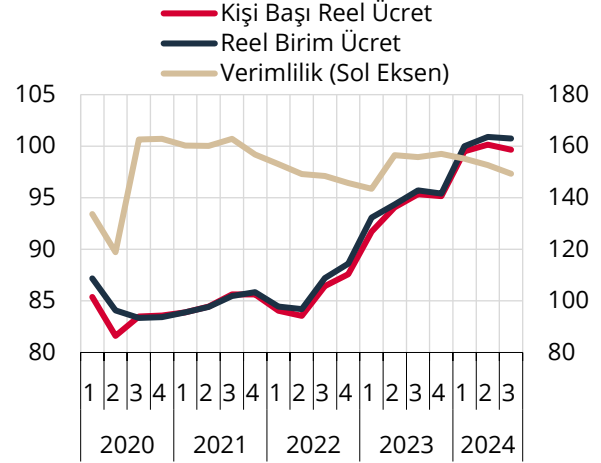
**Tarım dışı nominal ücretlerdeki yıllık artış oranı 2024 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 74,7 olarak gerçekleşmiştir** (Grafik 2.3.13). Üçüncü çeyrekte tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam) sınırlı bir oranda gerilemiştir. Kişi başı reel ücretlerin bu dönemde verimlilikteki azalışa kıyasla daha yüksek bir düşüş kaydetmesiyle tarım dışı reel birim ücretlerde (kişi başı reel ücret/verimlilik) üçüncü çeyrekte ılımlı azalış görülmüştür (Grafik 2.3.14). Bu çerçevede, takip eden dönemde reel birim ücretlerin, bir önceki yıla kıyasla daha ılımlı seyrederek dezenflasyon sürecine katkı vermesi beklenmektedir.

**Grafik 2.3.13: Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret (Nominal, Yıllık % Değişim)**



Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

**Grafik 2.3.14: Tarım Dışı Kısmi Emek Verimliliği\*, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret\*\* (Mev. Arındırılmış, 2021=100)**



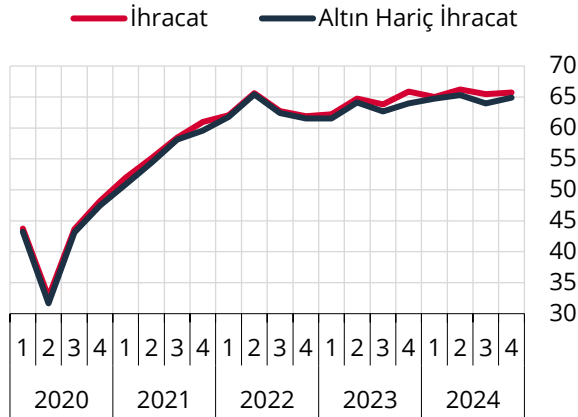
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam.

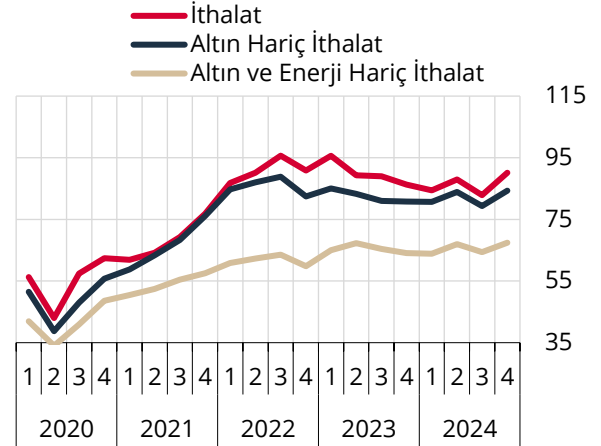
\*\* Kişi başı reel ücret/verimlilik. Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

## Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

**İhracat ve ithalat 2024 yılının son çeyreğinde artmıştır.** Üçüncü çeyrekte azalış gösteren mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat yılın son çeyreğinde Türkiye'nin ana ticaret ortaklarının iktisadi faaliyetindeki görece ılımlı seyrin de etkisiyle sınırlı bir artış göstermiştir (Grafik 2.3.15). Altın ihracatı üçüncü çeyreğe kıyasla belirgin şekilde gerilemiş, böylelikle mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak altın hariç ihracattaki artış manşet ihracattaki artış oranına göre daha yüksek olmuştur. Bu dönemde, diğer ulaşım araçları, fabrikasyon metal, motorlu kara taşıtları ve gıda ürünleri sektörleri ihracata pozitif katkı sağlarken ana metal, makine ve teçhizat, bilgisayar, elektronik ve optik ürünler sektörleri ihracat artışını sınırlamıştır. Bölgesel olarak ise yıllıklandırılmış olarak Avrupa Birliği, Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT) ve Kuzey Amerika ülkelerine yapılan ihracat artarken Afrika ülkeleri ile Orta Doğu'ya yapılan ihracat gerilemiştir. Diğer yandan, üçüncü çeyrekte gerileme gösteren mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ithalat yılın son çeyreğinde artmıştır (Grafik 2.3.16). Bu dönemde altın ithalatı ile mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış enerji ithalatında, altın ithalatında daha yüksek olmak üzere bir önceki çeyreğe kıyasla artışlar gözlenmiştir. Bu çerçevede, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak altın hariç ithalattaki artış manşet ithalata göre daha sınırlı olmuştur. Çeyreklik artışa en yüksek katkılar, tüketim ve ara malı ithalatından gelmiştir. Tüketim malı ithalatının artışına yüksek katkı veren mücevher kalemi dışlandığında ise yatay bir görünüm izlenmiştir. Dış ticaret açığında yılın üçüncü çeyreğinde gözlenen azalış yılın son çeyreğinde altın dış ticaret açığındaki yükselişle birlikte yerini artışa bırakırken altın hariç dış ticaret açığındaki bozulma daha düşük seviyelerde kalmıştır. Bu dönemde çekirdek dış ticaret açığında da bozulma gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, geçici dış ticaret verileri ocak ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak aylık bazda hem ihracatta hem de ithalatta azalışa işaret etmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış olarak tüketim malı ithalatı ise son çeyrekteki artışının ardından ocak ayında bir miktar gerilemekle birlikte, yüksek seviyesini korumuştur. 2024 yılı son çeyreğinde aylık bazda ortalama olarak 0,8 milyar dolar seviyesinde seyreden mücevher ithalatı ise 2025 yılı başında gerileyerek ocak ayında yaklaşık 0,1 milyar dolar olmuştur. Bunun sonucunda, mücevher kalemi hariç tüketim mallarında artış gerçekleşmiştir. Bu çerçevede, çeyreğin geri kalanında tüketim malları başta olmak üzere ithalatın izleyeceği seyir talepteki dengelenmenin seyri açısından yakından izlenecektir.

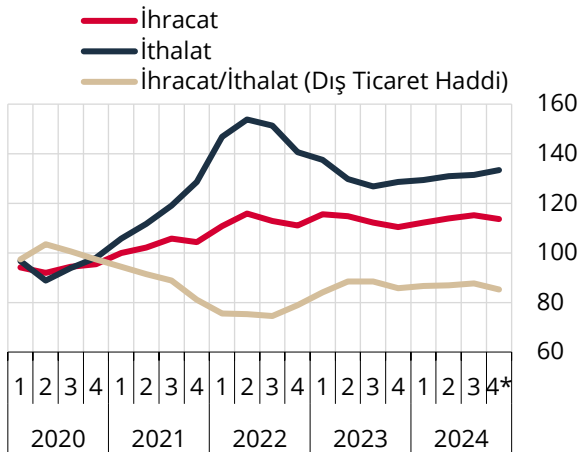
**Grafik 2.3.15: İhracat** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

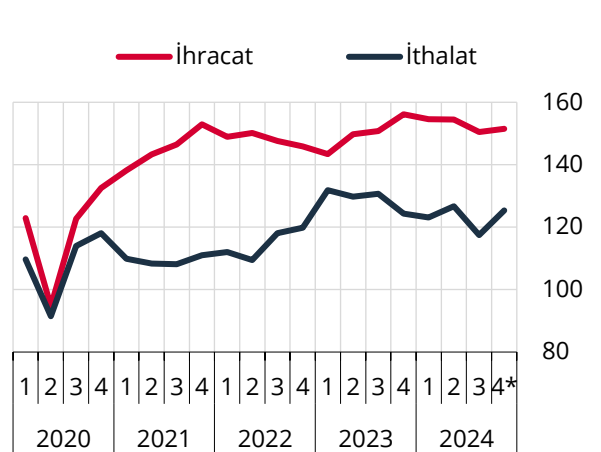
Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Dış ticaret haddi 2024 yılı son çeyreğinde düşerken hem ihracat hem ithalat miktar endeksleri ihracattaki daha sınırlı olmak üzere artış kaydetmiştir.** Dördüncü çeyrekte ihracat fiyatları gerilerken ithalat fiyatları artmıştır (Grafik 2.3.17). Böylelikle dış ticaret haddi azalarak dış ticaret dengesini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu dönemde ABD dolarının euro karşısında değer kazanmasının ve Türkiye'nin ihracat gelirlerinde euro cinsi gelirlerin payının ABD dolarına göre daha yüksek olmasının da bu azalışta etkili olduğu değerlendirilmektedir (Kutu 2.2). Diğer taraftan, dış ticaret miktarları açısından bakıldığında, 2024 yılı son çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracatta daha sınırlı olmak üzere hem reel ihracat hem reel ithalat artış kaydetmiştir (Grafik 2.3.18). Söz konusu gelişme çeyreklik olarak dış ticaret açığını artırıcı yönde etkide bulunmuştur. Mal grupları bazında incelendiğinde, ithalat miktarındaki artışa başta tüketim malları olmak üzere ara malları ithalatının da katkı verdiği görülürken yatırım malları ithalatında azalış gözlenmiştir (Grafik 2.3.19). Tüketim malı ithalat miktarındaki seyirde ekim-kasım aylarındaki artış etkili olmuştur. 2023 yılı ağustos ayı itibarıyla işlenmemiş altın ithalatına uygulanan kota uygulaması sonrası, işlenmemiş altın ithalatı belirgin şekilde gerilerken mücevher ithalatı hızlı bir artış sergilemiş ve tüketim malı ithalatında yüksek artışlar gözlenmesine neden olmuştur.<sup>1</sup> Mücevher ithalatının son çeyrekteki güçlü artışı ile beraber göz önünde bulundurulduğunda mücevher hariç tüketim malındaki yükselişin oldukça ılımlı olduğu değerlendirilmektedir.

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

Kaynak: TÜİK.

\* Aralık verisi fiyat varsayımları kullanılarak hesaplanmıştır.

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

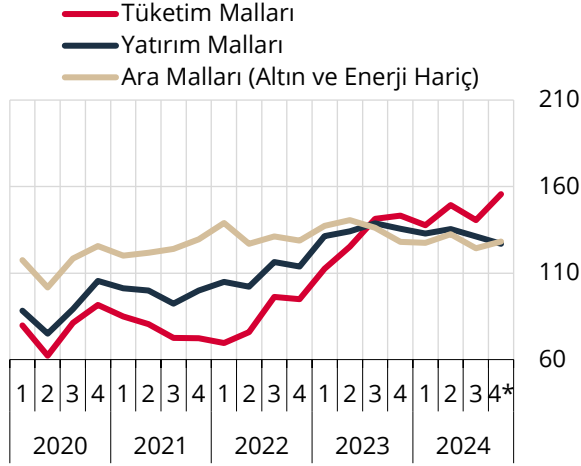
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Aralık miktar endeksleri, fiyat varsayımları çerçevesinde tahmindir.

<sup>1</sup> Bu konuda daha detaylı bilgi için: Aldan A., Eren, O., Eriş, B. ve Yazıcı, D. (2025). "Altın İthalat Kotası ve Tüketim Talebi Göstergeleri". TCMB Blog.

**Hizmetler dengesinin cari dengeye güçlü katkısı sürmektedir.** Kasım ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış seyahat gelir dengesindeki fazlanın yüksek seviyesini sürdürmesinin etkisiyle hizmetler dengesi fazlası 2024 yılının son çeyreğinde güçlü görünümünü korumuştur (Grafik 2.3.20). Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış yabancı ziyaretçi sayısında devam eden artış eğilimi, seyahat gelirlerindeki artışın sürükleyicisi olmaya devam etmiştir. Öncü veriler, aralık ayında yabancı ziyaretçi sayısının görece yüksek seviyesini koruyacağına ve net seyahat gelirine olumlu katkı sunmaya devam edeceğine işaret etmektedir.

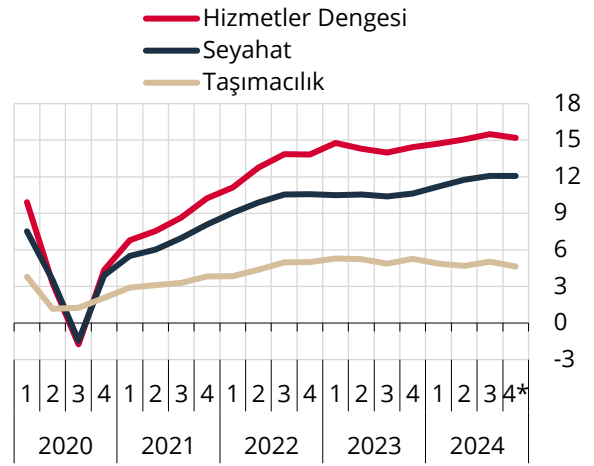
**Grafik 2.3.19: Mal Grupları İtibarıyla İthalat Miktar Endeksleri** (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Ekim-kasım ayları ortalamasıdır.

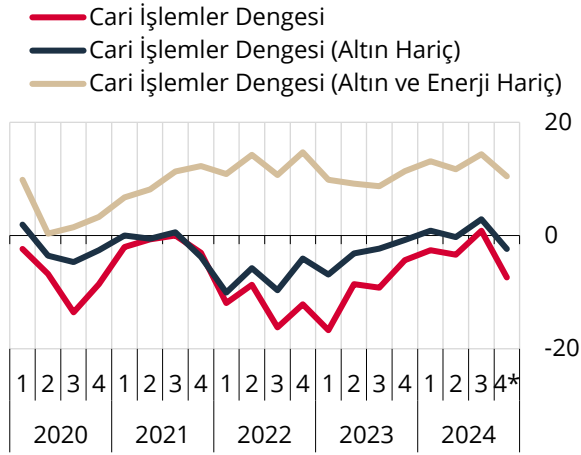
**Grafik 2.3.20: Hizmetler Dengesi** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

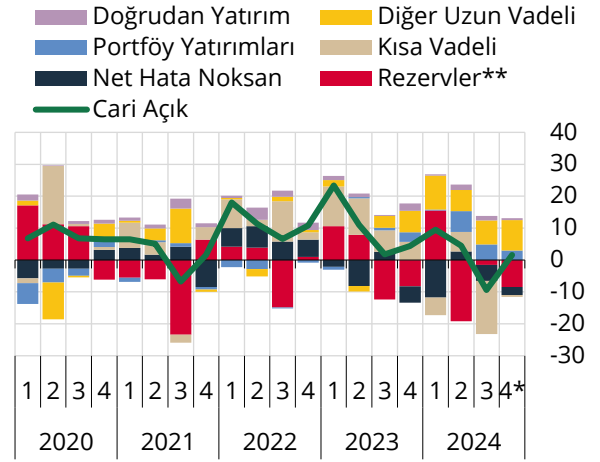
\* Ekim-kasım ayları ortalamasıdır.

**Cari işlemler dengesinde üçüncü çeyrekte gözlenen iyileşme eğilimi, hizmetler dengesindeki güçlü görünüme karşın dış ticaret açığındaki artışın etkisiyle son çeyrekte duraksamıştır.** Son çeyrekte hizmetler dengesinin cari dengeye sunduğu katkı devam etmiştir. Bununla birlikte, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ödemeler dengesi tanımlı mal ticareti dengesinde bir önceki çeyrekte gözlenen azalış eğilimi bu dönemde altın ve enerji dış ticaret açığının artmasının da etkisiyle duraksamış ve mal ticareti açığı bir önceki çeyreğe göre 6,8 milyar ABD doları artarak 2023 yılı son çeyrek seviyesinin üzerinde gerçekleşmiştir. Böylelikle, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari açık, dördüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre bir miktar artmıştır (Grafik 2.3.21). Benzer şekilde ana eğilim göstergesi niteliğindeki altın ve enerji hariç cari işlemler dengesindeki fazla da mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak son çeyrekte gerilemiştir. Önümüzdeki dönemde tüketim başta olmak üzere ithalat gelişmelerinin, dış ticaret ve cari dengenin seyri açısından belirleyici olacağı değerlendirilmektedir (Mercek Altı 2.2).

**Grafik 2.3.21: Cari İşlemler Dengesi** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

\* Ekim-kasım ortalamaları kullanılarak hesaplanmıştır.

**Grafik 2.3.22: Cari Açığın Finansmanı** (Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

\* Ekim-kasım değerlerine göre tahmin edilmiştir.

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

**2024 yılı son çeyreğinde, cari işlemler dengesinin finansmanında hisse senedi ve DİBS piyasasına girişler azalırken uzun vadeli kalemlerin ağırlığı artmıştır.** Bu dönemde rezerv birikimi devam ederken net hata ve noksan kaleminde çıkışlar gözlenmiştir. Kasım ayı itibarıyla son çeyrekte yurt dışı yerleşiklerin gayrimenkul hariç doğrudan yatırımları kayda değer bir değişiklik göstermemiştir. Hisse ve borçlanma senedi piyasalarına portföy girişleri ile krediler gibi kısa vadeli yatırım kalemleri kaynaklı girişler ise önceki çeyreğe kıyasla azalmıştır (Grafik 2.3.22). Yılın son çeyreğinde sermaye girişleri ağırlıklı olarak bankacılık, genel hükümet ve özel sektörün tahvil ihraçları ile uzun vadeli kredilerle gerçekleşmiştir. Bu dönemde, net hata ve noksan kaleminden çıkış gerçekleşirken rezervler artmıştır. Aralık ayına ilişkin veriler, resmi rezervlerin 2024 yılının son ayında da yüksek seviyesini koruduğuna, 2025 yılı ocak ayına ilişkin öncü veriler ise yılın ilk ayında resmi rezervlerin yükseliş kaydettiğine işaret etmektedir. Ayrıca 2025 yılı ocak ayında hisse ve borçlanma senedi piyasalarına portföy girişleri gözlenmiştir.

### Kamu Maliyesi Gelişmeleri

**2024 yılında merkezi yönetim bütçesi 2106,1 milyar TL bütçe açığı ve 835,7 milyar TL faiz dışı açık kaydetmiştir.** Finansman ihtiyacının karşılanmasında hem iç hem de dış borçlanma kullanılmıştır. 2024 yılında merkezi yönetim borç stokunun milli gelire oranının yüzde 20,9; iç ve dış borç stokunun milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 11,2 ve yüzde 9,7 olduğu tahmin edilmektedir.

**2024 yılında, bir önceki yıla göre, gelirler yüzde 66,5 oranında, harcamalar ise yüzde 63,6 oranında artış kaydetmiştir.** Vergi gelirlerinin faiz dışı harcamaları karşılama oranı yüzde 76,8 olmuştur. Faiz dışı harcamalar içinde önemli bir paya sahip olan personel giderlerinin yıllık artışı yüzde 101,3 olup, bu yüksek oranlı artışta memur maaşlarında yapılan düzenlemeler de rol oynamıştır. Bir diğer önemli harcama kalemi olan cari transferler bir önceki yıla göre yüzde 62,8 oranında artış kaydetmiştir. Ayrıca kamu teşebbüslerine görevlendirme giderleri kapsamında 213,7 milyar TL'si Elektrik Üretim A.Ş.'ye, 66,0 milyar TL'si BOTAŞ'a olmak üzere toplam 296,9 milyar TL; borç verme kapsamında 122,9 milyar TL'si T.C. Devlet Demiryolları'na, 71,9 milyar TL'si Toprak Mahsulleri Ofisi'ne olmak üzere toplam 238,6 milyar TL aktarım yapılmıştır. Öte yandan, son dönemde vergi gelirlerinin artışına en yüksek katkıyı veren kalem olan gelir vergisi 2024 yılında yüzde 120,1 oranında yüksek bir yıllık artış kaydetmiştir. Bu olumlu performansta istihdam ve ücret gelişmeleri ile mevduat getirisi ve hacmindeki artışla beraber stopaj oranlarının arttırılmasının da etkili olduğu değerlendirilmektedir. Kurumlar vergisi ve ithalde alınan KDV başta olmak üzere diğer vergi kalemlerinin vergi gelirlerinin artışına yaptığı katkı son aylarda azalmaktadır. Kurumlar vergisi yüzde 13,2 oranında düşük bir yıllık artış kaydetmiştir. 2024 yılında tahsil edilen toplam 59,4 milyar TL tutarındaki yeniden yapılandırma geliri ise bütçeye olumlu katkı sağlamıştır.

**2024 yılında bütçe açığının milli gelire oranının yüzde 4,8 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir.** Bu oran yüzde 4,9 olarak verilen 2024 yılı OVP gerçekleşme tahminiyle uyumlu bir görünüm arz etmektedir. Harcama ve gelirlerin milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 24,4 ve yüzde 19,6 olduğu tahmin edilmektedir.

**2024 yılında merkezi yönetim bütçesi 1991,9 milyar TL nakit açığı vermiştir.** Nakit açığının milli gelire oranının 2023 yılı gerçekleşmesine göre 2,2 puan artış kaydederek yüzde 4,5 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

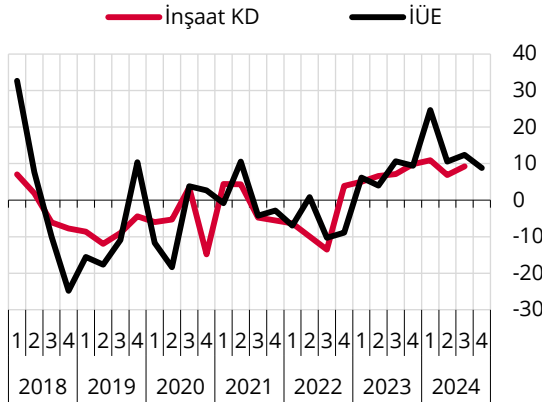
## Mercek Altı 2.1

### İnşaat Üretim Endeksi

**TÜİK, sanayi ve hizmet sektörlerine ilişkin üretim endekslerinin yanı sıra İnşaat Üretim Endeksi'ni (İÜE) de yayımlamaya başlamıştır.** İÜE'nin faaliyet kapsamı, ikili kodda (NACE Rev.2) 41-bina inşaatı, 42-bina dışı yapıların inşaatı ve 43-özel inşaat faaliyetleri sektörleridir. Endeks, ana faaliyeti söz konusu sektörler (bina inşaatı, bina dışı yapıların inşaatı ve özel inşaat faaliyetleri) olan firmaların referans dönem içinde faaliyet alanı kapsamında malzeme alımları ile çalışanlarına yaptıkları ödemeler kullanılarak hesaplanmaktadır. Bu çerçevede endeksin hesaplama yöntemi, girdi alımlarını baz alması açısından ciroyu baz alan hizmet üretim endeksinin hesaplama yönteminden ayrılmaktadır.

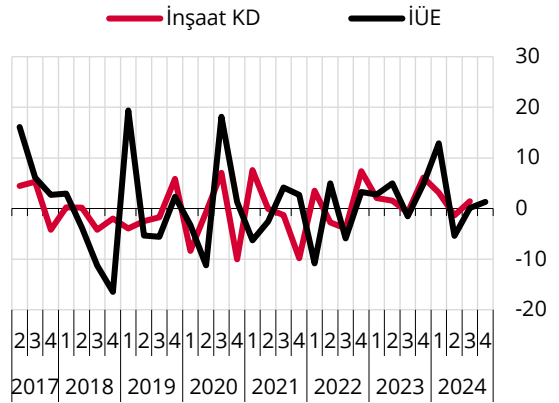
İÜE'nin, üretim yönünden GSYH içerisindeki inşaat katma değeri ile ilişkisine bakıldığında, söz konusu iki serinin yıllık değişimleri arasındaki korelasyonun yüksek olduğu (0,71), çeyreklik değişimleri arasındaki korelasyonun ise zayıf olduğu (0,25) görülmektedir (Grafik 1 ve Grafik 2).

**Grafik 1: İnşaat Katma Değeri ve İnşaat Üretim Endeksi (Yıllık % Değişim)**



Kaynak: TÜİK.

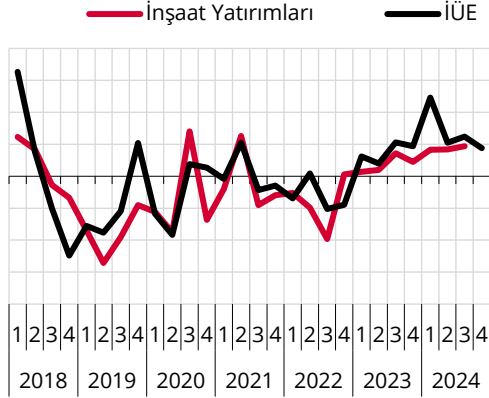
**Grafik 2: İnşaat Katma Değeri ve İnşaat Üretim Endeksi (Çeyreklik % Değişim)**



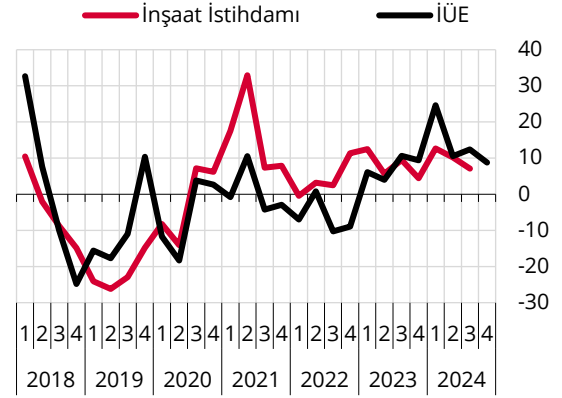
Kaynak: TÜİK.

**İÜE'nin, harcama yönünden GSYH içerisindeki inşaat yatırımları ve inşaat sektörü istihdamı ile arasındaki ilişki incelendiğinde de benzer bir resim ortaya çıkmaktadır** (Grafik 3 ve Grafik 4). Bu bağlamda, İÜE'nin inşaat sektörü katma değeri, yatırımları ve istihdamı ile özellikle bu göstergelerin yıllık gelişimlerine ilişkin belirgin açıklayıcı gücü ve öncüleme olasılığı olduğu değerlendirilmektedir.



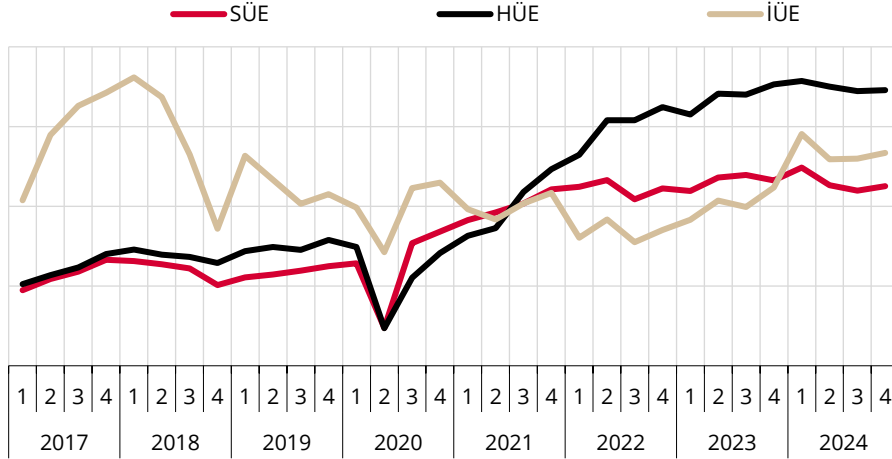
**Grafik 3: İnşaat Yatırımları ve İnşaat Üretim Endeksi (Yıllık % Değişim)**

Kaynak: TÜİK.

**Grafik 4: İnşaat İstihdamı ve İnşaat Üretim Endeksi (Yıllık % Değişim)**

Kaynak: TÜİK.

**Üretim endeksleri karşılaştırıldığında, sanayi ve hizmet üretimlerine kıyasla inşaat üretiminin hem sıkılaştırma döneminin başlangıcından itibaren hem de daha yakın dönemde görece daha olumlu seyir izlediği dikkat çekmektedir** (Grafik 5). Söz konusu görünümde, deprem sonrası artan imar ve inşaa faaliyetlerinin de etkili olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim endeksi oluşturan üç bileşen arasında bina inşaatı endeksindeki güçlü görünüm ön plana çıkmaktadır.

**Grafik 5: Sanayi, Hizmet ve İnşaat Üretim Endeksleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2021=100)**

Kaynak: TÜİK. 2024 yılının son çeyreği kasım ayı itibarıyladır.

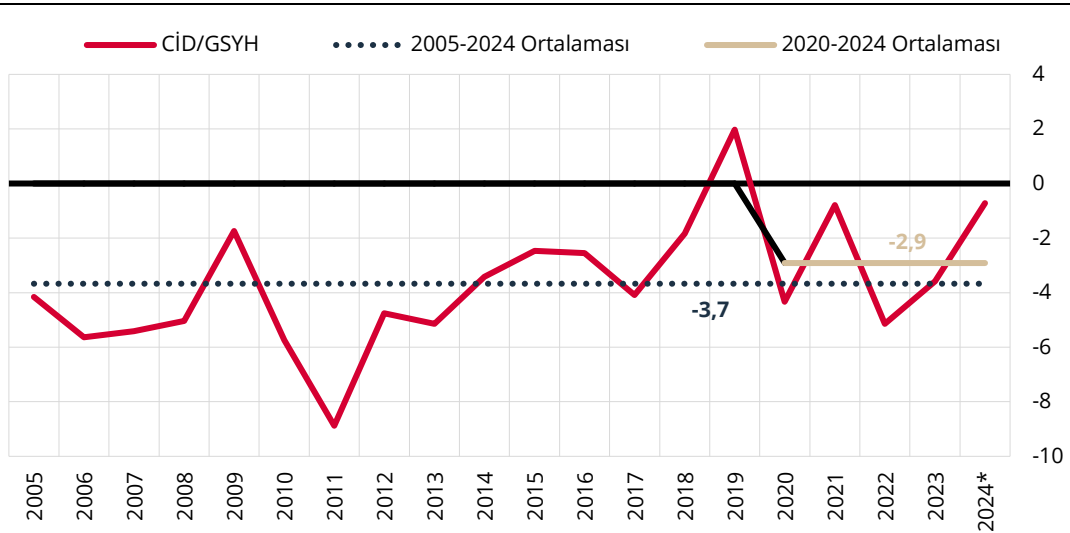
## Mercek Altı 2.2

### 2025 Yılında Cari İşlemler Dengesi Görünümü

**2024 yılında belirgin düşen cari açığın 2025 yılında yeniden artacağı tahmin edilmektedir.** Cari İşlemler Dengesi (CİD) 2024 yılında gerek dış ticaret açığındaki azalış gerekse hizmet dengesinin sürdürdüğü güçlü seyir kaynaklı belirgin iyileşme kaydetmiştir. 2023 sonunda 40,4 milyar dolar olan cari açık 2024 yılı kasım ayı itibarıyla 12 aylık birikimli olarak 7,4 milyar dolara gerilemiştir. Milli gelire (GSYH) oranla bakıldığında ise 2023 yılında yüzde 3,6 olan cari açığın, 2024 yılında yüzde 1'in altında kalması beklenmektedir. Mevcut görünüm ve 2025 yılına ilişkin varsayımlar çerçevesinde yapılan tahminler cari işlemler açığında artış ima etmektedir.

**2025 yılında dış ticaret açığının yükselmesi, hizmetler dengesinin verdiği fazlanın ise artarak söz konusu açığı sınırlaması beklenmektedir.** İhracatın temel belirleyicisi olan dış talep görünümüne ilişkin olarak hem Enflasyon Raporu varsayımları hem de uluslararası kuruluşların tahminleri Türkiye'nin ticaret ortaklarının ağırlıklı büyüme oranında önceki seneye kıyasla sınırlı artış olacağı yönündedir. Reel kur ile nisbi fiyat değişikliklerinin ihracat üzerindeki görece düşük etkisi göz önüne alındığında, euro-dolar paritesinde olası gerileme ve reel kur seviyesine ilişkin gerçekleştirmelerin ise ihracat üzerindeki aşağı yönlü etkilerinin sınırlı kalacağı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, model bazlı tahminler 2025 yılında ihracatta ılımlı bir artış ima etmektedir.<sup>2</sup> İthalat tarafında ise temel belirleyici olan yurt içi talepte 2025 yılında dezenflasyon süreci ile uyumlu bir gelişim öngörülmektedir. Mevcut görünüm ve model tahminleri bağlamında, 2024 yılında daralan ithalat talebinin 2025 yılında artış kaydetmesi beklenmektedir. Öte yandan, enflasyon beklentilerindeki gerileme ve Türk lirası varlıklara olan yönelimin sürmesiyle yurt içinde altın talebinin normalleşerek tarihsel ortalaması civarına döneceği ve küresel enerji fiyatlarının yataya yakın seyredeceği varsayılmaktadır. Böylelikle, dış ticaret açığında 2024 yılına kıyasla artış olacağı değerlendirilmektedir. Hizmet dengesi tarafında ise seyahat ve taşımacılık sektörleri öncülüğünde net gelirlerdeki artışın devamı beklenmektedir. Turizm gelirleri ile ilgili olarak gerek ziyaretçi sayılarında gerekse ziyaretçi başına ortalama harcamalardaki artış eğiliminin süreceği, ziyaretçi sayılarındaki olumlu seyrin yolcu taşımacılığında elde edilen gelirleri de sürükleyeceği tahmin edilmektedir. Söz konusu görünüme ek olarak, önümüzdeki dönemde ülkelerin karşılıklı gümrük vergisi uygulamaları kaynaklı küresel ticaretin seyri üzerindeki belirsizliğin arttığı izlenmekte ve konu ile ilgili gelişmeler cari denge üzerindeki olası riskleri açısından yakından takip edilmektedir.

**Grafik 1: Cari İşlemler Dengesi / GSYH\* (%)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* 2024 değeri tahmindir.

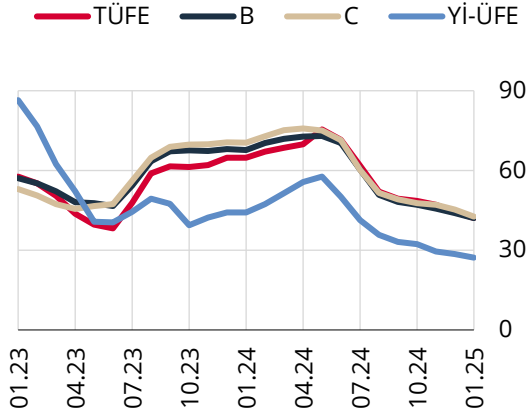
**2025 yılında cari açıkta artış öngörülmüyor olmakla birlikte, tarihsel olarak bakıldığında söz konusu cari açık tahmini, milli gelire oranla gerek uzun dönem gerekse yakın dönem ortalamasının belirgin altında kalmaktadır.** CİD/GSYH oranı 2005-2024 arasındaki yirmi yılda ortalama yüzde -3,7 iken küresel salgını kapsayan son beş yılda (2020-2024) ortalama yüzde -2,9 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 1). Ayrıca, geçmişte faiz indirim döngüsüne geçişle birlikte cari açıkta gözlenen artışlar karşılaştırıldığında da benzer bir sonuca ulaşılmaktadır. Örneğin, 2019 ve 2021 yıllarında politika faiz oranının indirilmeye başlanmasını takip eden 4 çeyrekte cari açığın milli gelire oranı sırasıyla 5,9 ve 3 puan artmıştır. 2025 yılında ise cari açığın milli gelire oranında söz konusu dönemlere kıyasla daha sınırlı bir artış öngörülmektedir. Önceki yıllarla kıyaslandığında cari dengedeki görece olumlu seyrin 2025 yılında devam edeceği değerlendirilmektedir.

<sup>2</sup> Dış ticaret tahminleri, ihracat ve ithalat talep fonksiyonlarına ilişkin ekonometrik model sonuçları ile ihracat ve ithalat fiyat varsayımlarına dayanmaktadır.

## 2.4 Enflasyon

**Tüketici enflasyonu ocak ayında yüzde 42,1'e gerilemiş ve bir önceki Rapor döneminde sunulan tahmin aralığının orta noktasına yakın bir seviyede gerçekleşmiştir.** Haziran ayında başlayan dezenflasyon süreci devam etmektedir. Bazı hizmet gruplarında fiyat ve ücretlerin geçmişteki enflasyon artışına belli bir gecikmeyle uyum sağlamaya devam etmesi neticesinde, enflasyon gerilemiş olmakla birlikte yüksek seyrini sürdürmektedir. Üretici enflasyonundaki ılımlı seyir özellikle yılın son iki ayında belirginleşerek üretici fiyatları kaynaklı baskıların zayıf seyrettiğine işaret etmiştir. Bu doğrultuda, üretici yıllık enflasyonu 2024 yılını yüzde 28,5 ile tüketici enflasyonuna kıyasla daha düşük bir seviyede bitirmiştir. Son çeyrekte, yıllık enflasyon B'de bir miktar daha belirgin olmak üzere, B ve C göstergelerinde gerileme kaydetmiştir (Grafik 2.4.1). Dördüncü çeyrek gelişmeleri alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık tüketici enflasyonundaki düşüşe en önemli katkı hizmet grubundan gelirken bunu enerji grubu takip etmiş, diğer ana grupların yıllık enflasyonu azaltıcı yöndeki etkileri daha sınırlı olmuştur (Grafik 2.4.2, Mercek Altı 2.3). Ocak ayında aylık tüketici enflasyonunda gerçekleşen artışta, öngörülerle uyumlu olarak, zamana bağlı fiyat belirleme eğilimi ve geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi yüksek hizmet kalemlerinin etkisi öne çıkmıştır. Hane halkı tüketim kalıplarındaki değişimleri göz önüne alarak, TÜİK tarafından tüketim sepeti ve ağırlık yapısında yapılan güncellemeye göre 2025 yılında gıda grubunun sepet içindeki ağırlığı değişmezken hizmet grubunun ağırlığı kira ve diğer hizmetler kalemleri öncülüğünde 3,11 puan artmıştır. Söz konusu gelişmenin ocak ayı tüketici enflasyonuna etkisinin 0,3 puan artırıcı yönde olduğu ölçülmüştür.

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

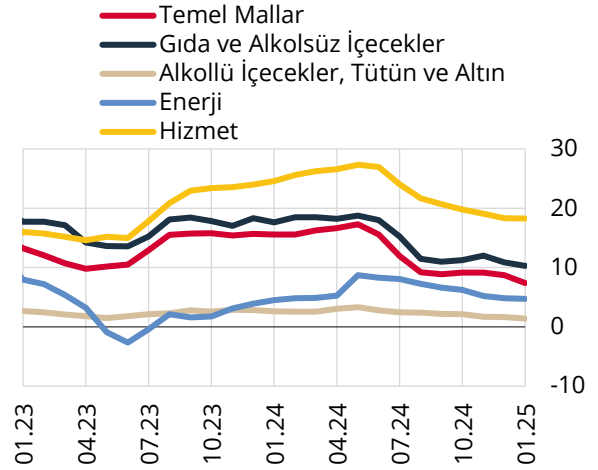


Kaynak: TÜİK.

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

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

**Grafik 2.4.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı** (% Puan)



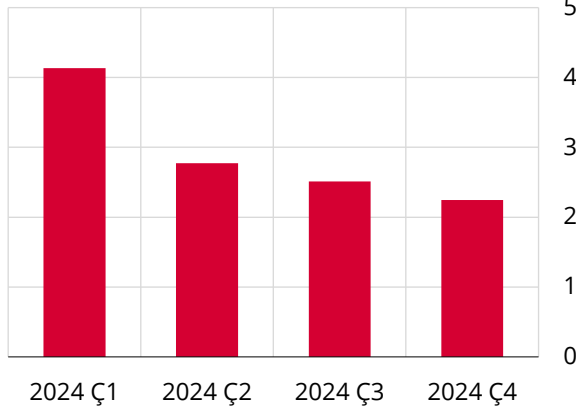
Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Enflasyonun ana eğilimi son çeyrekte önceki Enflasyon Raporu öngörülerıyla uyumlu olarak yavaşlamıştır.**

Enflasyonun ana eğilimindeki düşüş son çeyrekte de devam etmiştir. Ana eğilime ilişkin olarak takip edilen göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik ortalaması üçüncü çeyrekteki yüzde 2,5 seviyesinden son çeyrekte yüzde 2,2'ye gerilemiştir (Grafik 2.4.3). Ana eğilim göstergelerinden B ve C'de mevsimsellikten arındırılmış üç aylık ortalama artışlar, bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamıştır. Dağılım ve model bazlı ana eğilim göstergeleri de benzer bir eğilim sergileyerek çekirdek gruplardaki görünümü teyit etmiştir. Ayrıca, son çeyrekte ana eğilim göstergeleri arasındaki varyasyonun arttığı, dağılım bazlı göstergelerin B ve C gibi kalıcı dışlamaya dayalı göstergelere kıyasla daha düşük değerler aldığı gözlenmiştir. Ocak ayında ise ana eğilimde ilk çeyreğe özgü geçici bir yükseliş izlenmiştir (Grafik 2.4.4).

**Grafik 2.4.3: Ana Eğilim Göstergeleri\***

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, Çeyreklik Ortalama)

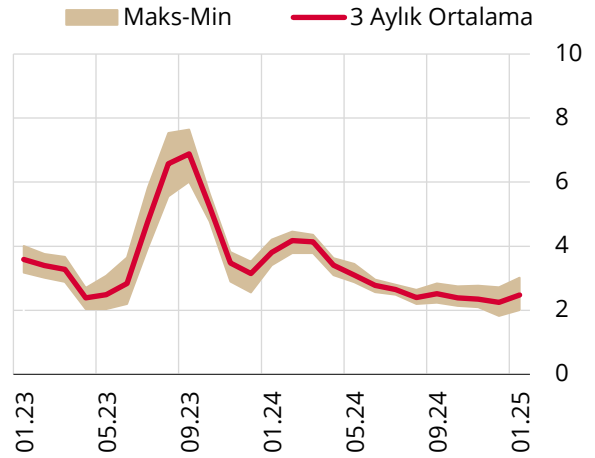


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Mevsimsellikten arındırılmış B, C, SATRIM, Medyan, oynak kalemleri dışlayan (V\_1), dinamik faktör göstergelerinin çeyreklik ortalaması.

**Grafik 2.4.4: Ana Eğilim Göstergeleri\***

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

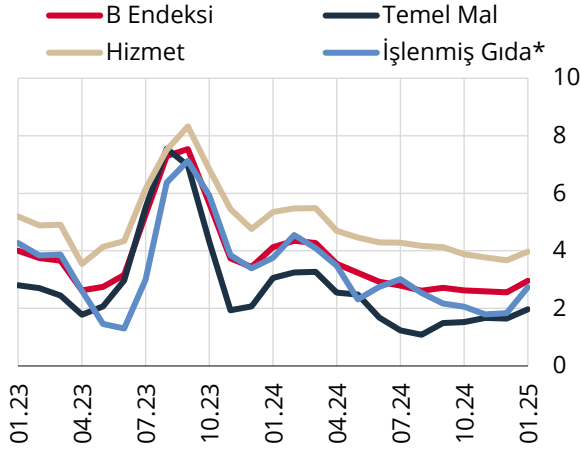
\* Mevsimsellikten arındırılmış B, C, SATRIM, Medyan, oynak kalemleri dışlayan (V\_1), dinamik faktör göstergelerinin 3 aylık ortalaması. Taralı alan maksimum ve minimum aralığını göstermektedir.

**Fiyat artışları son çeyrekte B endeksini oluşturan gruplardan hizmet ve işlenmiş gıdada gerilerken temel mallarda düşük seyretmeye devam etmiştir** (Grafik 2.4.5).

Bu dönemde, dayanıklı mal grubu fiyatlarındaki ılımlı görünümde döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki olumlu seyir ve iç talepteki yavaşlamanın yansımaları hissedilmekle beraber alt kırılım bazında farklılaşma kaydedilmiştir. Son çeyrekte otomobil fiyatları stok eritme kampanyalarının da etkileriyle görece yatay seyrederken ılımlı döviz kuruna rağmen beyaz eşya sektöründe enflasyon güçlenmiştir. Benzer biçimde, tüketici elektroniği ve küçük ev aletlerinde de fiyat artışları bir önceki çeyreğe kıyasla güçlü seyretmiştir. Diğer taraftan, hizmet grubu fiyat artışında yıl boyunca gözlenen gerileme eğilimi, bu dönemde talep ve işgücü maliyetlerindeki gelişmelerin etkisiyle bir miktar daha belirginleşmiştir. Yeni ve yenilenen sözleşmelerde referans alınan kira artış oranındaki gerilemeye rağmen, bu çeyrekte hizmet sektöründe en yüksek fiyat artışı kira alt grubunda yaşanmıştır (Tablo 2.4.1). Kira dışındaki hizmetlerde ise enflasyonun daha düşük seyrettiği görülmektedir (Grafik 2.4.6). Son çeyrekte, talep koşullarından da etkilenen lokanta-otel enflasyonu gerek yemek hizmetleri fiyat artışındaki hız kaybı gerekse konaklama hizmetleri fiyatlarındaki düşüş kaynaklı olarak önceki çeyreğe kıyasla güç kaybederken haberleşme hizmetleri fiyat artışı zayıflayan bir diğer alt grup olmuştur. Diğer hizmetler grubundaki yavaşlamada görece fiyat uyarlamasının tamamlandığı eğitim hizmetlerinin yanı sıra zamana bağlı fiyatlamaya yapan sağlık hizmetleri ile talebe duyarlı eğlence ve kültür hizmetleri öne çıkmıştır. Ocak ayında ise aylık hizmet enflasyonu, ücret ve yönetilen yönlendirilen fiyat ve maktu vergi ayarlamalarının da yansımasıyla zamana bağlı fiyat belirleme ve geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi yüksek alt kalemlere bağlı olarak artış kaydetmiştir (Grafik 2.4.6, Kutu 2.3).

**Yurt içi enerji fiyatları son çeyrekte ılımlı bir seyir izlemiştir.** Yurt içi enerji fiyat artışı yılın dördüncü çeyreğinde yüzde 2,83 ile belirgin oranda yavaşlamıştır (Tablo 2.4.1). Uluslararası Brent tipi ham petrol fiyatı ekim ayındaki yükseliş sonrası yılın son iki ayında ortalama 74 ABD doları civarında gerçekleşmiştir. Bu çeyrekte sepet döviz kurunda istikrarlı bir seyir izlenmiştir. Bu gelişmeleri takiben akaryakıt fiyatları zayıf seyretmiştir. Enerji grubunda diğer alt kalemlerin çeyreklik enflasyonu katı yakıtlar haricinde bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlayarak enerji grubu enflasyonundaki ılımlı görünüme katkıda bulunmuştur. Ocak ayında ise enerji grubu aylık enflasyonunu, şebeke suyu fiyatlarındaki yükselişin yanı sıra uluslararası enerji emtia fiyat artışının yansımaları sürüklemiştir. Maktu vergi artışları, etkisi görece düşük olmakla birlikte, akaryakıt ve tüp gaz kalemlerinde fiyatları yükselten bir diğer unsur olmuştur.

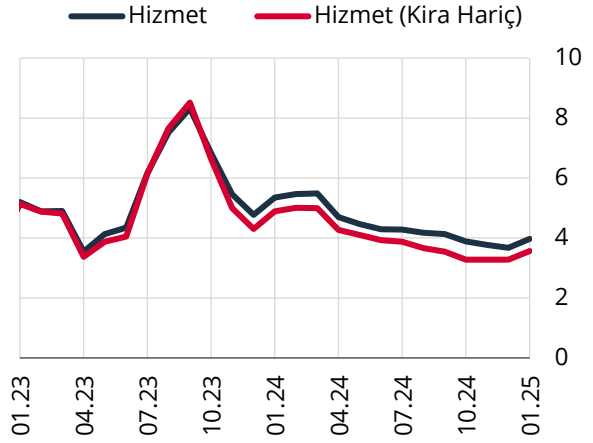
**Grafik 2.4.5: B Endeksi ve Bileşenleri**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* İşlenmiş gıda grubunda istatistiksel olarak anlamlı bir mevsimsel etki bulunmadığı için, ilgili veri grafikte mevsimsel etkilerden arındırılmadan sunulmuştur.

**Grafik 2.4.6: Hizmet Fiyatları** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

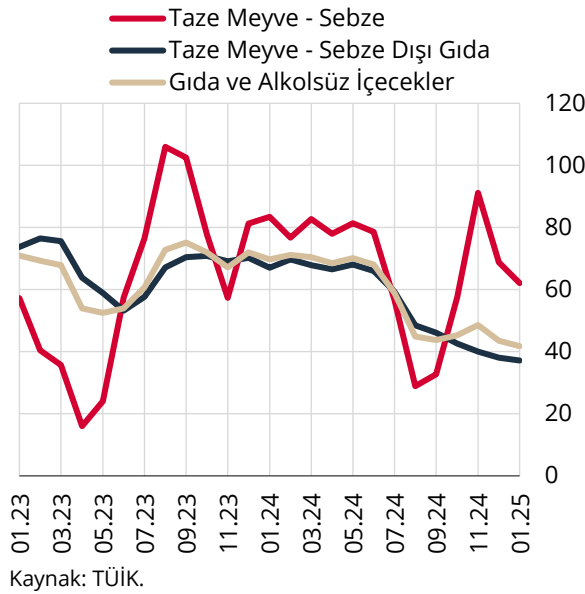
**Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları**

	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2024				2024			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>TÜFE</b>	<b>12,84</b>	<b>8,85</b>	<b>9,38</b>	<b>7,70</b>	<b>68,50</b>	<b>71,60</b>	<b>49,38</b>	<b>44,38</b>
<b>B</b>	<b>13,36</b>	<b>9,02</b>	<b>8,36</b>	<b>7,87</b>	<b>71,89</b>	<b>70,40</b>	<b>48,23</b>	<b>43,94</b>
<b>C</b>	<b>13,51</b>	<b>9,14</b>	<b>8,74</b>	<b>8,36</b>	<b>75,21</b>	<b>71,41</b>	<b>49,10</b>	<b>45,34</b>
<b>1. Mallar</b>	11,09	6,98	7,85	6,02	58,17	62,56	40,27	36,14
<b>Enerji</b>	<b>10,80</b>	<b>6,41</b>	<b>18,04</b>	<b>2,83</b>	<b>37,32</b>	<b>84,58</b>	<b>62,94</b>	<b>43,11</b>
<b>Gıda ve Alkolsüz İçecekler</b>	<b>13,23</b>	<b>8,51</b>	<b>6,29</b>	<b>9,77</b>	<b>70,41</b>	<b>68,08</b>	<b>43,72</b>	<b>43,58</b>
İşlenmemiş Gıda	13,84	8,54	5,89	14,47	84,14	70,50	43,34	50,29
Taze Meyve ve Sebze	9,08	17,91	2,26	27,27	82,67	78,61	32,70	68,78
Diğer İşlenmemiş Gıda	16,81	3,09	8,30	6,43	85,02	66,30	50,07	38,78
İşlenmiş Gıda	12,68	8,48	6,64	5,61	58,97	65,89	44,05	37,67
Ekmek ve Tahıllar	11,98	11,09	7,04	6,54	58,80	71,15	42,83	41,87
Diğer İşlenmiş Gıda	13,01	7,28	6,45	5,16	59,02	63,43	44,77	35,72
<b>Enerji ve Gıda Dışı Mallar</b>	9,70	6,06	5,77	4,38	57,59	52,56	31,00	28,77
<b>Temel Mallar</b>	<b>10,11</b>	<b>5,12</b>	<b>4,52</b>	<b>5,02</b>	<b>56,46</b>	<b>50,62</b>	<b>28,26</b>	<b>27,43</b>
Giyim ve Ayakkabı	9,63	6,14	4,65	6,74	49,12	46,87	29,93	31,67
Dayanımlı Mallar (Altın Hariç)	9,61	3,69	3,98	3,62	61,11	46,89	22,77	22,46
Diğer Temel Mallar	11,31	6,76	5,30	5,99	55,25	59,17	36,60	32,62
<b>Alkollü İçecekler, Tütün</b>	<b>5,42</b>	<b>14,84</b>	<b>15,16</b>	<b>-0,10</b>	<b>62,98</b>	<b>67,93</b>	<b>52,35</b>	<b>39,28</b>
<b>Altın</b>	<b>16,07</b>	<b>2,41</b>	<b>11,22</b>	<b>2,87</b>	<b>84,78</b>	<b>59,22</b>	<b>46,54</b>	<b>36,01</b>
<b>2. Hizmetler</b>	<b>17,38</b>	<b>13,43</b>	<b>12,91</b>	<b>11,43</b>	<b>96,48</b>	<b>95,27</b>	<b>72,92</b>	<b>65,73</b>
Kira	24,69	18,35	20,44	16,05	123,95	123,64	117,43	105,82
Lokanta ve Oteller	18,59	11,32	10,25	8,28	94,97	90,67	65,41	57,13
Ulaştırma	13,54	12,15	7,86	8,84	94,41	103,54	53,92	47,51
Haberleşme	16,00	11,31	6,45	4,90	71,99	67,45	55,08	44,19
Diğer Hizmetler	13,93	13,35	13,77	13,33	90,41	89,06	68,49	62,55

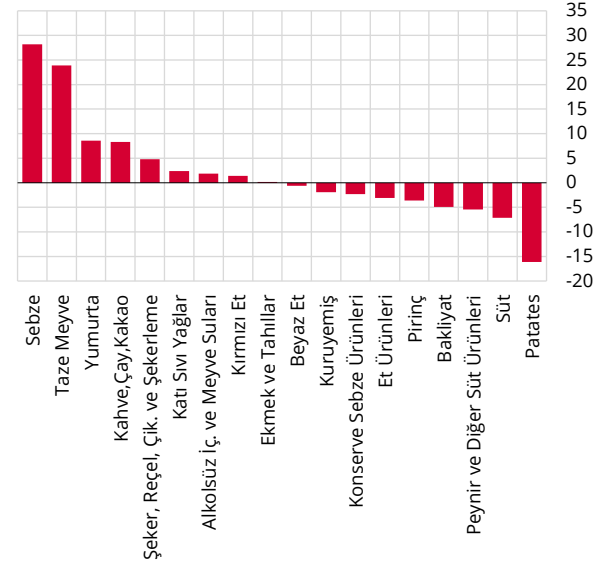
Kaynak: TÜİK.

**Bir önceki çeyreğe kıyasla kuvvetlenen gıda ve alkolsüz içecekler grubu enflasyonunda taze meyve ve sebze gelişmeleri öne çıkmıştır.** Gıda grubu yıllık enflasyonunda haziran ayından itibaren görülen gerileme işlenmemiş gıdaya bağlı olarak ekim ve kasım aylarında kesintiye uğramıştır (Grafik 2.4.7). Para politikasının görece etki alanı dışında olan işlenmemiş gıda fiyatları geçici arz koşullarına duyarlı olan taze meyve ve sebze grubu kaynaklı güçlü bir artış kaydederek bu gelişmeyi sürüklemiştir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler önceki çeyrekte ılımlı seyreden taze meyve ve sebze grubu fiyatlarında, arz koşullarına bağlı olarak son çeyrekte yüzde 27 ile yüksek bir oranda artışa işaret etmiştir (Tablo 2.4.1). Böylelikle, yıllık enflasyon taze meyve sebze 36,08 puan artarak yüzde 68,78 olurken taze meyve sebze dışı gıdada 8,09 puan düşüş kaydederek yüzde 38,06'ya gerilemiştir (Grafik 2.4.7). Taze meyve ve sebze fiyatlarında gözlenen söz konusu hızlanma tüketici enflasyonunda daha olumlu bir seyir izlenmesini engelleyen ana unsur olmuştur (Mercek Altı 2.3). Son çeyrekte sebze de daha belirgin olmak üzere tarihsel ortalamasının belirgin olarak üzerinde artan taze meyve ve sebze fiyatlarını, arz yönlü gelişmelere istinaden yumurta fiyatları takip etmiştir. Uluslararası emtia fiyatlarındaki artışların da yansımalarıyla kahve-çay-kakao ile şeker-çikolata gibi kalemlerde fiyat artışları dönemsel geçmiş eğiliminin üzerinde seyretmiştir. Bu dönemde patates, süt ile peynir ve diğer süt ürünleri ise tarihsel eğiliminin altındaki fiyat artışları ile dikkat çekmiştir (Grafik 2.4.8). Taze meyve ve sebze fiyatlarında arz koşulları kaynaklı baskıların aralık ayında sönümlenmesi ile gıda enflasyonu 2024 yılını yüzde 43,58 seviyesinde tamamlamıştır (Grafik 2.4.7). Gıda yıllık enflasyonundaki yavaşlama ocak ayında da sürmüştür.

**Grafik 2.4.7: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)**



**Grafik 2.4.8: Gıda Alt Kalemleri Fiyatları\* (2024Ç4 % Değişiminin Tarihsel Ortalamasından Sapması, Sıralanmış)**

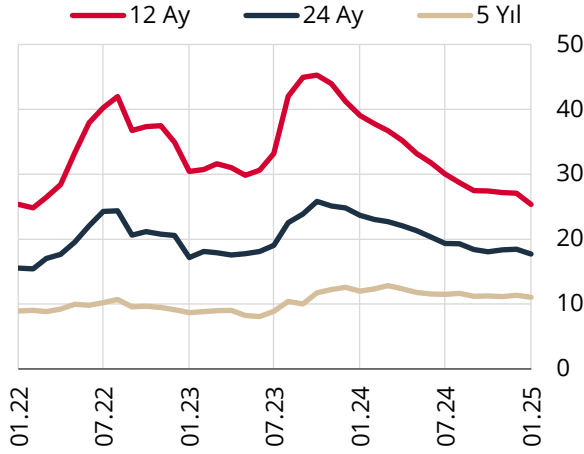


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Gıda alt kalemleri bazında, 2024Ç4 çeyreklik yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021 dördüncü çeyreği dönemi) farkı.

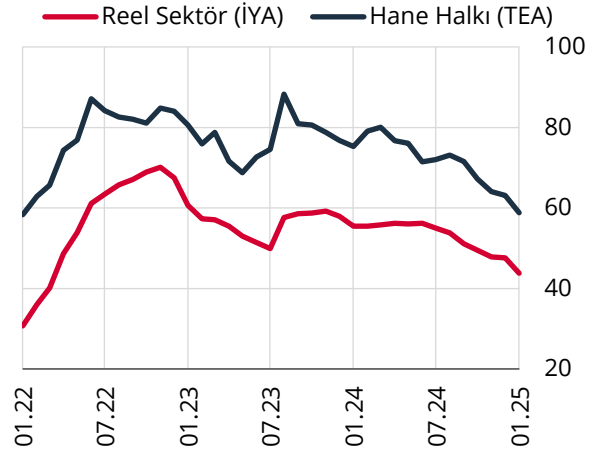
## Enflasyonun Belirleyicileri

**Enflasyon beklentilerindeki gerileme son üç aylık dönemde devam etmiştir.** Piyasa Katılımcıları Anketi ocak ayı sonuçlarına göre 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla 2,06 puan düşerek yüzde 25,38 olmuştur (Grafik 2.4.9). Gerileme eğiliminin devamına rağmen, 2025 yılı sonuna ilişkin enflasyon beklentisi yüzde 27,05 ile Rapor öngörülerinin orta noktasının üzerinde gerçekleşmiştir. 5 yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi yüzde 11,04 olarak ölçülmüştür. Hanehalkı ve reel kesimin 12 ay sonrasına ilişkin beklentilerindeki aşağı yönlü güncellemeler belirginleşmiştir (Grafik 2.4.10). Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları iyileşme eğilimi sergilemekle birlikte dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir.

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

Kaynak: TCMB.

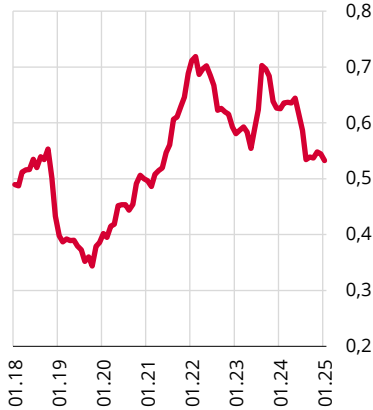
\* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Piyasa Katılımcıları Anketi verileridir.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

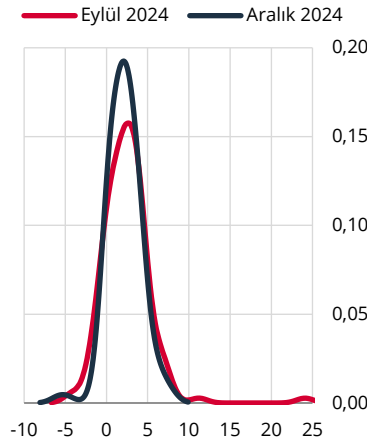
\* Enflasyon beklentileri, reel sektör için İktisadi Yönelim Anketi'nden, hanehalkı için ise Tüketici Eğilim Anketi'nden elde edilmiştir.

**Yayılm endeksi son Rapor döneminde belirgin bir değişiklik sergilememiştir.** Mevsimsel düzeltilmiş veriler ve üç aylık hareketli ortalamalarla incelendiğinde, yayılım endeksi son dönemde yatay seyretmiş, dolayısıyla firmaların fiyatlandırma davranışlarında önemli bir değişiklik gerçekleşmemiştir (Grafik 2.4.11). Hizmetler sektörü, yayılım endeksini yukarıya çeken grup olmaya devam etmiştir. Son Rapor döneminde gerek üç aylık gerekse de yıllık kıyaslamalarda, 5'li düzeydeki kalemler bazında fiyat değişimlerinden elde edilen dağılımların sola kaydığı, fiyat değişimlerinin daha küçük bir ortalama değer etrafında yoğunlaştığı ve dağılımın sağ ucundaki yüksek artış oranlarının azaldığı gözlenmektedir (Grafik 2.4.12 ve 2.4.13).

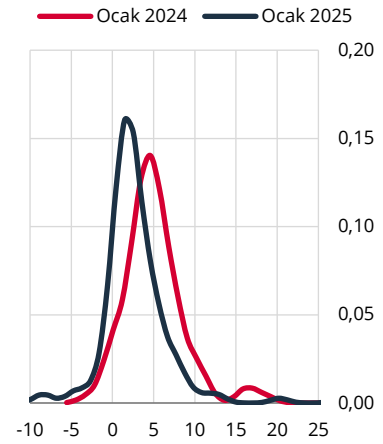
**Grafik 2.4.11: TÜFE Yayılm Endeksi\* (Mevs. Arındırılmış, 3 Aylık Hareketli Ortalama)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Grafik 2.4.12: TÜFE Aylık Enflasyon Dağılımı (Mevs. Arındırılmış, 5'li Düzey, Eylül 2024 - Aralık 2024)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 2.4.13: TÜFE Aylık Enflasyon Dağılımı (Mevs. Arındırılmış, 5'li Düzey, Ocak 2024 - Ocak 2025)**

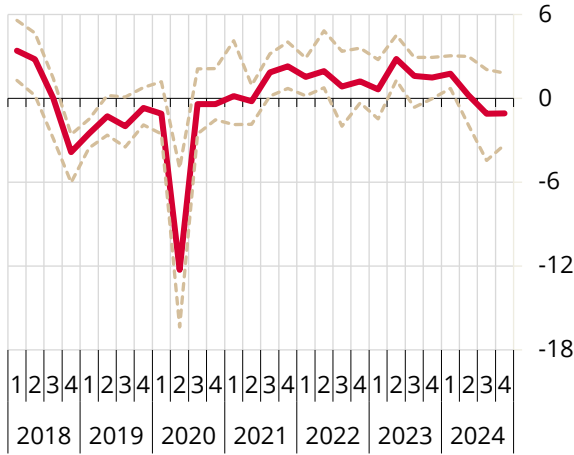
Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Çıktı açığının yılın son çeyreğinde dezenflasyonist bölgede yatay bir seyir izlediği değerlendirilmektedir.**

Toplam talep koşullarında yıl boyunca süren yavaşlamayı takiben çıktı açığının yılın üçüncü çeyreğinde negatif bölgeye geçtiği, takip eden üç aylık dönemde ise yataya yakın seyrettiği tahmin edilmektedir (Grafik 2.4.14). Bu görünümle uyumlu olarak yılın son çeyreğinde üretim endeksleri ılımlı seyrederken

(Grafik 2.3.5) perakende satış hacminin (Grafik 2.3.4) çeyreklik olarak artış kaydettiği, kapasite kullanım oranının (Grafik 2.3.6) ise sınırlı şekilde gerilediği gözlenmiştir. Son üç aylık dönemde, reel kredi kullanımı (kur etkisinden arındırılmış) ocak ayında bir miktar zayıflamakla birlikte, sınırlı bir artış sergilemiştir (Grafik 2.4.15). Tüketici kredisi kullanımındaki artış firma kredisine kıyasla daha güçlü olmuştur. Firma kredilerindeki artışı ise yabancı para üzerinden kullanım sürüklemiştir.

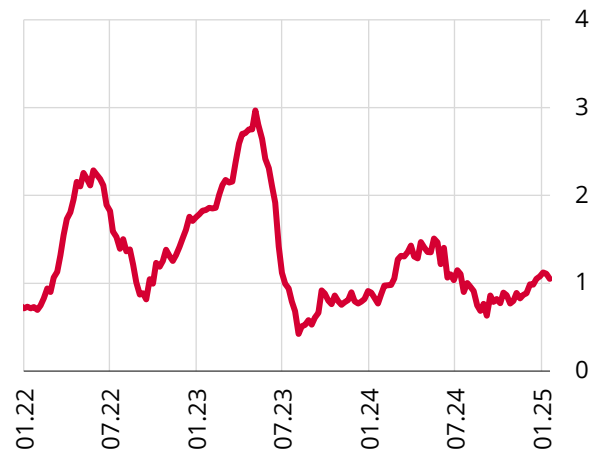
**Grafik 2.4.14: Çıktı Açığı\* (%)**



Kaynak: TCMB.

\* Farklı yöntemlerle hesaplanan sekiz çıktı açığı göstergesinin ortalaması, asgari ve azami değerlerle birlikte gösterilmektedir.

**Grafik 2.4.15: Toplam Kredi Değişimi\* (13 Haftalık Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Reel, Standart Değer)**

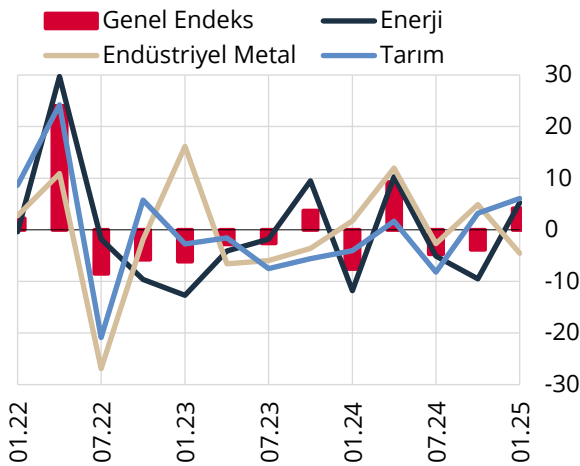


Kaynak: TCMB.

\* 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.

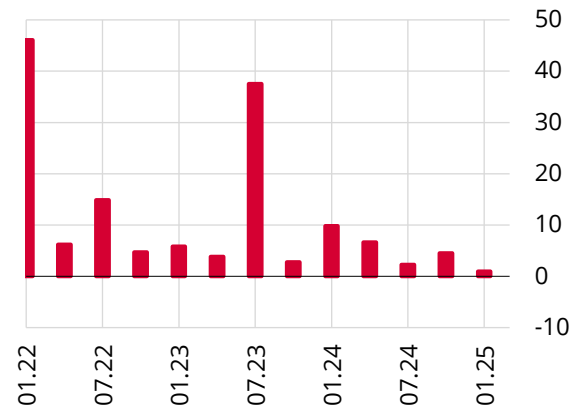
**Emtia fiyatları sınırlı bir şekilde yükselirken döviz kuru yataya yakın seyretmiştir.** Son Rapor döneminde enerji alt endeksi artış kaydetmiştir. Ocak ayı itibarıyla başta ham petrol olmak üzere enerji fiyatları önemli ölçüde yükselmiş ve söz konusu artışlar yurt içinde enerji grubu geneline yayılmıştır. Endüstriyel metal fiyatları dönem boyunca gerilerken tarımsal emtia fiyatları ılımlı bir şekilde yükselmeye devam etmiştir (Grafik 2.4.16). Son üç aylık dönemde Türk lirası istikrarlı bir seyir izlemiş ve değer kaybı sınırlı olmuştur (Grafik 2.4.17). Döviz kuru sepetindeki seyir Rapor döneminde kur gelişmelerine duyarlılığı yüksek olan kalemlerin aylık artışlarının ılımlı olmasında önemli rol oynamıştır.

**Grafik 2.4.16: Emtia Fiyat Endeksleri (3 Aylık % Değişim)**



Kaynak: Goldman Sachs.

**Grafik 2.4.17: Sepet Kur\* (3 Aylık % Değişim)**



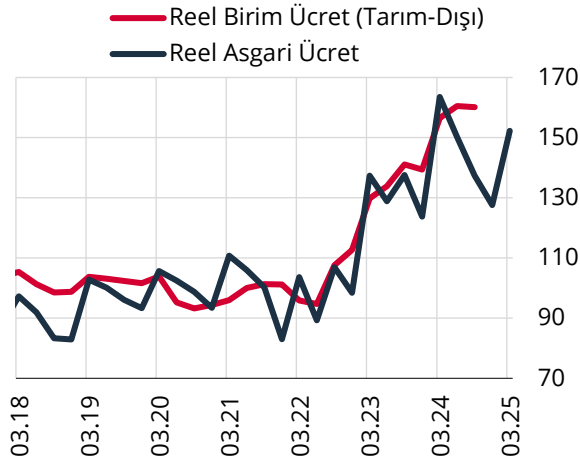
Kaynak: TCMB.

\* ABD doları ve euro alış kurları eşit ağırlıklı olarak kullanılmıştır.



**Üretici enflasyonu ana eğilimindeki zayıflama ocak ayında kesintiye uğramıştır.** Reel birim ücret yılın üçüncü çeyreğinde sınırlı bir şekilde gerilemiştir (Grafik 2.4.18). Nominal ücretlerdeki artışların yavaşlamasıyla reel birim ücretin yılın son çeyreğinde gerilemiş olduğu, asgari ücret düzenlemesinin ardından 2025 yılı ilk çeyreğinde ise yeniden yükseleceği tahmin edilmektedir. Son üç aylık dönemde konteyner ücretleri sınırlı bir şekilde yükselirken kuru yük taşımacılık maliyetleri belirgin bir şekilde gerilemiştir. Aynı dönemde uluslararası emtia fiyatlarında sınırlı bir artış gerçekleşmiş, söz konusu yükselişte ocak ayında enerji grubundaki fiyat hareketleri önemli rol oynamıştır. Diğer yandan, Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasının sınırlı bir şekilde altındaki seyrini sürdürmüştür. Döviz kurunun istikrarlı seyri maliyet baskılarını kısıtlayan bir diğer unsur olmuştur. Bu gelişmeleri takiben, üretici enflasyonu ve imalat sanayi enflasyonu ana eğilimi kasım ve aralık aylarında zayıfladıktan sonra ocak ayında bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.4.19). Ocak ayı gelişmelerine rağmen üretici enflasyonunun son üç aylık eğilimi yıllıklandırıldığında yüzde 17,81 ile mevcut yıllık üretici enflasyonunun (yüzde 27,20) altında kalmaya devam etmiştir. Hizmet üretici enflasyonundaki güç kaybının da gecikmeli olarak tüketici tarafında hizmet enflasyonunda yavaşlamayı destekleyeceği değerlendirilmektedir (Kutu 2.4).

**Grafik 2.4.18: Reel Çalışılan Saat Başına Ücret\*** (Katma Değer Üzerinden, 2021=100, Mevsimsellikten Arındırılmış) **ve Reel Asgari Ücret\*\*** (2021=100)

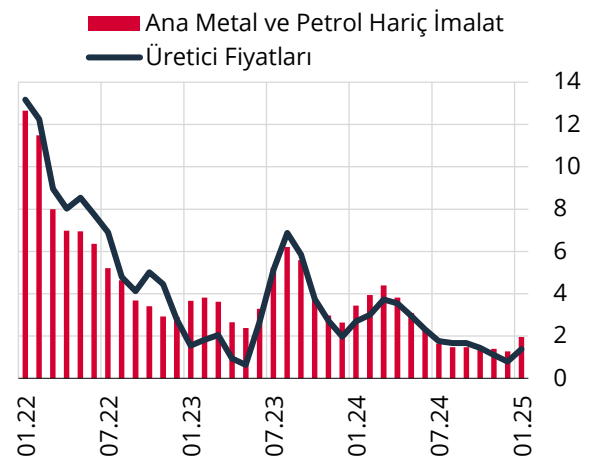


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

\*\* Net asgari ücret verisi mevsimsellikten arındırılmış TÜFE serisi ile deflate edilmiştir. 2025 yılı ilk çeyrek enflasyon verisi için tahmin kullanılmıştır.

**Grafik 2.4.19: Petrol ile Ana Metal Hariç İmalat Sanayi ve Manşet Üretici Fiyatları** (Aylık % Değişim, 3 Aylık Hareketli Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Vergi ve yönetilen kalemlerin manşet enflasyon üzerindeki etkisi yıl sonunda önemli ölçüde zayıfladıktan sonra ocak ayında tekrar yükselmiştir.** Kasım ayında hac ücretlerinin açıklanmasıyla paket tur fiyatlarında artış gerçekleşmiştir. İlaç fiyatlarında, ekim ayında euro referans kurunda yapılan güncelleme kaynaklı etkinin yaklaşık yarısı kasım ayına sarkmıştır. Yılın son döneminde oldukça sınırlı olan vergi ve yönetilen kalemler kaynaklı enflasyonist etki 2025 yılı başı itibarıyla güçlenmiştir. Ocak ayında akaryakıt ve tüp gazda maktu ÖTV'nin artış oranı yüzde 6 ile sınırlandırılmıştır. Ocak ayındaki ücret güncellemeleri ve akaryakıt fiyatlarında gerçekleşen artışları takiben şehir içi ulaşım kalemleri yükselmeye başlamıştır. Şehirler arası demiryolu ile yolcu taşımacılığı ücretleri de ocak ayında güçlü bir şekilde artmıştır. Doğrudan etkisi sınırlı olmasına rağmen, vergi ve harçların yeniden değerlendirilmesinde artırılması beklenti kanalıyla enflasyonu olumsuz etkileme potansiyeli taşımaktadır. Köprü ve otoyol geçiş ücretlerinin yeniden değerlendirilmesinde beklenti kanalının yanı sıra maliyet kanalı üzerinden de enflasyonu etkilemektedir. Ocak ayında Türk Tabipler Birliği ve Türk Diş Hekimleri Birliği azami ücret tarifelerinde yapılan artışların sağlık hizmetleri fiyatlarına yansıdığı gözlenmektedir. Buna ek olarak, SGK Sağlık Uygulama Tebliğinde (SUT) muayene katılım payları ocak ayı ortası itibarıyla güncellenmiş, bu gelişmelerin etkisiyle sağlık hizmetleri fiyatlarında oldukça yüksek bir artış gerçekleşmiştir. Muayene katılım paylarındaki artış ocak ayı enflasyonunu 0,56 puan yukarıya çekmiştir. SUT tarifesindeki artışın şubat ayına sarkan etkileri de olacağı not edilmelidir. Çiğ süt referans fiyatının yukarıya çekilmesiyle yılın ilk aylarında süt ve süt

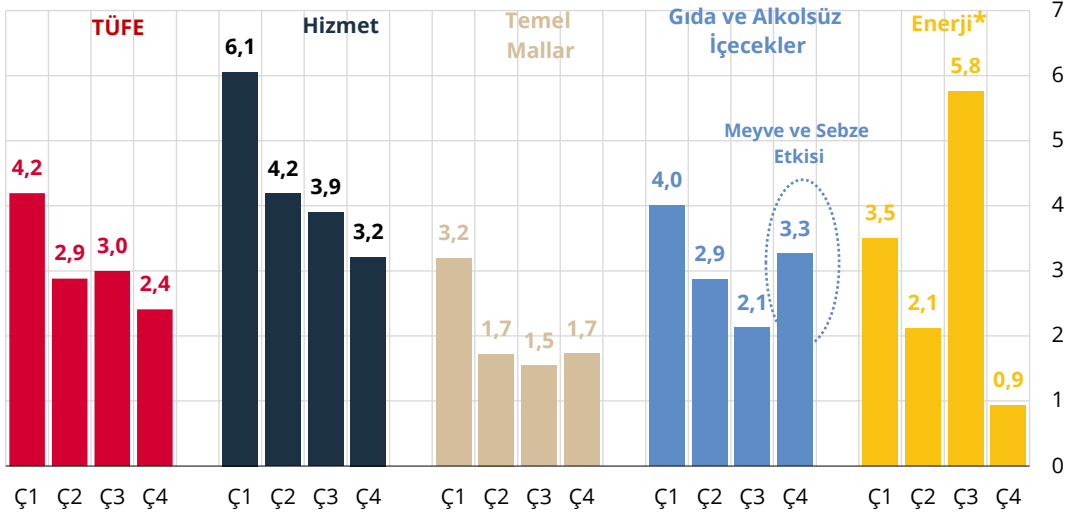
ürünlerinde fiyat artışlarının güç kazanması beklenmektedir. 2024 yılı ikinci yarısında oluşan üretici fiyatları artışının maktu ÖTV tutarlarına yansıtılmasıyla alkollü içecekler ve içecek hizmetleri fiyatlarında artışlar gözlenmiştir. Diğer yandan, maktu ÖTV tutarlarındaki güncellemeye rağmen tütün ürünleri fiyatlarında değişiklik gerçekleşmemiştir. Tüketimi yüksek olan grubun son kaynak tedarik tarifesine göre fiyatlanmaya başlamasıyla, şubat ayı itibarıyla TÜFE'de elektrik fiyatlarının yükselmesi beklenmektedir.

## Mercek Altı 2.3

### 2024 Yılında Tüketici Fiyatlarının Alt Kalem Bazında Seyri

**Tüketici enflasyonundaki yavaşlama son çeyrekte de sürmüştür.** Hizmet enflasyonu 2024 yılının ilk çeyreğinde zamana bağlı fiyatlama ve geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi güçlü kalemler öncülüğünde yüksek bir seyir izlemiştir. Takip eden çeyreklerde ise zayıflayan işgücü maliyetleri, başta kırmızı et olmak üzere (meyve ve sebze dışı) gıda enflasyonundaki kısmi yavaşlama, akaryakıt fiyatları kaynaklı baskıların zayıflaması ve Türk lirasındaki ılımlı seyrin desteği ile kademeli bir düşüş eğilimi sergilemiştir (Grafik 1). Temel mal enflasyonu son üç çeyrekte, emtia fiyatlarındaki olumlu görünüme eşlik eden kur gelişmeleri neticesinde görece düşük seyretmiştir. Yurt içi talepte bilhassa yılın ikinci yarısında kaydedilen yavaşlama çekirdek gruplarda enflasyondaki düşüşü desteklemiştir. Dayanıklı tüketim mallarında fiyat artışı son çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlarken alt gruplar bazında farklılaşan bir görünüm ortaya çıkmıştır. Dördüncü çeyrekte otomobil fiyatlarında düşüş gözlenirken beyaz eşya ve tüketici elektroniğinde ılımlı seyreden döviz kuruna karşın görece yüksek fiyat artışları kaydedilmesi dikkat çekmiştir. Enerji fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde, akaryakıttaki maktu vergi artışı yanında meskenlere yönelik elektrik ve doğal gaz gibi yönetilen yönlendirilen kalemlerdeki gelişmelerle yüksek bir artış gösterdikten sonra, dördüncü çeyrekte ılımlı bir görünüm arz etmiştir. Öte yandan, yılın son çeyreğinde gıda enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla kuvvetlenmiştir (Grafik 1).

**Grafik 1: TÜFE Alt Kalemleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik Ortalama, 2024)**

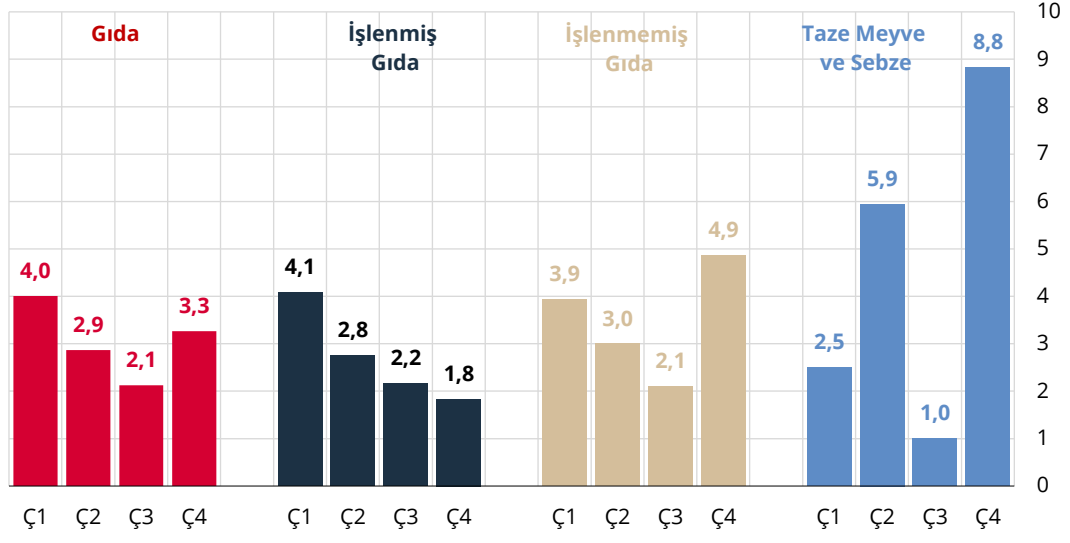


Kaynak: TÜİK.

\* Enerji kaleminde mevsimsel etki bulunmamaktadır.

**Son çeyrekte gıda enflasyonunu taze meyve ve sebze fiyatları sürüklemiştir.** Gıda sektörü detayında, işlenmiş gıda fiyatları kademeli bir düşüş eğilimi sergilerken son çeyrekte işlenmemiş gıda fiyatları taze meyve ve sebzelerdeki geçici arz koşullarına bağlı etkilerle belirgin şekilde yükselmiştir (Grafik 2). Hal Kayıt Sistemi verileri kasım ayında özellikle sebzelerde geçmiş yıllara kıyasla daha düşük bir ürün arzı ima etmiştir. Bu çerçevede, taze meyve ve sebze fiyatları yılın son çeyreğinde kayda değer bir ölçüde hızlanarak tüketici enflasyonunda daha olumlu bir seyir gözlenmesini engelleyen ana unsur olmuştur.

**Grafik 2: Gıda ve Alkolsüz İçecek Fiyatları Alt Kalemleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik Ortalama, 2024)**



Kaynak: TÜİK.

## Kutu 2.1

### Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) bünyesinde, reel sektör firmaları ile yüz yüze yapılan görüşmelere dayanan “**Reel Sektöre İktisadi Mercek**” adı altında çalışmalar yürütülmektedir.<sup>1</sup> Bu kutuda, Ekim-Aralık 2024 döneminde firmalar ile yapılan görüşmelerden elde edilen bulgular özetlenmektedir.

#### ***İktisadi faaliyette yılın dördüncü çeyreğinde sınırlı bir iyileşme izlenmiştir.***

Toplam satışlarda ağırlıklı olarak iç talep kaynaklı olmak üzere ılımlı bir artış gözlenirken üretim faaliyetindeki toparlanmanın ise iç talebe kıyasla sınırlı olduğu değerlendirilmiştir. Yatırım durumunda zayıf seyir devam ederken bu durum çeyrek genelinde istihdam planlarına da yansımıştır. Firmalar üzerindeki maliyet baskısında gerileme gözlenirken dönemsel fiyatlama davranışı kaynaklı fiyat artışı planlayan firmaların oranı artmıştır.

#### ***Yurt içi satışlarda harcamaları sınırlayan etkenler devam etmekle birlikte yılın son çeyreğinde kampanyaların tetiklediği bir artış izlenmiştir.***

Finansal koşullardaki sıkılığın sürmesi ve fiyat geçişleriyle aşınan alım gücü harcamaları sınırlamaya devam etmekle birlikte, firmalar tarafından düzenlenen yoğun kampanyaların tüketici nezdinde karşılık bulduğu gözlenmiştir. Bununla birlikte, tüketicilerin fiyat hassasiyetinin arttığı; kampanya yoğunluğunun azalması veya fiyat artışlarının yapılması durumunda satışların zayıfladığı değerlendirilmiştir. Firmalar arası ticarete; zayıf yatırım iştahı, finansal koşullar nedeniyle stok tutma maliyeti ve tahsilat riskleri nedeniyle müşteri seçiciliğinin devam etmesi iş hacimlerini baskılamayı sürdürmüştür.

**Gıda ve hızlı tüketimde** ağırlıklı olarak eylülde gözlenen okula ve şehre dönüş etkisi dördüncü çeyrek başında da satışları desteklerken kasım ve aralık aylarında kampanyalar ile satış hacimleri korunmuştur. **Hazır giyimde**, üst segment başta olmak üzere talebin gücünü koruması, firmalar tarafından düzenlenen kampanyalar ve iç bölgelerde hava sıcaklıklarının erken soğumasının etkisiyle satışların beklentilerle uyumlu seyrettiği gözlenmiştir. **Beyaz eşyada** satışlar özellikle kasım ayının ikinci yarısından itibaren yoğun kampanyalarla desteklenirken **mobilyada** da zayıf geçen üçüncü çeyreği telafi amacıyla uygun fiyat belirleyen firmaların etkisiyle satışların bir miktar arttığı gözlenmiştir. **Otomobil** satışları, Çinli firmaların rekabet baskıları ve AB ülkelerindeki zayıf talep koşulları nedeniyle Türkiye'ye yönlendirilen araç miktarındaki artışın etkisiyle yılı rekor seviyede tamamlamıştır. **Konut** satışlarında, finansman imkanlarındaki iyileşme, fiyat artış beklentileri ve finansal getirilerin değerlendirilmesi kapsamında çeyrek genelinde artış gözlenmiştir.

#### ***İhracat, yılın dördüncü çeyreğinde önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir değişim göstermemiştir.***

Talep koşulları ve TL cinsi maliyetlerin ihracat üzerinde baskı oluşturmaya devam ettiği ifade edilirken bu dönemde jeopolitik riskler ile uluslararası gelişmelerin etkisi ön plana çıkmıştır. Ana pazarımız olan AB ülkelerinde artan siyasi belirsizlikler nedeniyle talep koşullarındaki toparlanma sinyallerinin zayıf seyrini koruduğu gözlenirken ABD'deki başkanlık seçiminin küresel ticarete sınırlı bir miktar yavaşlama yarattığı izlenmiştir. Bununla birlikte, Orta Doğu'daki gerginliğin de bu bölgeye ihracattaki istikrarsızlığı sürdürdüğü görülmüştür. Küresel rekabet koşullarının kalite, hızlı teslim, yeni pazarlara erişim ve ürün geliştirme yoluyla kazanılan ihracat fırsatlarını sınırlamaya devam ettiği değerlendirilmiştir.

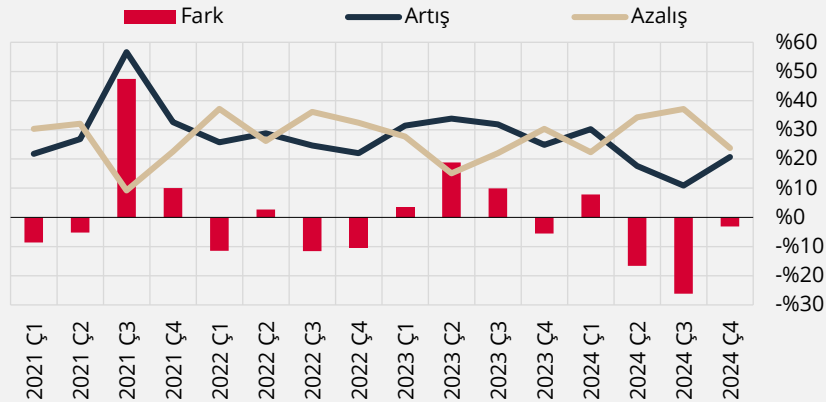
<sup>1</sup> Bu çalışmanın temel amacı; farklı sektörlerdeki firmalarla görüşmeler yaparak dönemsel üretim, yurt içi ve yurt dışı satış, yatırım, istihdam, kredi koşulları, maliyet ve fiyat gelişmelerine ilişkin zamanlı bilgi edinmek, iktisadi faaliyeti yakından takip etmek ve TCMB ile reel sektör temsilcileri arasındaki iletişimi geliştirmek olarak belirlenmiştir. Yarı yapılandırılmış sohbet şeklinde gerçekleştirilen görüşmeler sonucunda elde edilen bulgular, para politikası kararları için nitelikli ve zamanlı bir bilgi kaynağı oluşturmaktadır. Görüşmeler sektörel, bölgesel ve ölçek düzeyinde toplam iktisadi faaliyet içindeki ağırlıkları dikkate alınarak oluşturulan örneklem çerçevesinde imalat sanayi, ticaret ve hizmet sektörlerindeki firmalar ile gerçekleştirilmektedir. Grafikler, firma görüşmelerinden elde edilen anekdotal bilgilerin konularına göre sayısallaştırılmasıyla üretilmektedir. Bu çalışma, firma görüşmeleri esas alınarak yapılan değerlendirme ve çıkarımları içermekte olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının görüşlerini yansıtmamaktadır. Elde edilen bilgi, bulgu ve grafikler daha sonra yayımlanacak resmi istatistik, bilgi ve bulgularla farklılık gösterebilir.

Pazar çeşitliliği yüksek olan **makine** ihracatı, fiyatlama zorlukları ve Avrupa'daki durgunluğa rağmen diğer pazarlardaki talebin desteğiyle olağan ihracat seviyelerini korumuştur. **Ana metal** ihracatı temelde korumacılık politikaları ile Çin rekabeti çerçevesinde şekillenmeye devam etmiş ve önceki döneme benzer bir seyir izlemiştir. **Otomotiv ana sanayi** ihracatı geçen çeyrekteki temposunu sürdürmüştür. Avrupa'daki zayıf talep koşullarının özellikle ağır ticari araç ihracatı üzerindeki baskısı sürerken hafif ticari araç talebinde yeni modellerin etkisiyle bir miktar toparlanma söz konusudur. Otomobil ihracatı ise yatay seyrini korumuştur. **Otomotiv yan sanayi** ihracatı ise yedek parça ve aksesuar satışlarının desteğiyle geçen çeyrekteki seviyesini yakalayabilmiştir. Ana pazarlardaki zayıf talep koşullarının, Çin'in sektördeki baskısının ve zorlaşan rekabet şartlarının firmaların yeni projelere erişimlerini sınırladığı aktarılmıştır. Orta ve Doğu Avrupa ile Kuzey Afrika ülkelerindeki rakiplere pazar kaybedildiği ve kayıpların artabileceği iletilmiştir. **Beyaz eşya** ihracatında yatay seyir sürmüş, Avrupa'daki zayıf talep koşullarına ilaveten Uzak Doğu firmalarının satış ve fiyat politikası ihracatı baskılamaya devam etmiştir. Fiyatlamada yaşanan güçlükler ile hedeflenenden düşük kârlı satışların yan sanayi firmalarını özellikle Avrupa pazarında zorladığı, ABD pazarında ise kayıpların kısmen telafi edilebildiği aktarılmıştır.

**Hazır giyim** ihracatında zayıf seyrin bir miktar derinleştiği, rekabet zorluklarının tüm segmentlere yayıldığı belirtilmiştir. Sektörde pazar ve müşteri kayıpları ile fiyatlama sorunlarına vurgu sürerken firmaların daha katma değerli ürünlere yönelim, yeni müşteri ve pazar arayışları ile kârdan feragat ederek satış hacimlerini koruma çabaları devam etmiştir. **Tekstilde** ise hazır giyime kıyasla daha olumlu bir seyir izlenmiştir. Büyük alım gruplarının azalan stokları yerine koyma eğiliminin ihracat üzerindeki destekleyici etkisi rakip ülkelerle açılan fiyat makası kaynaklı baskılanmıştır.

**Turizmde** son çeyrek, özellikle ekim ayının etkisiyle mevsim normallerinin üzerinde doluluklarla kapanmıştır. Sezona göre fiyatların daha uygun olması ve sonbaharın daha ılık geçmesinin doluluklara olumlu yansıtıldığı belirtilmiştir.

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



Kaynak: TCMB RESİM.

\* Talep Algısı, firmaların mevcut satış gerçekleştirmeleri, siparişleri ve beklentileri dikkate alınarak yapılan değerlendirmeyi göstermektedir. Fark olarak gösterilen seri, bir önceki çeyreğe kıyasla talep algısı olumlu olan firmalar ile olumsuz olan firmalar arasındaki farkı göstermekte olup talep algısındaki değişimin boyutuna değil, firmalar arası yaygınlığına ilişkin bilgi sunmaktadır.

### **2024 yılının dördüncü çeyreğinde, iç talepteki sınırlı iyileşmeye kıyasla üretimde daha zayıf bir hareket gözlenmiştir.**

İç piyasa ağırlıklı çalışan firmalarda, talebin sürekliliğine ve asgari ücret artışına ilişkin belirsizlik, stok eritme sürecinin devam etmesi, ithal ürünlerin ve Çin menşeli firmaların rekabet baskısı ilgili çeyrekte faaliyeti baskılamıştır. İhracatçı firmalarda ise ana pazar Avrupa ülkelerinde ekonomik toparlanma sürecine ilişkin belirsizliklerin devam etmesi ve alternatif pazarlardaki istikrarsızlıkların sonlanmamış olması üretime olumsuz yansımıştır.

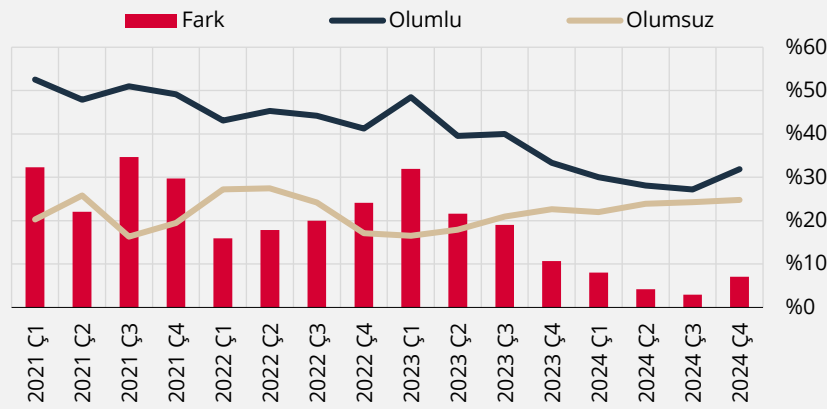
Sektörel gelişmelere bakıldığında, **otomotiv** tarafında dış talepteki zayıf seyrin ve tedarikte ithalata yönelimin devam etmesi üretimi baskılarken ana sanayide yeni modellerin devreye alınmasına yönelik hazırlık süreçleri üretimi desteklemektedir. **Beyaz eşyada**, iç talepte süren hareketliliğin stoklardan

karşılanmaya devam etmesi ve zayıf seyrini sürdüren dış talep koşulları üretimi baskılamaya devam etmiştir. **Ana metalde**, iç piyasada altyapı faaliyetlerindeki zayıflık ve imalat sanayindeki sınırlı artış talebi baskımlarken dış talepte değişiklik gözlenmemiştir. **Makine-teçhizat**, iç ve dış piyasada yatırım harcamalarının zayıf seyri üretimi baskılamaya devam etmiştir. **İnşaat yan sanayinde**, ilk el konut satışlarındaki ılımlı artış üretim tarafına sınırlı yansırken nihai tüketicilerin tadilat talebindeki canlılık ve kampanyalar perakende tarafını desteklemiştir. **Kimyada**, iç piyasada başta inşaat ve tekstil bağlantılı alanlar olmak üzere imalat sanayindeki zayıf seyirden olumsuz etkilenirken dış talep yatay seyretmiştir. **Tekstil ve hazır giyimde** yıl boyunca üretimi baskılayan etkenler olarak; zayıf dış talep ve iç piyasada üretim sürecinde artan ithalat eğilimi görülmeye devam etmiştir. **Mobilyada**, iç talepte son çeyrekteki hareketlilik ağırlıklı olarak stoklardan karşılanırken ihracattaki rekabet gücü zorluklarının üretimi baskıladığı firmalar tarafından dile getirilmiştir.

#### **Firmaların yatırım duruşunda zayıf seyir devam etmiştir.**

Bu dönemde yatırım planı olmayan firmalar gerekçe olarak talep koşullarına ilişkin belirsizlikleri ve finansman maliyetlerini öne çıkarmıştır. Mevcut dönemde talebi görece olumlu gören ve özkaynak yapısı güçlü firmaların ise yatırım duruşunda kısmi bir hareketlilik gözlenmiştir. Yatırım planları içinde verimlilik artırma ve işgücü maliyetini azaltmaya yönelik otomasyon ve modernizasyon yatırımları ön plandadır. Firmaların GES yatırımlarına yönelik ilgisinin azalmaya devam ettiği gözlenmiştir.

**Grafik 2: Firmaların Yatırım Duruşu\*** (Gelecek 12 Aylık Dönem)



Kaynak: TCMB RESİM.

\* Yatırım Duruşu, firmaların gelecek 12 aylık dönemdeki yatırım iştahı dikkate alınarak yapılan değerlendirmeyi göstermektedir. Fark olarak gösterilen seri, yatırım duruşu olumlu olan firmalar ile olumsuz olan firmalar arasındaki farkı göstermekte olup yatırım duruşundaki değişimin boyutuna değil firmalar arası yaygınlığına ilişkin bilgi sunmaktadır.

Sektörel bazda bakıldığında, **imalat sektöründe gıda, metal ve otomotiv yan sanayi** sektörlerinde yatırım duruşunun görece olumlu olduğu gözlenmiştir. **Tekstil** sektöründeki mevcut atıl kapasite, **hazır giyimde** fiyat tutturamama kaynaklı ihracatta zayıflamanın sürmesi ve talebin seyrinin öngörülememesi yatırım iştahını olumsuz etkilemektedir. Yatırım duruşu son dönemde görece olumlu seyreden **ticaret ve hizmet** sektörlerinde mağaza ve depo gibi yatırım planlarının ön plana çıktığı gözlenmiştir. **İnşaat** sektöründe yüksek arsa fiyatları ve finansman koşulları yatırım iştahını baskılamaya devam etmiştir.

#### **Yatırım duruşundaki zayıf seyir çeyrek genelinde istihdam planlarına yansımaya devam etmiştir.**

Firmaların önemli kısmında mevcut istihdam düzeyini koruma eğilimi sürmekle birlikte, talebe ilişkin belirsizlikler ve otomasyon yatırımları istihdam planlarında aşağı yönlü baskı oluşturmaktadır. Çalışan bulma koşullarında yaşanan zorluklar ve firmaların nitelikli personeli elde tutma motivasyonunun istihdam düzeyinin korunmasında etkili olduğu anlaşılmaktadır. 2025 yılı asgari ücret artışının firmaların beklentileri ile büyük ölçüde uyumlu gerçekleştiği görülmüştür.

#### **Yılın dördüncü çeyreğinde finansman ihtiyacı artışına yapılan vurgu azalmaya devam etmiştir.**

Firmalar faaliyetlerini ilave finansman ihtiyacı oluşturmadan sürdürme eğilimini korurken stok, üretim ve satış planlamalarını da bu doğrultuda yönetmeye çalışmaktadır. Ağırlıklı olarak işletme sermayesi kaynaklı finansman ihtiyacı vurgusunun azalmasında çeyrek genelinde firmalar üzerindeki maliyet

baskısının gerilemesinin etkili olduğu gözlenmiştir. Bununla birlikte işletme sermayesi ihtiyacının ana kaynağını maliyetler oluşturmaya devam etmektedir. Yatırım duruşundaki zayıflığın sürmesi nedeniyle yatırım finansmanına yönelik ihtiyaç vurgusunda önceki çeyreğe kıyasla değişiklik olmamıştır.

Vadelerde uzama ve teklif edilen faiz oranlarındaki düşüş çerçevesinde kredi koşullarında kısmi bir gevşeme yaşandığı gözlenmiştir. Bankaların faiz indirim beklentilerine bağlı olarak geçen çeyreğe kıyasla kredi kullandırma iştahlarının arttığı ve çoğunlukla sabit faizli ve orta/uzun vadeli kredi teklifinde buldukları iletilmiştir. Bununla birlikte, firmaların önemli bir bölümü finansman maliyetlerinin halen yüksek olduğunu dile getirmeye devam etmiştir.

Firmalar arası ticaret koşullarında son çeyrekte ilave bir bozulma gözlenmemiştir. Alacak tahsilatlarında yaşanan gecikmelere rağmen mevcut tahsilat sorunlarının yönetilebilir düzeyde olduğu aktarılmaya devam etmiştir. Bununla birlikte gelecek dönem için piyasanın geneline yayılabilecek tahsilat riski endişelerine karşın temkinli duruşlarını korumaya çalışan firmaların risk analizlerine odaklanarak müşteri seçimlerinde seçici davranmaya, DBS (Doğrudan Borçlandırma Sistemi), kredi kartı, teminat mektubu ve/veya alacak sigortası kullanmaya devam ettiği görülmüştür.

***Yılın son çeyreğinde firmalar üzerindeki maliyet baskısı bir miktar hafiflerken fiyat artışları yavaşlamıştır.***

Maliyet unsuru olarak girdi, işgücü ve enerji maliyetlerine yapılan atıflar önceki çeyreğe göre azalmış; kur ve finansman maliyetlerine yapılan atıflar ise önceki çeyrekle benzer düzeyde gerçekleşmiştir. Fiyat artışlarındaki yavaşlamada talep koşulları ve maliyetlerdeki sakin seyrin yanı sıra kampanya dönemi kaynaklı rekabet baskıları da etkili olmuştur.

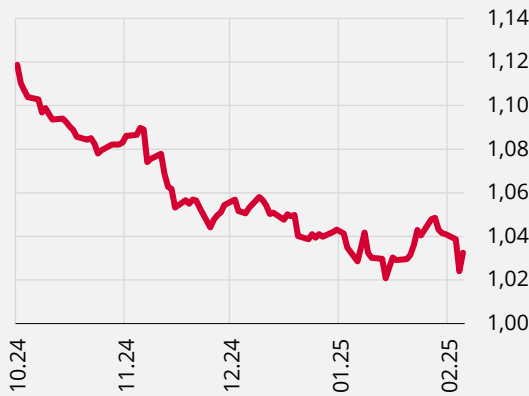
2025 yılının ilk çeyreği için planlanan fiyat artışlarında ağırlıklı olarak yılın başında yapılacak ücret ayarlamaları ile buna bağlı olarak girdi fiyatlarında beklenen artışların rol oynadığı görülmüştür. Öte yandan talep ve rekabet koşullarının maliyetlerin fiyatlara yansıtılmasını sınırlandırması beklenmektedir.

## Kutu 2.2

### Euro-Dolar Paritesindeki Değişimin Dış Ticaret Etkileri

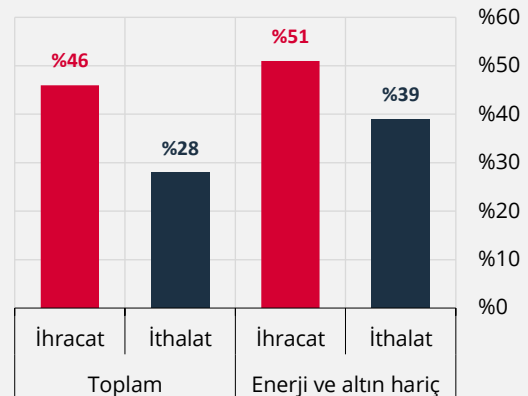
2024 yılı Ekim ayından bu yana olan süreçte ABD doları, euro karşısında yüzde 8'den fazla değer kazanmıştır (Grafik 1). Türkiye'de ithalatın önemli bir kısmı Avrupa Birliği (AB) dışındaki ülkelerden gerçekleştirilirken ihracatta AB ülkeleri önemli bir paya sahiptir. 2023 yılında toplam ihracatın yüzde 46'sı euro cinsinden yapılırken ithalatın sadece yüzde 28'i euro ile gerçekleştirilmiştir; enerji ve altın hariç tutulduğunda ise ihracatın yüzde 51'i, ithalatın ise yüzde 39'u euro cinsinden gerçekleştirilmiştir (Grafik 2). Bu kutuda, dış ticaretin döviz kompozisyonundaki bu farklılaşma kanalıyla, euro-dolar paritesindeki değişimin Türkiye'nin dış ticaretine etkisi incelenmektedir.

**Grafik 1: Euro-dolar Paritesi**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 2: Türkiye'nin İthalat ve İhracatında Euro Payı**



Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

Euronun dolara karşı değer kaybının Türkiye'nin dış ticaret dengesi üzerindeki nihai etkisini belirleyen farklı faktörler bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi, dış ticaret pazarlarındaki rekabet koşullarına bağlı olarak, ithalatçı ve ihracatçı firmaların kurdaki değişimi dolar cinsinden fiyatlarına ne ölçüde yansıttıkları ve ayarlanan yeni fiyat ile hangi miktarda ticaret gerçekleştirdiğidir. Bu bağlamda, firmaların euro-dolar paritesindeki değişime karşı farklılaşan davranışlarını incelemek için firma düzeyinde dış ticaret verileri ile analiz yapılmıştır. Euro-dolar paritesindeki değişimlerin firmaların birim ithalat ve ihracat fiyatlarına geçişkenliği, 2011 Ocak-2024 Ekim dönemi arasında yer alan aylık frekansta ve firma-ürün-ülke seviyesinde veri seti kullanılarak aşağıdaki sabit etkiler modelleri ile tahmin edilmektedir.

$$Fiyat_{i,c,t,m,p} = \alpha + \beta \text{ Euro ihracat(ithalat) payı}_{i,t-1} \times \sum_{a=0}^A \text{Euro deger kaybı}_{t,m-a} + \delta_{c,t,m} + \gamma_{p,t,m} + \delta_{i,t} + \varepsilon_{i,c,t,m,p}$$

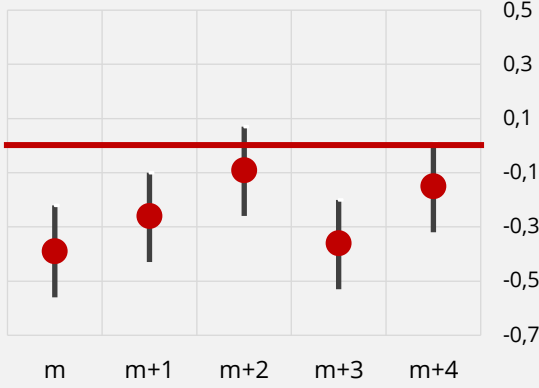
Denklemlerde i firmayı, c ülkeyi, t yılı, m ayı ve p 6 basamaklı HS sınıflamasında ürünü göstermektedir. Bağımlı değişken, ABD doları cinsinden ihracat (ithalat) birim fiyatını, açıklayıcı değişken ise firmanın bir önceki yılda euro cinsinden gerçekleştirdiği ihracat (ithalat) oranı ile euronun dolara karşı aylık yüzdelerlik değer kaybının etkileşimini göstermektedir. Regresyon ile ölçülmesi hedeflenen katsayı ( $\beta$ ) euro dolar değer kaybındaki bir değişimin, ihracatının (ithalatının) tamamını euro cinsinden yapan bir firmanın ihracatına (ithalatına) etkisini göstermektedir. Regresyonda ürün-yıl-ay, ülke-yıl-ay, firma-yıl gibi geniş bir sabit etkiler seti kullanılmaktadır. Analizlerde ilgili ayda bir ülkeye ilgili ürün ihracatı (ithalatı) 25.000 dolardan; ilgili yılda satış ve maliyeti 10.000 TL'den fazla olan yaklaşık 16 milyon (ithalat regresyonları için 12 milyon) adet firma-yıl-ay-ülke-ürün dış ticaret gözlemi kullanılmaktadır.

Regresyonlardan elde edilen  $\beta$  katsayıları sırasıyla Grafik 3 ve Grafik 4'te gösterilmektedir. Buna göre euroda dolara karşı görülen yüzde 10'luk bir değer kaybı sonrasında ihracatının tamamını euro cinsinden gerçekleştiren firmaların dolar cinsinden ihracat fiyatlarında, ihracatının tamamını dolar



cinsinden gerçekleştiren firmalara kıyasla, aynı ayda yüzde 3,9; takip eden ilk ayda ise yüzde 2,6 düşüş görülmektedir (Grafik 3). Bu durum euro ile ihracat gerçekleştiren firmaların eurodaki değer kaybını ihracat fiyatlarına kısmen yansıttıklarını ima etmektedir. Buna karşın ithalat fiyatında istatistiksel olarak anlamlı bir değişim görülmemektedir (Grafik 4). Bir diğer ifadeyle, ithalatçı firmaların kurdaki değişimden faydalanamadığı görülmektedir.

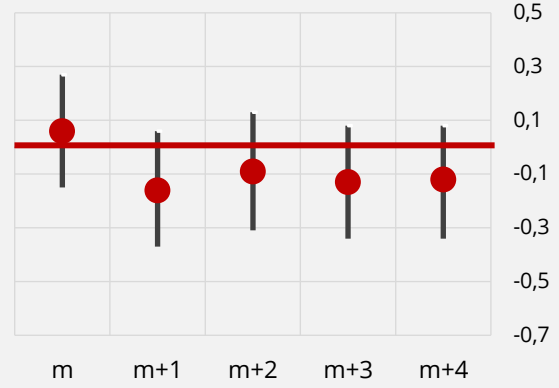
**Grafik 3: Euro Değer Kaybının İhracat Fiyatlarına Geçişkenliği ( $\beta$  katsayısı)**



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Not: Daha uzun dönemli katsayılar modele dahil edildiğinde istatistiksel olarak anlamsız ya da iktisadi olarak küçük katsayılar elde edilmektedir. Dikey çizgiler yüzde 95 güven aralığını göstermektedir.

**Grafik 4: Euro Değer Kaybının İthalat Fiyatlarına Geçişkenliği ( $\beta$  katsayısı)**

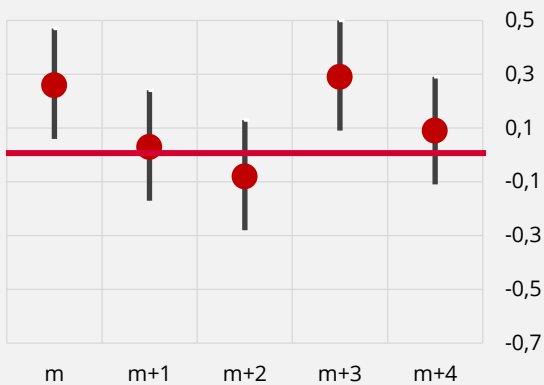


Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Not: Daha uzun dönemli katsayılar modele dahil edildiğinde istatistiksel olarak anlamsız ya da iktisadi olarak küçük katsayılar elde edilmektedir. Dikey çizgiler yüzde 95 güven aralığını göstermektedir.

Buna ek olarak, ithalat ve ihracat açısından belirleyici olan bir diğer faktör de firmaların yeniden ayarladıkları fiyatları sonucunda ithalat ve ihracat miktarlarında bir değişim olup olmadığıdır. Bu nedenle yukarıdaki regresyonlar, bağımlı değişken miktar olacak şekilde yeniden tahmin edilmiştir. Sonuçlar, eurodaki değer kaybı sonrasında ihracat miktarında kısmi bir artışa işaret etmektedir (Grafik 5). İthalat miktarında ise fiyata benzer olarak önemli bir düşüş görülmemektedir (Grafik 6).

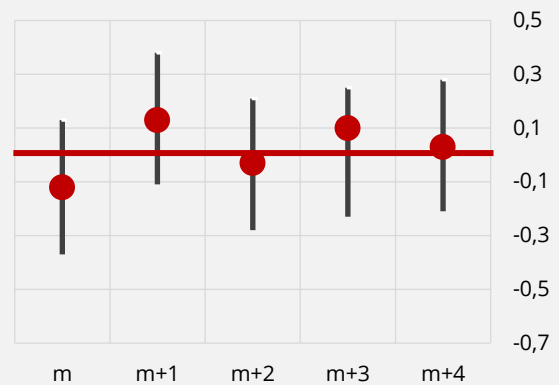
**Grafik 5: Euro Değer Kaybının İhracat Miktarına Etkisi ( $\beta$  katsayısı)**



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Not: Daha uzun dönemli katsayılar modele dahil edildiğinde istatistiksel olarak anlamsız ya da iktisadi olarak küçük katsayılar elde edilmektedir. Dikey çizgiler yüzde 95 güven aralığını göstermektedir.

**Grafik 6: Euro Değer Kaybının İthalat Miktarına Etkisi ( $\beta$  katsayısı)**

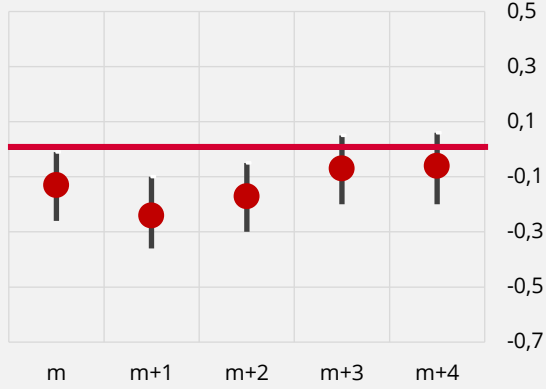


Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Not: Daha uzun dönemli katsayılar modele dahil edildiğinde istatistiksel olarak anlamsız ya da iktisadi olarak küçük katsayılar elde edilmektedir. Dikey çizgiler yüzde 95 güven aralığını göstermektedir.

Son olarak, fiyat ve miktar üzerindeki etkileri toplulaştırmak adına bağımlı değişkenlerin dış ticaret tutarları (ABD doları cinsinden) olduğu regresyonlar tahmin edilmiştir. Buna göre, euro-dolar paritesindeki yüzde 10'luk gerileme ile ihracat tutarı cari ayda yüzde 1,3, sonraki iki ayda ise yüzde 2,4 ve yüzde 1,7 oranında, sınırlı bir gerileme göstermektedir (Grafik 7). İthalat tutarında ihracata kıyasla daha düşük bir oranda gerileme gerçekleşmektedir (Grafik 8).

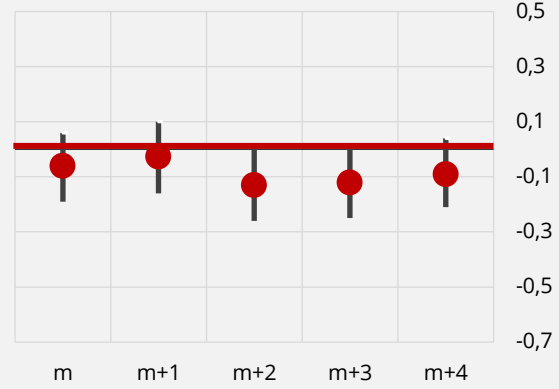
**Grafik 7: Euro Değer Kaybının İhracat Tutarına Etkisi ( $\beta$  katsayısı)**



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Not: Daha uzun dönemli katsayılar modele dahil edildiğinde istatistiksel olarak anlamsız ya da iktisadi olarak küçük katsayılar elde edilmektedir. Dikey çizgiler yüzde 95 güven aralığını göstermektedir.

**Grafik 8: Euro Değer Kaybının İthalat Tutarına Etkisi ( $\beta$  katsayısı)**



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Not: Daha uzun dönemli katsayılar modele dahil edildiğinde istatistiksel olarak anlamsız ya da iktisadi olarak küçük katsayılar elde edilmektedir. Dikey çizgiler yüzde 95 güven aralığını göstermektedir.

Özetle, euronun dolara karşı değer kaybı sonrasında ihracatının tamamını euro ile yapan firmaların dolar cinsinden ihracat fiyatlarında düşüş görülürken firmaların yeniden ayarladıkları fiyat ile daha yüksek miktarda ihracat gerçekleştirmeleri toplam ihracat tutarındaki etkiyi sınırlamaktadır. Öte yandan, eurodaki değer kaybı ithalat tutarında da ihracata kıyasla daha zayıf olmakla birlikte, gerilemeye neden olmaktadır. Analiz sonuçları, son dönemde euro-dolar paritesinde gözlenen değer kaybının dış ticaret dengesine sınırlı bir etkisinin olacağını ima etmektedir.

## Kutu 2.3

### Fiyatlama Davranışları Çerçevesinden Son Dönem Enflasyon Eğilimi

Bir ekonomide makroekonomik değişkenler sürekli değişim gösterse de tüketici fiyatlarının bu değişikliklere anında tepki vermediği ve nispeten uzun sayılabilecek süreler boyunca sabit kaldığı bilinmektedir. Bununla birlikte, makroekonomik değişkenlerdeki (örneğin: döviz kuru, asgari ücret, para politikası faizi vb.) gelişmelerin enflasyona yansımaları ancak ve ancak tüketici sepetindeki ürün fiyatlarının değişmesiyle mümkün olmaktadır. Bu sebeple fiyat değişim süreçlerini anlamak, enflasyon gelişmelerini takip etmek, enflasyon tahminleri oluşturmak ve para politikasının işlevselliğini anlamak için kritik bir öneme sahiptir.

İktisat literatüründe fiyat değişimlerinin zamanlamasını açıklama konusunda duruma bağlı (menü maliyeti) (Caplin ve Spulber, 1987) ve zamana bağlı (Taylor, 1980 ve Calvo, 1983) fiyatlama davranış modellerinin ön plana çıktığı görülmektedir. Duruma bağlı davranış modelinde, firmaların fiyat değişim sürecinde belirli bir maliyete (menü maliyeti<sup>1</sup>) maruz kaldıkları ve fiyat değişimiyle sağlanan ilave gelirin söz konusu maliyeti karşılama durumu firmaların fiyat değiştireceği varsayılmaktadır. Bir başka deyişle, bir firmanın bir önceki fiyat güncellemesinden sonra talep ve maliyet koşullarında gerçekleşen birikimli değişimin belirli bir eşiği aşmasıyla yeni bir fiyat değişimi gerçekleşmektedir. Zamana bağlı davranış modelleri ise her bir ürün fiyatının ortalama bir yaşam süresi olduğunu (örneğin, bir ürünün fiyatının ortalama yılda bir veya üç ayda bir değişmesi gibi), bu sürenin makroekonomik koşullardan bağımsız bir şekilde belirlendiğini ve zaman içinde sabit kaldığını varsaymaktadır. Bu iki davranış modelinin ima ettiği makroekonomik koşullardan enflasyona geçiş süreci önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Örneğin, ekonomide büyük bir maliyet artışının yaşandığı bir dönemde duruma bağlı fiyatlama davranışı gözlenen ürün gruplarında firmaların büyük çoğunluğu kısa bir süre içinde fiyatlarını değiştirecek ve böylelikle makroekonomik koşulların enflasyona geçiş süreci önemli ölçüde kısılacaktır. Öte yandan, zamana bağlı fiyatlama davranışı gözlenen gruplarda firmalar, eski rutinlerinde fiyat değişimi yapmaya devam edecek ve şokların enflasyona geçiş sürecinde bir değişiklik olmayacaktır.<sup>2</sup> Bu sebeple enflasyon gelişmelerinin ilgili mal ve hizmet grubundaki fiyatlama davranışıyla birlikte değerlendirilmesi, enflasyon eğilimine yönelik daha doğru bir çıkarımda bulunmaya olanak sağlamaktadır.

Çeşitli ülkelerin verileriyle yapılan çalışmalar, tüketici ürünlerinin önemli bir kısmında firmaların duruma bağlı fiyatlama (menü maliyetleri) davranışıyla uyumlu olarak fiyat belirlediklerini bulgulamaktadır.<sup>3</sup> Özcan-Kodaz ve Yürek (2023) çalışması, söz konusu bulgunun Türkiye için de geçerli olduğunu ve duruma bağlı fiyatlama görülen gruplarda büyük maliyet şoklarının fiyatlara daha hızlı yansıdığını göstermektedir. Nitekim, B endeksinde yer alan ürünlerden duruma bağlı fiyatlama yapanların payının 2025 yılı itibarıyla yüzde 79,9, zamana bağlı fiyatlama yapanların payının ise yüzde 20,1 olduğu hesaplanmaktadır.<sup>4</sup> Bu kutunun amacı, son dönem enflasyon gelişmelerini ilgili gruplardaki fiyatlama davranışları çerçevesinden değerlendirmektir. Bu doğrultuda, ilk olarak, duruma bağlı fiyatlama gösteren çeşitli alt gruplara ilişkin TCMB bünyesinde toplanan mikro fiyat verisinden elde edilen fiyat değişim frekansı ve boyutu gibi göstergeler kullanılarak son döneme dair bir değerlendirme yapılmaktadır. İkinci olarak, B endeksi kapsamındaki zamana ve duruma bağlı fiyatlama gruplarının enflasyon dinamiklerine dair genel bir değerlendirme yapıldıktan sonra söz konusu grupların son dönem gelişmelerine odaklanılmaktadır.

<sup>1</sup> Menü maliyeti, fiyat listelerini güncellemek, raftaki ürünleri yeniden etiketlemek, fiyat değişikliğini planlamak ve buna karar vermek, dağıtım ve satış ağıyla iletişim kurmak gibi operasyonel maliyetlerin hepsini içermektedir.

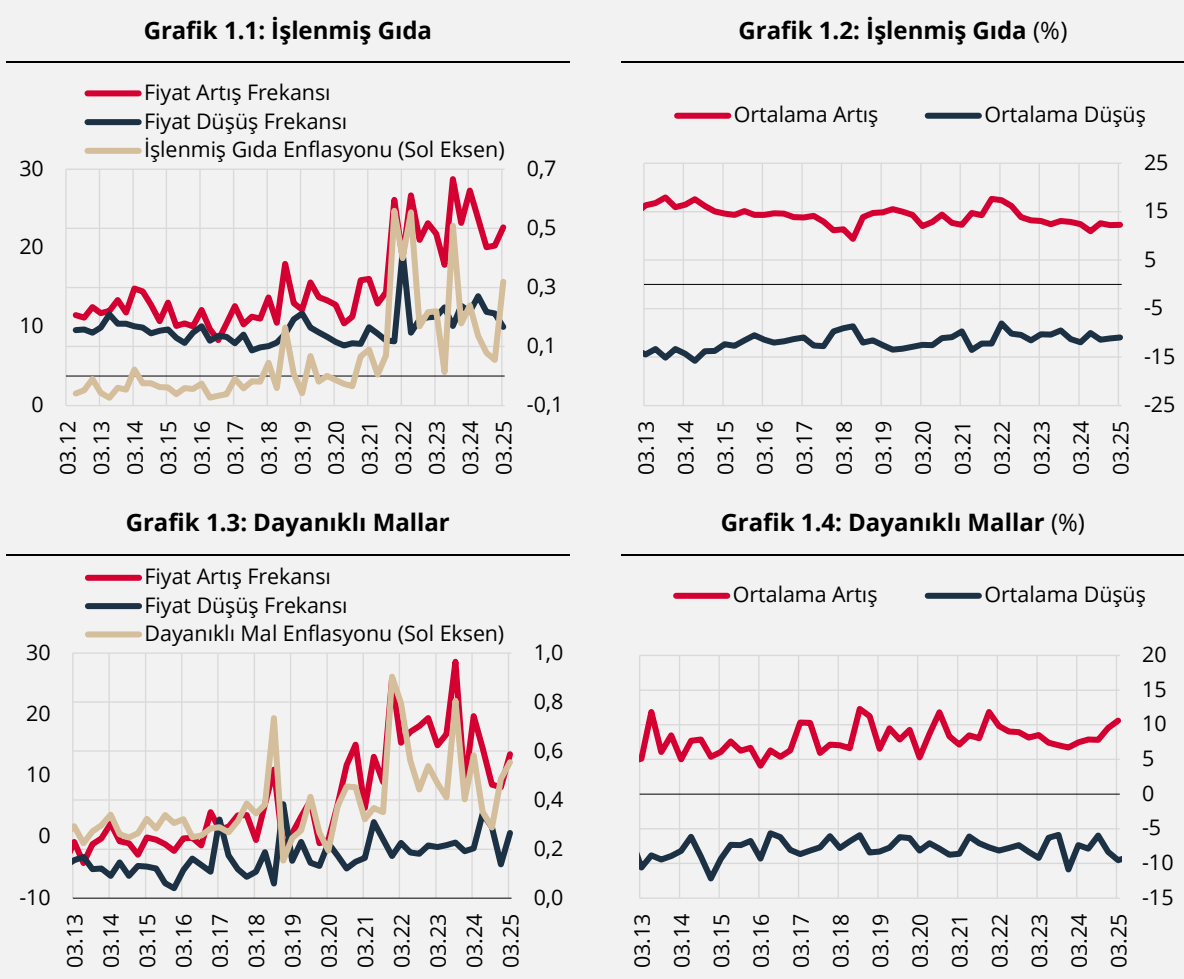
<sup>2</sup> Zamana bağlı fiyatlama yapan kalemlerde fiyat değişim zamanlaması tanım gereği belirli bir rutini takip etse de ekonomide büyük maliyet değişikliklerinin yaşandığı dönemlerde fiyatların güncelleme sıklığında farklılaşmalar olan istisnai dönemler olabilmektedir. Örneğin, son yıllarda yüksek enflasyon ortamıyla birlikte zamana bağlı fiyatlama gösteren ve yılda bir kere güncellenen ilaç fiyatları, servis ücreti ve sağlık hizmetleri gibi bazı kalemlerde ara güncellemelerin olduğu bilinmektedir.

<sup>3</sup> Bakınız Nakamura ve diğ. (2018), Gautier ve diğ. (2022), Gagnon (2009), Alvarez ve diğ. (2019), Cavallo ve diğ. (2024).

<sup>4</sup> Paylara yönelik hesaplama Özcan-Kodaz ve Yürek (2024) çalışmasında sunulan sınıflama baz alınarak yapılmıştır. Ayrıca çalışmada 2024 yılına ait ağırlıklar üzerinden bir hesaplama yapılmış ve duruma bağlı ile zamana bağlı grupların ağırlıkları sırasıyla 83,3 ve 16,7 olarak raporlanmıştır.

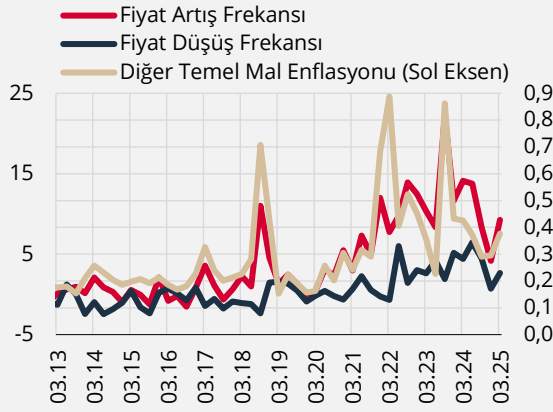
Grafik 1'de duruma bağlı fiyatlamaya gösteren çeşitli alt gruplara (işlenmiş gıda, dayanıklı tüketim malları, diğer temel mallar ve yiyecek hizmetleri) ait perakende mikro fiyat verilerininin toplulaştırılmasıyla elde edilen fiyat değişim frekansı ve boyutuna yönelik göstergeler ile ilgili grupların resmi enflasyon verisi gösterilmektedir. Fiyat değişim frekansı spesifik bir dönemde fiyatı değişen ürün sayısının toplam ürün sayısına oranını<sup>5</sup>, fiyat değişim boyutu ise ilgili dönemde fiyatı değişen ürünlerdeki ortalama yüzde değişimi ifade etmektedir. Bu göstergeler incelendiğinde TL'deki değer kaybının yüksek olduğu dönemlerde (2018-Ç3, 2021-Ç4 ve 2023-Ç3) fiyat değişim frekansında keskin artışlar görülürken fiyat değişim boyutundaki değişimin daha sınırlı kaldığı izlenmektedir. Buna paralel şekilde, nominal anlamda büyük asgari ücret artışlarının gerçekleştiği dönemlerde (2022-2025 yılları arasında) başta yiyecek hizmetleri olmak üzere incelenen grupların hepsinde fiyat artış frekansında bir yükseliş görüldüğü ve takip eden dönemde gerilediği gözlenmektedir. Son döneme bakıldığında ise fiyat değişim frekansının 2024 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerinde incelenen grupların hepsinde belirgin bir gerileme eğilimi gösterdiği, yılın son çeyreğinde ise ılımlı seyrini koruduğu görülmektedir. 2025 yılı ocak ayında ise incelenen grupların hepsinde fiyat artış frekansında bir yükseliş gözlenmektedir. Bu gelişmede büyük ölçüde asgari ücret güncellemesinin belirleyici olduğu değerlendirilmekte birlikte geçmiş gözlemlerin ışığında önümüzdeki dönemde enflasyon eğiliminde bir gerileme olacağı öngörülmektedir.

**Grafik 1: Ortalama Fiyat Değişim Frekansı ve Fiyat Değişimlerinin Boyutu\***

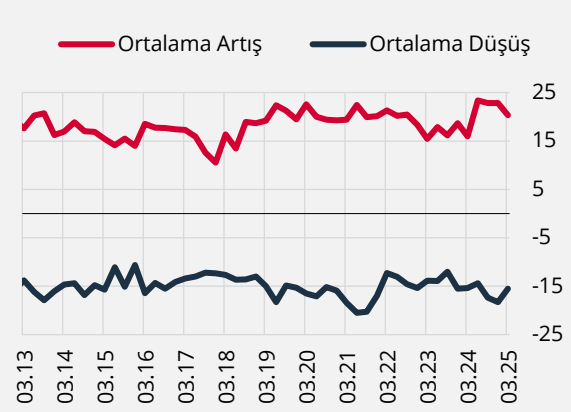


<sup>5</sup> Fiyat artış frekansı, 7-D düzeyindeki her bir ürün için takip edilen tekil ürün fiyatlarının yüzde kaçının bir önceki döneme göre artış gösterdiği şeklinde hesaplanmaktadır (örneğin 7-D düzeyindeki spesifik bir ürün için takip edilen 10 farklı tekil üründen 4 tanesinin fiyatında bir önceki döneme göre artış varsa ilgili 7-D düzeyindeki ürünün fiyat artış frekansı 0,4 olacaktır). Tüm 7-D seviyesindeki ürünler için fiyat artış frekansı serileri hazırlandıktan sonra bu serilerin ağırlıklı ortalaması hesaplanarak ilgili grup için fiyat artış frekansına ulaşılmaktadır.

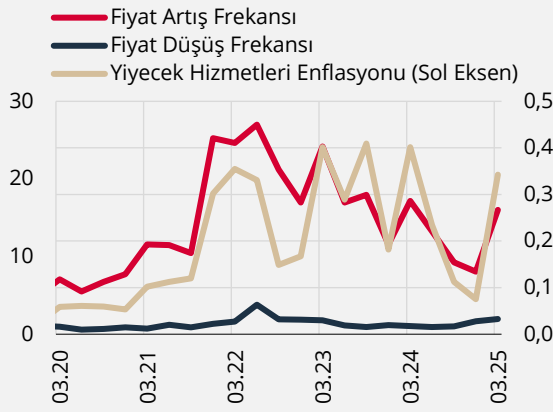
Grafik 1.5: Diğer Temel Mallar



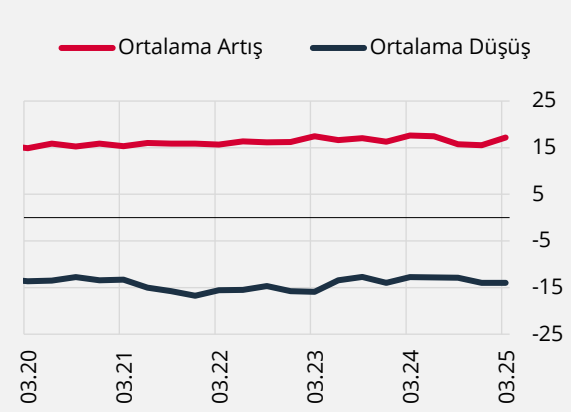
Grafik 1.6: Diğer Temel Mallar (%)



Grafik 1.7: Yiyecek Hizmetleri



Grafik 1.8: Yiyecek Hizmetleri (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Ham fiyat verisi iki haftalık frekanstadır. Grafiklerde, her bir çeyreğe ilişkin aylık ortalamalar gösterilmektedir. Enflasyon verisi ilgili çeyrekte mikro veriyle uyumlu resmi endeksteki çeyreklik enflasyonu göstermektedir. Ayrıca mikro veri seti ve resmi endeksin arasında kapsam açısından küçük farklılıklar bulunmaktadır. Son veri Ocak 2025 olmakla birlikte bu ay için aylık enflasyon verisi çeyreklendirilerek raporlanmıştır. Verinin zaman içinde tutarlılığını sağlayabilmek amacıyla işlenmiş gıda grubundan ekmek, dayanıklı mal grubundan otomobil kalemi dışlanmıştır. Alt grupların kapsamına ilişkin ayrıntılı bilgi Özcan-Kodaz ve Yürek (2023) çalışmasında yer almaktadır.

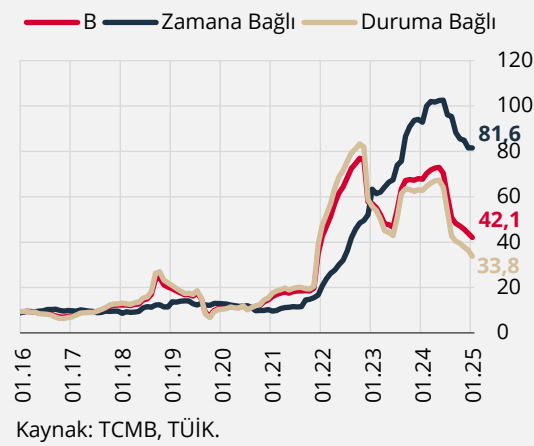
Özcan-Kodaz ve Yürek (2024) çalışmasında sunulan sınıflama<sup>6</sup> takip edilerek resmi enflasyon verisinden oluşturulan her iki gruba ait endeksin yıllık enflasyonları incelendiğinde, duruma bağlı fiyatlama grubunda enflasyonun kısa süre içinde daha büyük artışlar gösterdiği, zamana bağlı fiyatlama grubunda ise enflasyonundaki yükselişin daha uzun bir süreye yayıldığı gözlenmektedir (Grafik 2). İki grup arasındaki bu ayrımın temel sebebi zamana bağlı fiyatlama yapılan ürünlerde fiyat değişimlerinin zamanlamasının enflasyonist koşullardaki değişimden ziyade belirli bir takvimi takiben ve yılın sadece belirli dönemlerinde gerçekleşmesidir.<sup>7</sup> Zamana bağlı fiyatlama yapılan bir kaleme (örneğin kira güncellemesi, yeniden değerlendirme oranı ile güncellenen kalemler) gerçekleşen bir fiyat değişimi yaklaşık olarak bir yıllık bir süre içinde enflasyonist koşullarda gerçekleşen değişimi

<sup>6</sup> Sınıflama yapılırken ilgili mal ve hizmetlerin i) fiyat değişim zamanı veya fiyat değişim frekansının herhangi bir düzenlemeyle sınırlandırılması, ii) alım-satım işlemlerinde fiyatın belirli bir süre için sözleşme aracılığıyla sabitlenmesi, iii) fiyatının doğası gereği sadece yılın belirli dönemlerinde belirlenebilmesi, iv) fiyatının kamu tarafından ve sadece yılın belirli dönemlerinde belirlenmesi ve v) fiyatının serbest piyasa koşullarında bir zaman kısıtlaması olmaksızın değişebilmesi gibi koşullar göz önünde bulundurularak yargısal bir yaklaşım izlenmektedir.

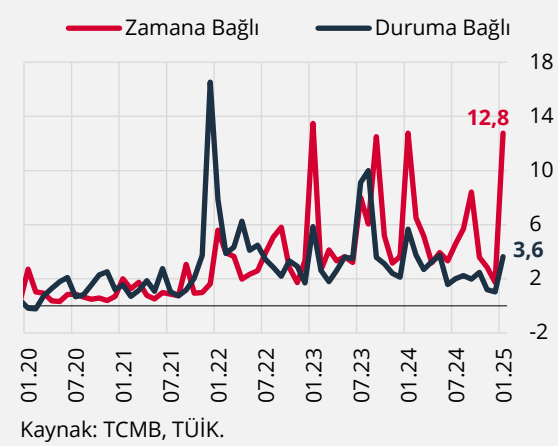
<sup>7</sup>Kira, internet ücreti, özel ilköğretim, lise ve üniversite ücreti, yurt ücreti, okul servisi, futbol maçı kombine bileti, havale ücreti, ilaç fiyatları, zorunlu trafik ve deprem sigortaları, ulaşım araçları ile ilgili hizmet ücreti (araç muayenesi ve emisyon ölçüm ücreti) ve resmi evraklarla ilgili hizmet ücreti (noter ücreti ve mahkeme işlemleri ile ilgili evraklar), sağlık hizmetleri, veteriner ücreti, avukatlık ücreti ve hacca gidüş ücretini kapsamaktadır. Ayrıntılı bilgi için: Bkz. Özcan-Kodaz ve Yürek (2024) - Tablo Ek-1: Zamana Bağlı Fiyatlama Yapan Kalemler.

yansıtmaktadır. Öte yandan, duruma bağlı fiyatlamada gerçekleşen bir fiyat değişimi bir önceki fiyat güncellemesinden bu yana olan ekonomik koşullardaki değişimi yansıtmaktadır. Bu sebeple, duruma bağlı fiyatlama davranışı gösteren grup yakın dönemdeki enflasyonist koşullara dair daha yüksek bir sinyal gücü taşımaktadır. Nitekim, zamana ve duruma bağlı fiyat endekslerinin aylık değişimleri incelendiğinde ekonomide büyük maliyet artışlarının yaşandığı dönemlerde duruma bağlı fiyatlamada aylık enflasyonun hızlı bir artış gösterdiği ve kısa süre içinde gerilediği gözlenirken zamana bağlı fiyatlamada uzun bir süre boyunca yüksek bir seviyede devam ettiği görülmektedir (Grafik 3). Bu arka plan çerçevesinde değerlendirildiğinde, duruma bağlı fiyatlamada grubunun 2024 yılında gösterdiği seyrin yakın dönem enflasyonist koşullara yönelik B endeksinin ima ettiğinden daha olumlu bir görünüme işaret etmektedir.

**Grafik 2: Zamana ve Duruma Bağlı Fiyatlamaya Yapılan Kalemler Endeksi (Yıllık % Değişim)**

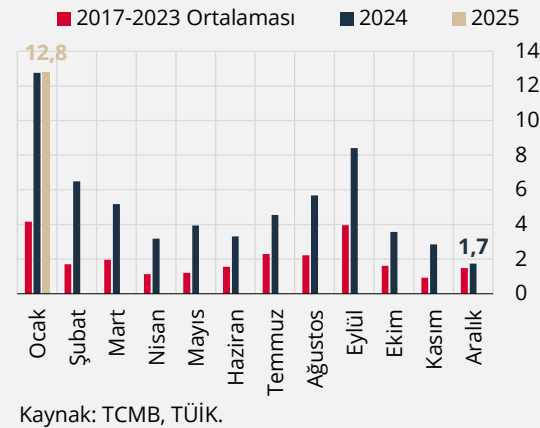


**Grafik 3: Zamana ve Duruma Bağlı Fiyatlamaya Yapılan Kalemler Endeksi (Aylık % Değişim)**

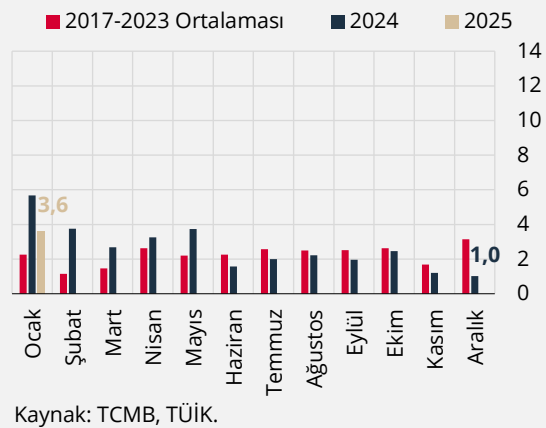


2025 yılının ocak ayında ise hem duruma bağlı hem de zamana bağlı fiyatlamaya gösteren gruplarda aylık enflasyonun tekrar yükseldiği izlenmektedir. İlgili grupların ocak ayı tarihsel ortalamalarıyla birlikte değerlendirildiğinde zamana bağlı fiyatlamada ocak ayı aylık enflasyonunun (duruma bağlı fiyatlamaya grubuna kıyasla) belirgin bir şekilde yüksek gerçekleştiği gözlenmektedir (Grafik 4 ve Grafik 5). Duruma bağlı fiyatlamaya grubu aylık enflasyonundaki yükselişte (fiyat artış frekansındaki yükselişin işaret ettiği şekilde) büyük ölçüde ücret güncellemelerinin etkili olduğu ve grup enflasyon eğilimindeki artışın geçici olduğu değerlendirilmektedir. Zamana bağlı fiyatlamaya grubunda gözlenen yüksek aylık artış ise endeksin içeriğindeki ürünlerin önemli bir kısmının fiyat güncelleme zamanlamasının ocak ayında olmasından kaynaklanmaktadır.

**Grafik 4: Zamana Bağlı Fiyatlamaya Yapılan Kalemler Endeksi (Aylık % Değişim)**



**Grafik 5: Duruma Bağlı Fiyatlamaya Yapılan Kalemler Endeksi (Aylık % Değişim)**



## Kaynakça

- Alvarez, F., Beraja, M., Gonzalez-Rozada, M., & Neumeyer, P. A. (2019). From hyperinflation to stable prices: Argentina's evidence on menu cost models. *The Quarterly Journal of Economics*, 134(1), 451-505.
- Calvo, G. A. (1983). Staggered prices in a utility-maximizing framework. *Journal of Monetary Economics*, 12(3), 383-398.
- Caplin, A. S. & Spulber, D. F. (1987) Menu costs and the neutrality of money. *The Quarterly Journal of Economics*, 102(4), 703-725.
- Cavallo, A., Lippi, F., & Miyahara, K. (2024). Large shocks travel fast. *American Economic Review: Insights*, 6(4), 558-574.
- Gagnon, E. (2009). Price setting during low and high inflation: Evidence from Mexico. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(3), 1221-1263.
- Gautier, E., Conflitti, C., Faber, R. P., Fabo, B., Fadejeva, L., Jouvanceau, V., Menz, J., Messner, T., Petroulas, P., Roldan-Blanco, P., Rumler, F., Santoro, S., Wieland, E., & Zimmer, H. (2022). New facts on consumer price rigidity in the euro area. ECB Discussion Paper No. 2669.
- Nakamura, E., Steinsson, J., Sun, P., & Villar, D. (2018). The elusive costs of inflation: Price dispersion during the US great inflation. *The Quarterly Journal of Economics*, 133(4), 1933-1980.
- Özcan-Kodaz, E.F. & Yürek, S. (2023). Fiyat Ayarlamalarında Duruma Bağlılık: Büyük Şok Dönemlerinden Bulgular. TCMB Çalışma Tebliği No. 23/04.
- Özcan-Kodaz, E.F. & Yürek, S. (2024). Fiyatlama Davranışları Açısından Tüketici Sepetinin Kompozisyonu. TCMB Ekonomi Notları No. 24/14.
- Taylor, J. B. (1980). Aggregate dynamics and staggered contracts. *Journal of Political economy*, 88(1), 1-23.

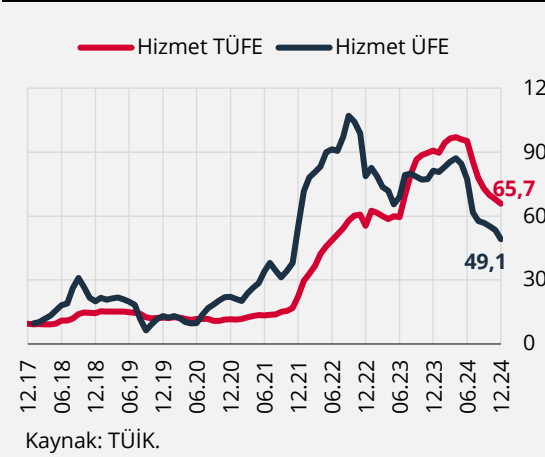
## Kutu 2.4

### Hizmet Sektöründe Üretici ve Tüketici Fiyatlarının İlişkisi

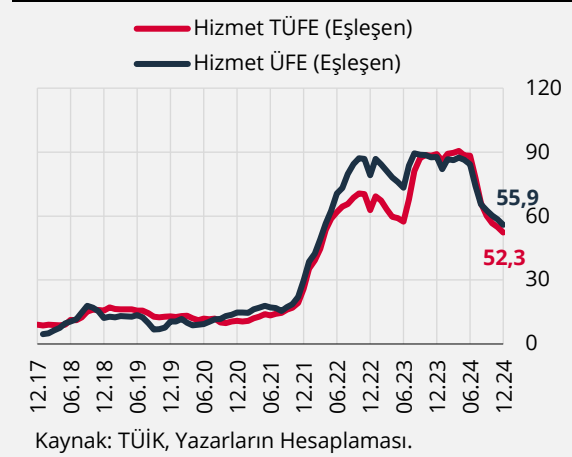
Hizmet grubunda tüketici fiyatları TÜFE kapsamında, üretici fiyatları ise Hizmet ÜFE (H-ÜFE) kapsamında yayımlanmaktadır. TÜFE'deki hizmet kalemi doğrudan hanehalkının yaptığı tüketim harcamaları esas alınarak hesaplanırken H-ÜFE verileri üreticiden işletmelere (B-to-B), üreticiden tüketiciye (B-to-C) ve üreticiden yurt dışına (B-to-E) olmak üzere tüm satışları (B-to-All) kapsamaktadır. Bu iki endeks arasındaki ilişkiye bakıldığında üretici ve tüketici fiyat hareketlerinin dönemsel olarak önemli ölçüde ayrışabildiği görülmektedir (Grafik 1). Bu ayrışmada (i) üretici fiyatlarının vergi hariç derleniyor olması, (ii) iki endeks arasındaki tanım ve kapsam farklılıkları (örneğin H-ÜFE'de eğitim hizmetleri bulunmamaktadır), (iii) alt kalemler arasındaki ağırlık farkları ve (iv) arz zincirindeki konum<sup>1</sup> gibi unsurlar etkili olmaktadır. Bu çalışmada, endeksleri birbiriyle daha sağlıklı kıyaslayabilmek için olası ayrışma kaynakları gözetilerek hizmet TÜFE kapsam ve ağırlıkları ile uyumlu bir Hizmet ÜFE (E-HÜFE, Eşleşen Hizmet ÜFE) hesaplanmıştır.<sup>2</sup>

Eşleşen endekslere bakıldığında TÜFE-Hizmet ile E-HÜFE enflasyonu arasındaki uyumun önemli ölçüde arttığı görülmektedir (Grafik 2). 2024 yılı aralık ayı itibarıyla eşleşen TÜFE-Hizmet ve E-HÜFE'nin yıllık artışları sırasıyla yüzde 52,3 ve yüzde 55,9 olarak hesaplanmaktadır. Grafik 2'de iki seri arasındaki fark enflasyon seviyesinden etkilenmekte, yüksek enflasyon döneminde geniş görünebilmektedir. Bu bağlamda, seviyeye göre normalize etmek adına, E-HÜFE ve TÜFE-Hizmet yıllık değişim farkının mutlak değerinin E-HÜFE'ye bölünmesi ile enflasyonlar arasında yüzde fark ölçütüne bakmak daha sağlıklı olabilmektedir. Covid öncesinde bu ölçütün ortalaması yüzde 32,1 iken Covid sonrasında yüzde 13,6 olduğu hesaplanmıştır. Dolayısıyla seriler arasındaki uyumun Covid sonrasında, Covid öncesine göre arttığı söylenebilmektedir. Seriler arasındaki bu uyum E-HÜFE'nin TÜFE-Hizmet verisi üzerinde açıklayıcı gücü olabileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede basit tahmin modelleri oluşturularak hizmet TÜFE göstergesi için üretici fiyatlarından gelecek ekstra bir bilginin var olup olmadığı test edilmiştir.

**Grafik 1: Hizmet TÜFE ve Hizmet ÜFE**  
(Yıllık % Değişim)



**Grafik 2: Eşleştirilmiş Endekslerle Hizmet TÜFE ve Hizmet ÜFE**  
(Yıllık % Değişim)



Hizmet TÜFE serisi atalet, çıktı açığı, sepet kur, reel birim ücret ve ithalat fiyatları gibi açıklayıcı değişkenlerin yanı sıra E-HÜFE'nin gecikmeli değeri kullanılarak çeyreklik frekansta modellenmiş ve sonuçlar Tablo 1'de paylaşılmıştır. Elde edilen bulgulara göre eşleşen hizmet üretici fiyatlarının çeyreklik değişimlerinin bir gecikmeli değeri Hizmet TÜFE enflasyonunu açıklamada ek bilgi

<sup>1</sup> Üretici fiyatları arz zincirinin önceki aşamalarında yer alırken tüketici fiyatları nihai aşamada yer almakta; bu nedenle üretici fiyatları dışı açık bir ekonomi olan Türkiye'nin etkilendiği uluslararası fiyat ve döviz kuru gelişmelerine daha hızlı tepki vermektedir.

<sup>2</sup> TÜFE-Hizmet ile uyumlu H-ÜFE endeksi oluşturmak amacıyla, TÜİK'ten CPA 4 kod düzeyinde H-ÜFE verileri alınmıştır. Daha sonra, TÜFE-Hizmet kapsamına giren COICOP 7 kod düzeyindeki kalemler ile Hizmet ÜFE kalemleri eşleştirilmiştir.



içermektedir. Örneklem dışı tahmin performansına bakıldığında E-HÜFE'yi içeren yeni model, 1 dönem sonrası ortalama hata kareleri toplamı kökünü (RMSE) 0.43'den 0.37'e indirmiştir. Benzer şekilde ortalama mutlak hata terimini (MAE) ise 0,50'den 0,41'e düşürmüştür. Böylece E-HÜFE'nin gecikmeli değerinin baz modele kıyasla hata ortalamalarında yaklaşık yüzde 6 – yüzde 9 puan civarında bir iyileşme sağladığı değerlendirilmektedir. Veri açıklanma takvimi gözetilerek E-HÜFE'nin iki gecikmeli değeri de test edilmiş ve bir gecikmeli değerine kıyasla daha düşük olmak üzere model performansını arttırdığı gözlemlenmiştir.

**Tablo 2: Hizmet TÜFE'nin Tahmin Modeli Sonuçları (Çeyreklik % Değişim, Mev. Ar.)**

	Bağımlı Değişken:			
	Hizmet TÜFE	Hizmet TÜFE	Hizmet TÜFE	Hizmet TÜFE
Hizmet TÜFE(-1)	0,41 (0,13)***	0,39 (0,03)***	0,17 (0,06)**	0,36 (0,03)***
Hizmet TÜFE(-2)	0,45 (0,11)***	0,31 (0,03)***	0,32 (0,03)***	0,15 (0,06)*
<b>E-HÜFE(-1)</b>			<b>0,20 (0,05)***</b>	
<b>E-HÜFE(-2)</b>				<b>0,19 (0,06)**</b>
Çıktı Açığı		0,09 (0,04)*	0,10 (0,04)**	0,09 (0,03)**
Sepet Kur		0,06 (0,01)***	0,05 (0,02)**	0,06 (0,01)***
Reel Birim Ücret		0,27 (0,07)***	0,24 (0,06)***	0,22 (0,06)***
İBDE		0,08 (0,02)***	0,06 (0,02)***	0,07 (0,02)***
Yıl Sonu YoY Enf. (İlk Çeyreklerde)		0,04 (0,01)***	0,04 (0,01)***	0,04 (0,01)***
Örneklem	2006Ç1-2024Ç4	2006Ç1-2024Ç4	2006Ç1-2024Ç4	2006Ç1-2024Ç4
Gözlem Sayısı	76	76	76	76
RMSE (Örn. Dışı, 1 adım)	1.00	0.43	0.37	0.42
MAE (Örn. Dışı, 1 adım)	1.00	0.50	0.41	0.46

Notlar: 2021Ç4, 2022Ç2 ve 2023Ç3 dönemleri dört modelde de kukla değişkenler ile kontrol edilmiştir. Baz oluşturması için kurulan ilk modelin (ARIMA 2,1,0) RMSE ve MAE değerleri 1 kabul edilerek diğer tüm modellerin hata ortalamaları bu baz modelin hata oranına kıyasla raporlanmıştır. Çıktı Açığı ve Yıl Sonu YoY Enf. göstergesi hariç tüm seriler mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik yüzde değişim olarak kullanılmıştır. Çıktı Açığı göstergesi seviye olarak kullanılmıştır. Sepet Kur için ABD doları ve euro kurlarının ortalaması kullanılmıştır. Reel Birim Ücret için üç çeyreklik hareketli ortalama kullanılmıştır. "Yıl Sonu YoY Enf" göstergesinde yıl sonu TÜFE yıllık enflasyon değerleri bir sonraki yılın ilk çeyreğini açıklamada kullanılmıştır. Bu seri her yıl ocak ayında fiyatı belirlenen Yeniden Değerleme Oranına tabi ürünler ve ocak ayında geçmiş döneme bakarak yüksek güncellemeler yapan sağlık hizmetleri gibi kalemleri yakalamayı hedeflemektedir. Geriye kalan tüm seriler mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik yüzde değişim olarak kullanılmıştır. Örneklemi küçültmemek adına Hizmet ÜFE'ye ait serinin 2017 sonrasındaki çeyreklik değişimleri kullanılmıştır. RMSE ve MAE hesabı için 2019-2024 dönemi kullanılmış, modelden dışlanan uç değerlere ait dönemlerdeki tahminler (2021Ç4, 2022Ç2, 2023Ç3) bu hesaplama dahil edilmemiştir. \*p<0.05; \*\*p<0.01; \*\*\*p<0.001.

Özetle, üretici ve tüketici hizmet fiyat endeksleri arasındaki kapsam ve ağırlık farkları giderildiğinde, veriler arasındaki uyumun önemli ölçüde arttığı gözlemlenmiştir. İncelenen seriler E-HÜFE'nin TÜFE-Hizmet verisi için iyi bir açıklayıcı olabileceğine işaret etmektedir. Oluşturulan ekonometrik modellere göre E-HÜFE'nin gecikmeli değeri hizmet tüketici fiyatları tahmini üzerinde ek açıklayıcı güce sahiptir.

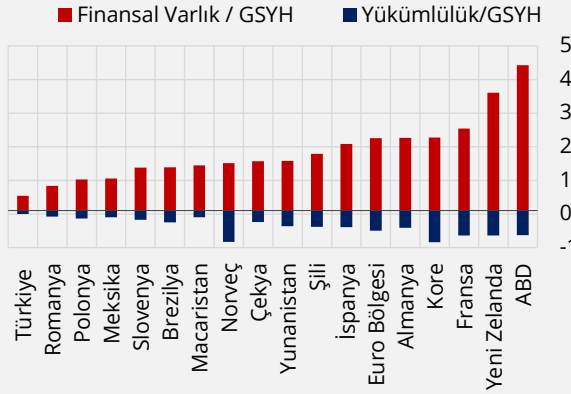
## Kutu 2.5

### Hanehalkı Varlıklarında Değerleme Etkisi

Hanehalkı; tasarruflarını mevduat, hisse senedi, altın, konut gibi farklı alanlarda değerlendirebilmektedir. Söz konusu varlıkların toplam büyüklüğü, hanehalkının alım/satım işlemleri ile mevcut varlıklarındaki değerlendirme etkisiyle değişmektedir. Değerleme ise temel olarak yabancı para/altın cinsi varlıklardaki kur etkisi ile hisse senedi, menkul kıymet, konut gibi varlıklardaki fiyat etkisinden kaynaklanmaktadır. Hanehalkının varlıklarındaki değerlendirme, tüketim harcamaları kanalıyla yurt içi talebi etkileyerek ekonomik büyüme ve enflasyon üzerinde etkili olabilmektedir.<sup>1</sup> Bu çalışmada, hanehalkının sahip olduğu finansal ve finansal olmayan (fiziki altın ve kiradaki konut gibi) varlıklarındaki değer artışı incelenmiştir.

Finansal Hesaplar (FH) istatistiklerine göre, Türkiye’de hanehalkının finansal varlık ve yükümlülüklerinin Gayrisafi Yurt İçi Hasıla’ya (GSYH) oranı, seçilmiş OECD ülkelerine kıyasla oldukça düşüktür (Grafik 1). Bunun başlıca nedeni, hanehalkının geleneksel olarak fiziki altın ve konut gibi finansal olmayan varlıklara yöneliminin ülkemizde yüksek olmasıdır. 2024 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla, hanehalkının finansal varlık stoku 505 milyar ABD doları, kiradaki konut varlıklarının değeri<sup>2</sup> 701 milyar ABD doları ve yastık altı altın birikimlerinin tahmini değeri<sup>3</sup> ise 311 milyar ABD doları olarak hesaplanmıştır (Tablo 1). Hanehalkının yatırımları içinde finansal olmayan araçların payının daha yüksek oluşunun, para politikasının hanehalkı tüketim eğilimi üzerine etkisini geciktiren bir unsur olarak öne çıkabileceği düşünülmektedir.

**Grafik 1: Hanehalkı Finansal Varlık ve Yükümlülükleri, Ülke Karşılaştırması\***  
(GSYH)



Kaynak: TCMB, TÜİK, OECD.

\* Diğer ülke verileri 2024 II. Çeyrek itibarıyla.

**Tablo 1: Hanehalkı Varlıkları (Milyar USD)**

	2024Ç3
Finansal Varlıklar	505
Yastık Altı Altın	311
Kiradaki Konut Stoku	701

Kaynak: TCMB.

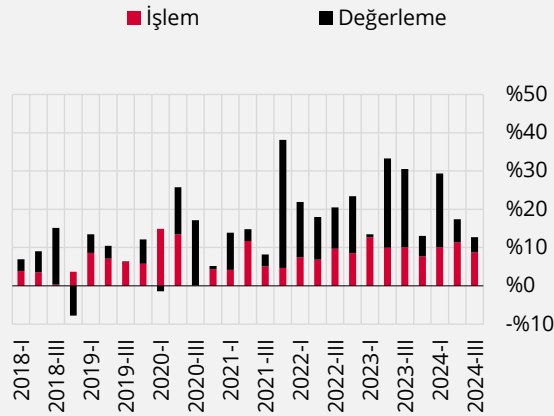
<sup>1</sup> Ando, A. and Modigliani, F. (1963) The "Life Cycle" Hypothesis of Saving Aggregate Implications and Tests. The American Economic Review, 53, 55-84.

<sup>2</sup> TÜİK-İstatistiklerle Aile verilerinden alınan hanehalkı sayısı ile TÜİK-Bina ve Konut Nitelikleri Araştırması İl Bazında verilerinden alınan kiracı oranı verileri kullanarak il bazında kiradaki konut adedi hesaplanmıştır. TCMB-Konut Fiyat Endeksi verilerinden alınan il bazında medyan birim konut fiyatları kullanarak kiradaki konut adedinin il bazında değeri hesaplanmıştır. Hesaplamalarda konutların 100 metrekare olduğu varsayılmıştır. İl bazındaki değerlerin toplanmasıyla ise çeyrekler itibarıyla Türkiye geneli için toplam kiradaki konut değeri belirlenmiştir.

<sup>3</sup> Hanehalkının elindeki fiziki altın stoku, "2012-IV Enflasyon Raporu Kutu 4.2. Türkiye'nin Altın Stokunun Hesaplanması" kutusunda yer alan yöntem kullanılarak hesaplanmıştır. Buna göre ilgili çeyrekteki yastık altı altın stoku; önceki dönem altın stoku rakamına ilgili çeyrekteki altın üretim miktarı ve altın ithalat miktarının eklenmesi, altın ihracatının ise düşülmesi ile hesaplanmaktadır. Altın üretim miktarı için T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı verileri, altın ithalat ve ihracat rakamları için ise TÜİK-Dış Ticaret İstatistikleri kullanılmıştır. 1985 yılından başlayan seride 1984 altın stokunun sıfır olduğu varsayılmıştır.

Grafik 2a'da hanehalkının yurt içi finansal varlıklarındaki işlem ve değerlendirme kaynaklı nominal büyümesinin çeyreklik GSYH içindeki payı gösterilmiştir. Grafik 2b'de ise hanehalkı finansal varlıklarının kompozisyonu<sup>4</sup> ve zaman içindeki değişimi varlık kalemlerinin kur ve fiyat değişimlerine duyarlılıklarına göre dört alt kalemde gösterilmiştir. Beklendiği üzere TL'de değer kaybının yüksek olduğu dönemlerde kura endeksli finansal varlıklar, borsadaki fiyat hareketlerinin yoğun olduğu dönemlerde ise fiyat hareketlerine duyarlı finansal varlıklar kaynaklı olarak değerlendirme etkisi öne çıkmaktadır. 2021 yılı son çeyreğinde, finansal varlıklardaki değerlendirme kaynaklı artış çeyreklik GSYH'nin yüzde 33,4'ünü bulmuştur. Değerleme etkisi, takip eden dönemde de yüksek seyretmiş; 2024 yılı ikinci çeyreği ile birlikte ivme kaybetmeye başlamıştır.

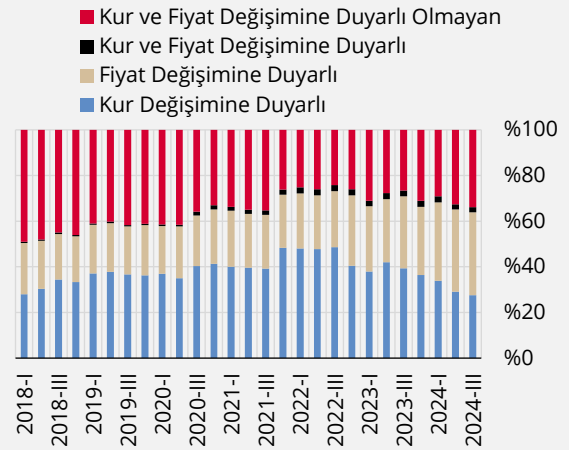
**Grafik 2a: Hanehalkı Finansal Varlıklarındaki Çeyreklik Değişim\*** (Çeyreklik GSYH)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Değerleme hesaplamasına kur korumalı mevduat hesaplarındaki değer değişimi dahil edilmiştir.

**Grafik 2b: Finansal Varlıkların Kompozisyonu (Pay)**



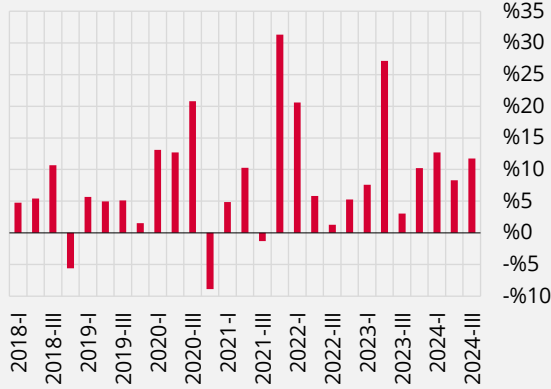
Kaynak: TCMB.

FH istatistikleri kapsamında derlenen hanehalkı finansal varlık kalemi, istatistiklere yansıyan karşı sektör verilerinden derlenmekte, dolayısıyla yastık altında tutulan altın ile kiradaki konut varlığını kapsamamaktadır. Çalışma kapsamında, hanehalkı varlıkları içinde önemli bir yer tuttuğu gözlemlenen fiziki altın ve kiradaki konut varlıklarındaki değerlendirme etkisi analize dahil edilmektedir.<sup>5</sup> Fiziki altın varlıklarındaki değerlendirme etkisinin çeyreklik GSYH'ye oranı Grafik 3'te, kiradaki konutlardaki değerlendirme etkisinin payı ise Grafik 4'te paylaşılmıştır. Buna göre; altındaki değerlemenin çeyreklik GSYH'ye oranı yüzde 31 ile en yüksek değerine, finansal varlıklarda olduğu gibi 2021 yılının dördüncü çeyreğinde ulaşmıştır. Takip eden dönemlerde, altında sürekli olarak pozitif değerlendirme yaşanırken TL'nin hızlı değer kaybettiği 2023 yılının ikinci çeyreğinde altındaki değer artışında ikinci bir sıçrama yaşanmıştır. Kura endeksli finansal varlıklardan farklı olarak, fiziki altın varlıklarındaki değerlendirme etkisi uluslararası fiyatlardaki artışa bağlı olarak 2024 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerinde de yüksek gerçekleşmiştir.

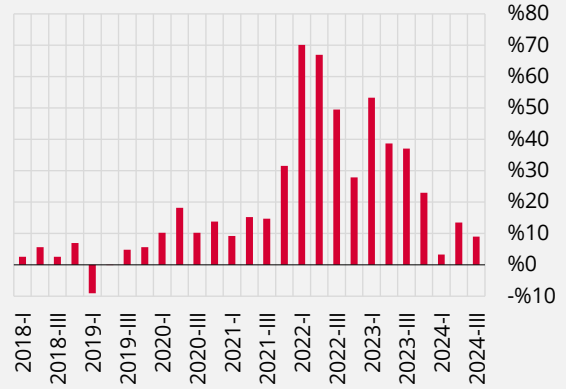
Kiradaki konutların değerindeki değişimin çeyreklik GSYH'ye oranına bakıldığında ise pandemi öncesi dönemde yüzde 10'un altında seyreden değerlendirme etkisinin, sonraki dönemde hızla yükselerek 2022 yılı birinci çeyreğinde yüzde 70'e kadar ulaştığı görülmektedir. 2024 yılı ile birlikte zayıflayan değer artışının, 2021 yılı öncesi döneme yakınsadığı görülmektedir (Grafik 4).

<sup>4</sup> Kur ve fiyat değişimine duyarlı olmayan kalemler; TL cinsi para ve kur korumalı hariç TL mevduatlar, TL cinsi krediler ile diğer alacaklardan oluşmaktadır. Kur değişimlerine duyarlı kalemler olarak YP cinsi para ve mevduat, kur korumalı mevduatlar, türev varlıklar ile YP cinsi krediler kalemlerini içermektedir. Fiyat değişimine duyarlı kalemler ise hisse senedi ve yatırım fonları, TL cinsi borçlanma senetleri ile sigorta teknik rezervlerini; kur ve fiyat değişimine duyarlı kalemler ise YP cinsi borçlanma senetlerini kapsamaktadır.

<sup>5</sup> Kiradaki konut stokunun çeyrekler itibarıyla sabit tutularak çeyreklik fiyat değişimleri kiradaki konutların değerlendirme etkisi olarak kabul edilmiştir. Ons cinsinden hesaplanan fiziki altın stokundaki değerlendirme, iki stok arasındaki değişiminden net işlem çıkarılarak hesaplanmıştır.

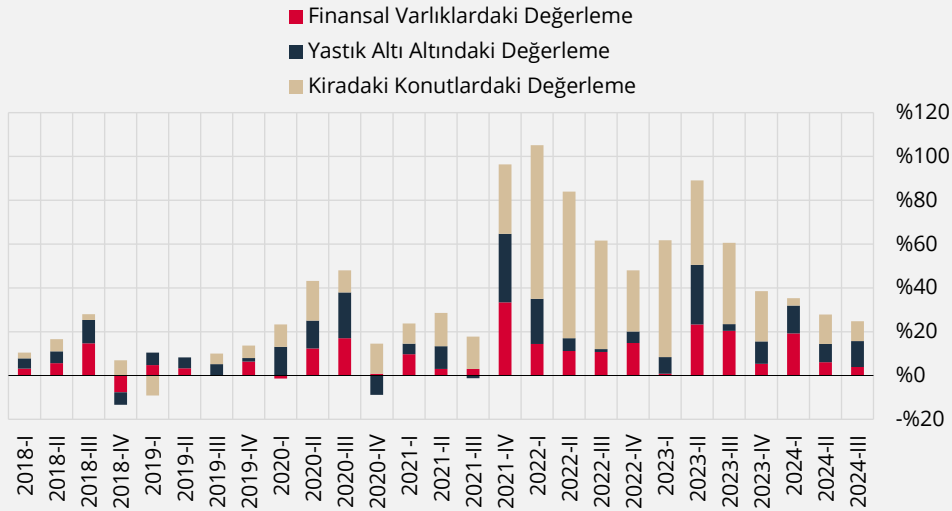
**Grafik 3: Yastık Altında Tutulan Fiziki Altın Değerleme Etkisi (Çeyreklik GSYH)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 4: Kiradaki Konut Değerleme Etkisi (Çeyreklik GSYH)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Hanehalkının finansal varlıkları, yastık altı altın ve kiradaki konutlardaki değerlendirme birlikte incelendiğinde; 2021 yılının dördüncü çeyreğinden başlayarak varlıklardaki değer artışının GSYH'ye oranının önceki dönemlere kıyasla oldukça yüksek seyrettiği ve incelenen dönemde değer artışında yastık altı altın ve konuttaki fiyat artışının finansal araçlardaki değer artışından daha yüksek olduğu görülmektedir. Varlıklardaki değerlemenin çeyreklik GSYH'ye oranı yüzde 105 ile en yüksek seviyesine 2022 yılının birinci çeyreğinde ulaşırken; bu dönemde hanehalkı varlıklarındaki değerlemede kiradaki konutlardaki değer artışı baskın olmuştur. Son dönemde kur, altın ve konut fiyatlarında yaşanan dengelenme sonucu bireylerin değerlendirme kaynaklı varlık artışlarının ivme kaybederek 2021 yılı öncesi oranlara yakınsamaya başladığı gözlenmektedir (Grafik 5).

**Grafik 5: Hanehalkı Toplam Varlık Değerlemesi (Çeyreklik GSYH)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Özetle, Türkiye'de hanehalkının varlıkları içinde fiziki altın ve kiradaki konutlar finansal varlıklardan daha yüksek paya sahip olup, fiziki varlık tutan hanehalkının bu varlıklarının stok değerinde 2021-2024 arasında kur ve fiyat hareketleri kaynaklı olarak belirgin artış yaşanmıştır. Kalem bazında bakıldığında; incelenen dönemde hanehalkı varlığındaki en yüksek değer artışı kiradaki konutlardan gelirken onu yastık altı altın izlemektedir. Finansal varlıklar ise bu dönemde pozitif ancak nispeten daha düşük seviyede değerlendirme sağlamış durumdadır. Hanehalkı varlıklarının stok değerinde gözlenen toplam değerlendirme, varlık etkisi kanalı ile harcamaları artırarak talepte sıkışma kaynaklı yavaşlamanın geç gerçekleşmesinde, yani talebin dirençli olmasında etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte 2024 yılı ikinci çeyreği ile birlikte başlayan varlık değerlendirme etkisindeki zayıflamanın, para politikasının etkinliğini artırarak dezenflasyon sürecini hızlandırması beklenmektedir.

## 3. Orta Vadeli Öngörüler

### 3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

#### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

**2024 yılının üçüncü çeyreğinde çeyreklik bazda yüzde 0,2 daralan GSYH, iktisadi faaliyette sınırlı bir ivme kaybına işaret etmiştir.** Milli gelir hesaplarına ilişkin üçüncü çeyrek verisi ile birlikte, önceki çeyreklere ait büyüme oranları aşağı yönlü revize edilmiştir. Harcama yönünden bakıldığında, nihai yurt içi talep üçüncü çeyrekte yıllık büyümeye pozitif katkı sağlamış, net ihracat yıllık büyümeye pozitif katkısını artırmıştır. Yıllık büyümenin temel belirleyicisi hizmet sektörü olmaya devam ederken sanayi sektörü büyümesi üzerindeki aşağı yönlü baskı sürmektedir. Bu çerçevede, 2024 yılı üçüncü çeyreği için çıktı açığı tahmini yüzde -1,1 olarak güncellenmiştir (Tablo 3.1.1). Söz konusu güncellemede, tahmin yöntemindeki revizyon da etkili olmuştur. Yakın döneme ilişkin üretim ve talep göstergeleri, iktisadi faaliyette son çeyrekte ılımlı bir seyre işaret etmektedir. Bu çerçevede, dördüncü çeyrek için çıktı açığı tahmini yüzde -1,1 düzeyinde sabit tutulmuştur (Tablo 3.1.1).

**Tüketici enflasyonu 2024 yılını bir önceki Enflasyon Raporu'nda verilen tahmin aralığının orta noktası olan yüzde 44,4 seviyesinde tamamlamıştır.** Dezenflasyon süreci devam etmekle birlikte, geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi güçlü bazı sektörlerin de etkisiyle tüketici enflasyonundaki yüksek seyir sürmektedir. Üretici enflasyonu ise 2024 yılını yüzde 28,5 seviyesinde tamamlayarak tüketici enflasyonuna kıyasla daha düşük bir seviyede seyretmiştir. Buna paralel olarak tüketici fiyatları üzerindeki üretici fiyatları kaynaklı maliyet yönlü baskılar yılın son çeyreğinde belirgin bir şekilde azalmıştır. Temel mal enflasyonu düşük seyrederken yıllık enflasyondaki düşüşe en büyük katkı hizmet grubundan gelmiştir. Ocak ayı enflasyonunda ise hizmet fiyatlarındaki güçlü seyir, ücret güncellemeleri, yönetilen/yönlendirilen fiyat düzenlemeleri ile zamana bağlı fiyatlama davranışı yüksek kalemlerdeki geçmişe endeksleme davranışı etkili olmuştur.

**Çekirdek enflasyon göstergeleri olan B ve C endekslerinde yavaşlama eğilimi devam etmektedir.** Dördüncü çeyrekte B enflasyonu belirgin bir düşüş kaydederek 2024 yılını yüzde 43,9 seviyesinde tamamlamıştır. Bu çeyrekte, B endeksini oluşturan gruplardan hizmet ve işlenmiş gıdada fiyat artışları ılımlı seyrederken temel mal fiyat artışları zayıf kalmaya devam etmiştir. Ocak ayı ana eğiliminde geçmiş öngörülerle uyumlu geçici bir artış görülmüştür.

**Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi\***

	2024-III	2024-IV
Çıktı Açığı (Yüzde)	-1,1 (0,2)	-1,1 (-1,1)
Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	49,4 (49,4)	44,4 (44,0)
B Endeksi Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	48,2 (48,2)	43,9 (43,9)

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

\*\* 2024-III için Eylül, 2024-IV için Aralık enflasyonunu belirtmektedir.

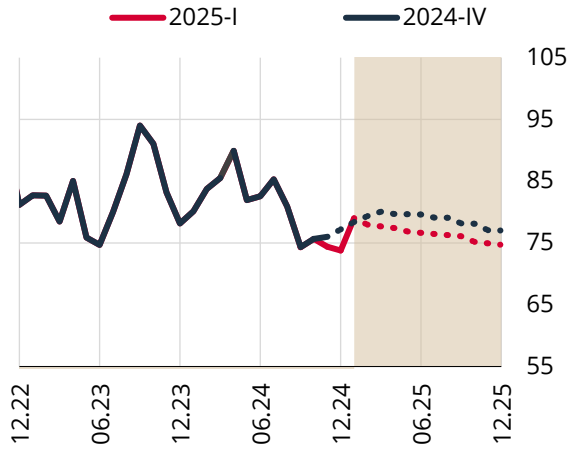
#### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

**Küresel toparlanma eğilimi bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla sınırlı kalmıştır.** Mevcut Rapor döneminde, küresel iktisadi faaliyetin sürükleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam ederken imalat sanayinde görülen zayıf seyir sürmüştür. Ayrıca, bu dönemde Türkiye'nin ana ticaret ortaklarının büyüme görünümüleri üzerindeki ayrışma belirginleşmiştir. 2025 yılı için büyüme tahminleri, Euro Bölgesi'nde daha belirgin olmak üzere birçok ticaret ortağımız için aşağı yönlü güncellenirken Çin için sabit kalmış, ABD ekonomisi için ise yükselmiştir. Bu doğrultuda, Türkiye'nin ihracat ağırlıkları kullanılarak oluşturulan küresel büyüme tahmini sınırlı bir miktar gerilemiştir (Tablo 3.1.2). Bu dönemde, uluslararası ticaret politikalarına ilişkin artan belirsizlikler küresel büyüme tahminleri üzerindeki aşağı yönlü riskleri arttırmıştır.

**Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 2025 yılında gelişmiş ülke merkez bankaları için daha sınırlı faiz indirimi fiyatlanmaktadır.** Küresel enflasyona sektörel olarak bakıldığında, hizmet ve temel mal enflasyonları arasındaki ayrışma devam etmiş, birçok ülkede katılığını sürdüren hizmet fiyatları dezenflasyonu sınırlamıştır. Büyüme görünümündeki ayrışmanın yanı sıra, ülkelere özgü faktörlere ve küresel ticaret politikalarına ilişkin risklerden ne ölçüde ve ne yönde etkilenenlerine bağlı olarak ülkelerarası enflasyon görünümü de farklılaşmıştır. Nitekim, son toplantısında yukarı yönlü enflasyon risklerine vurgu yapan Fed'in, olumlu büyüme görünümünün de etkisiyle 2025 yılında daha az faiz indirimine gideceği yönündeki piyasa beklentisi güçlenmiştir. Benzer şekilde ECB için fiyatlanan 2025 yıl sonu politika faizi yükselse de AB'nin büyüme görünümünün olumsuz ayrışması faiz artış beklentisini sınırlamıştır. Diğer taraftan, korumacı ticaret politikalarından en çok etkilenmesi beklenen ülkelerden Çin'de ise halihazırda devam eden destekleyici parasal duruşun önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir.

**Jeopolitik riskler, küresel büyüme görünümü ve arz yönlü faktörler emtia fiyatları üzerinde etkili olmaya devam etmektedir.** Petrol fiyatları, Rusya-Ukrayna savaşına bağlı jeopolitik gelişmelere yönelik haber akışı kaynaklı aralık ayında artış göstermiştir. Bu duruma karşın, küresel büyüme görünümü ve küresel ticarete ilişkin belirsizlikler petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı unsuru oluşturmaktadır. Bu çerçevede, vadeli fiyatlar üzerinden oluşturulan petrol fiyatları varsayımı bir önceki Rapor döneminde 2025 yılı için 78,8 ABD doları iken mevcut Rapor döneminde 76,5 ABD doları seviyesine güncellenmiştir (Grafik 3.1.1). 2026 yılı için ise petrol fiyatları varsayımı 74,0 ABD doları seviyesinde oluşturulmuştur. Diğer yandan, tarımsal emtia fiyatlarında iklim koşullarına bağlı arz yönlü artışlar görülmüştür. Endüstriyel emtia fiyatları ise Çin'deki zayıf büyüme görünümü kaynaklı gerilemiştir. İthalat fiyatlarının genel seviyesine ilişkin oluşturulan varsayımlar 2025 yılı için yüzde 2,6; 2026 yılı için ise yüzde 0,6 artışa işaret etmektedir (Grafik 3.1.2).

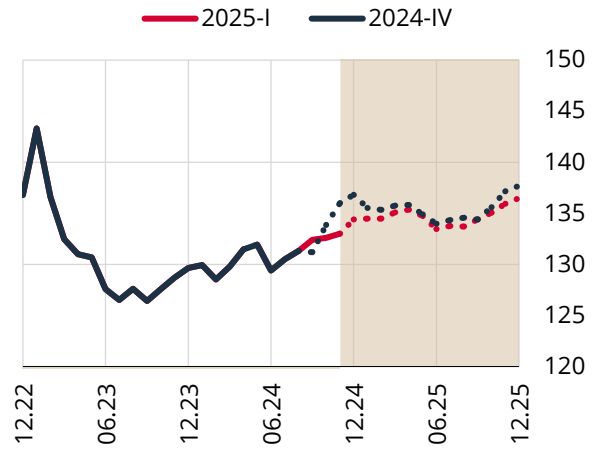
**Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (ABD Doları/Varil)



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.

**2025 yılı gıda fiyatlarına ilişkin varsayım yukarı yönlü güncellenmiştir.** Gıda grubu yıllık enflasyonu 2024 yılını yüzde 43,6 ile bir önceki Rapor varsayımlarının üzerinde tamamlamıştır. Gıda fiyatları üzerinde, yılın dördüncü çeyreğinde taze meyve ve sebze fiyatlarında görülen artışlar etkili olmuştur. 2024 yılının ekim ve kasım aylarında taze meyve sebze fiyatlarında geçici arz koşullarının etkisiyle yüksek artışlar görülmüş, aralık ayında dengelenen işlenmemiş gıda fiyatları, ocak ayında tarihsel ortalamasına yakın bir artış sergilemiştir. 2025 yılına ilişkin gıda fiyatları varsayımı işlenmemiş gıda ürünleri kaynaklı olarak yüzde 24,5'e güncellenmiş, 2026 yılı için ise yüzde 13,5 olarak belirlenmiştir (Tablo 3.1.2).

**Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

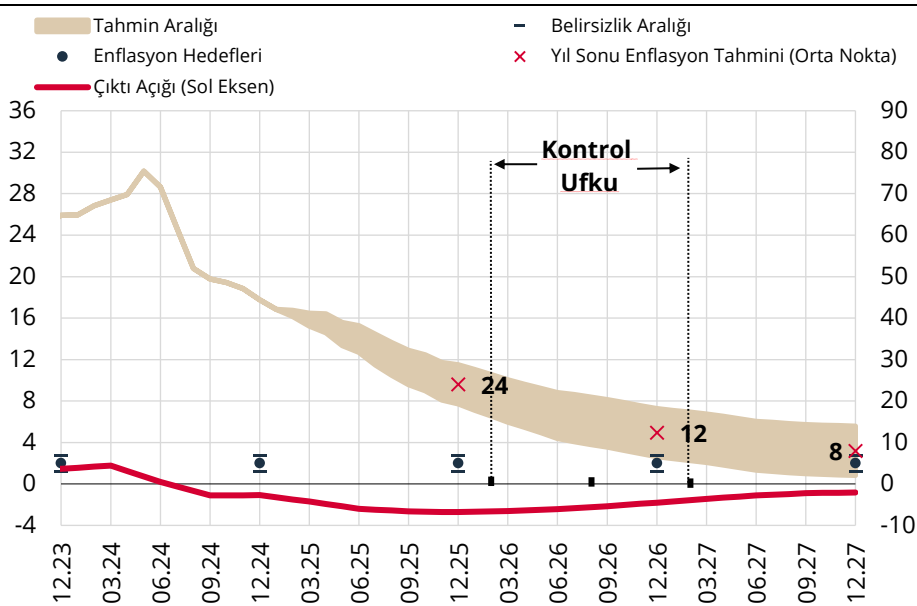
	2024	2025	2026
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,9 (2,0)	2,2 (2,4)	2,4 (-)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	80,7 (81,1)	76,5 (78,8)	74,0 (-)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,5 (0,8)	2,6 (2,8)	0,6 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	43,6 (41,8)	24,5 (22,5)	13,5 (-)

\* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

**Tahminler üretilirken makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı, koordineli şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır.** Zamana bağlı fiyat ayarlamalarının güçlü olduğu ocak ayında yönetilen-yönlendirilen fiyatlardaki artışlar enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Bu kapsamda, akaryakıt fiyatlarındaki ÖTV artışının Yİ-ÜFE'nin altında kalması bu etkiyi sınırlamıştır. Orta vadeli tahminler oluşturulurken maliye politikasının artan eşgüdümünün dezenflasyon sürecine önemli katkı sağlayacağı ve kamu kontrolündeki yönetilen yönlendirilen fiyat, borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır.

### 3.2 Orta Vadeli Görünüm

**Yıl sonu enflasyon tahmini 2025 yılı için yüzde 24 olarak güncellenirken enflasyonun 2026 yıl sonunda yüzde 12 ve 2027 yıl sonunda yüzde 8 seviyesine gerileyerek azalış eğilimini sürdüreceği tahmin edilmektedir.** Enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2025 yılı sonunda orta noktası yüzde 24 olmak üzere, yüzde 19 ile yüzde 29 aralığında; 2026 yılı sonunda orta noktası yüzde 12 olmak üzere yüzde 6 ile yüzde 18 aralığında gerçekleşeceği; 2027 yılı sonunda tek haneli seviyelere gerileyip yüzde 8'e düştükten sonra orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 3.2.1). Tahminler oluşturulurken enflasyonda kalıcı bir düşüş ve fiyat istikrarı sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunun sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eşgüdümün güçleneceği bir görünüm esas alınmıştır.

**Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri\* (%)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**2024 yılı aralık ayında yıllık enflasyon 2024-IV Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının orta noktası olan yüzde 44,4 düzeyinde gerçekleşmiştir.** Ocak ayı tüketici enflasyonu ise yıllık yüzde 42,1 seviyesinde gerçekleşerek bir önceki Rapor döneminde öngörülen tahmin aralığının orta noktasına yakın gerçekleşmiştir. Enflasyonun ana eğiliminde ocak ayında öngörülerle uyumlu olarak geçici bir artış gözlenmiştir. Ocak ayındaki söz konusu artışta hizmet enflasyonu, vergi ve yönetilen kalemlere ilişkin düzenlemeler, zamana bağlı fiyat artışlarının hâkim olduğu belirli kalemlerdeki geçmişe endeksleme etkili olmuştur. Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları iyileşme eğilimi sergilemeye devam etmiştir. Bununla birlikte beklentiler öngörülenden daha yavaş gerilemiştir. Parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle yurt içi talepteki dengelenme enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelerde seyretmeye devam etmiştir.

**Para politikasının görece etki alanı dışında kalan çeşitli faktörler ve güncel veri akışı nedeniyle 2025 yıl sonu enflasyon tahmini yukarı yönlü güncellenmiştir.** Söz konusu güncellemede, tüketim kalıplarındaki değişimle tüketici fiyat endeksindeki hizmet grubunun ağırlığının kira ve diğer hizmetler kalemleri öncülüğünde artması sonucunda ortaya çıkan mekanik etki rol oynamıştır. Ayrıca, işlenmemiş gıda enflasyonu ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlara ilişkin varsayımlarda yapılan değişiklikler de etkili olmuştur. Vergi ve yönetilen kalemler kaynaklı enflasyonist etki, yılın son döneminde oldukça yavaşlamış, 2025 yılı başı itibarıyla yeniden yükselmiştir. Şehir içi ulaşım kalemlerine ilişkin fiyat güncellemeleri, vergi ve harçların yeniden değerlendirilme oranında artırılması, SGK Sağlık Uygulama Tebliğinde (SUT) muayene katılım paylarının güncellenmesi (Bölüm 2.4) gibi unsurlar tüketici enflasyonunu yükseltmiştir (Tablo 3.2.1). Bu gelişmelerin birincil etkilerinin bir sonraki yıl enflasyonunu etkilemeyeceği, ikincil etkilerinin ise parasal duruştaki sıkılığın korunması ile telafi edileceği değerlendirilmiştir. Dolayısıyla, 2026 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 12 seviyesinde korunmuştur.

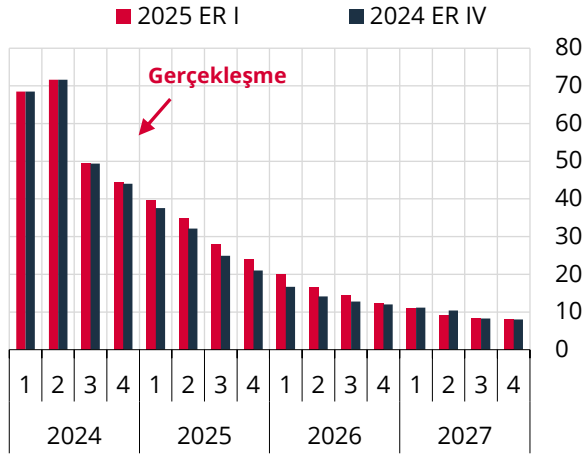
**Tablo 3.2.1: 2025 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncelleme ve Kaynakları**

	<b>2025</b>
2024-IV ER Tahmini (%)	21,0
2025-I ER Tahmini (Yeni TÜFE Ağırlıklarıyla, %)	21,8
2025-I ER Yıl Sonu Tahmini (%)	24,0
<b>2024-IV Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi (% Puan)</b>	<b>2,2</b>
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)</b>	
Gıda Fiyatları	+0,5
Yönetilen- Yönlendirilen Fiyatlar	+1,7

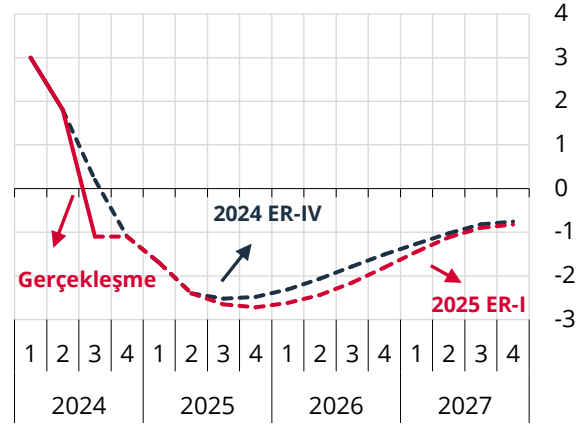
Kaynak: TCMB.

**2025 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 24 seviyesine güncellenmiştir (Grafik 3.2.2).** TÜFE'ye ilişkin tüketim sepeti ve ağırlık yapısına ilişkin güncelleme bir önceki 2025 yıl sonu tahminini mekanik olarak 0,8 puan yukarı çekmiştir. Gıda fiyatları varsayımlarına ilişkin güncellemeler enflasyon tahminine 0,5 puan katkıda bulunmuştur. Ocak ayına özgü çeşitli yönetilen yönlendirilen fiyatlara ilişkin düzenlemeler yıl sonu enflasyon tahminini 1,7 puan yukarı yönlü etkilemiştir.



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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini (%)**

Kaynak: TCMB.

**Tahminler oluşturulurken küresel finansal piyasalar ile küresel ekonomi ve ticaret politikalarına ilişkin belirsizliklerin arttığı bir görünüm esas alınmıştır.** Küresel enflasyona ilişkin yukarı yönlü risklerin artması, merkez bankalarının daha sıkı bir para politikası izleyeceğinin sinyallerini vermektedir. Faiz indirim süreçlerinin merkez bankalarınca devam ettirileceği ancak önceki Rapor dönemine göre daha temkinli bir duruşun hâkim olacağı değerlendirilmektedir. Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalara ek olarak, maliye ve ticaret politikalarına ilişkin artan belirsizlikler, küresel risk iştahında oynaklıklar yaratmaya devam etmektedir. Enflasyonun ana eğiliminde kalıcı bir düşüş sağlanana kadar sürdürülecek olan sıkı para politikası duruşu, küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların ülke risk primine olası olumsuz etkilerini sınırlamaya yardımcı olacaktır.

**Orta vadeli tahminler üretilirken enflasyon görünümünde kalıcı düşüş ve fiyat istikrarı sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eş güdümün güçleneceği bir görünüm esas alınmıştır.** Enflasyon beklentilerinin kısa vadede Enflasyon Raporu tahminlerine, orta vadede ise enflasyon hedeflerine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Öngörülen dezenflasyon sürecinin gerektirdiği sıklığı sağlayacak bir para politikası duruşu ve manşet enflasyondaki gerilemenin devamı önümüzdeki dönemde enflasyon beklentilerindeki iyileşmeyi destekleyecektir. Parasal aktarım mekanizmasını destekleyen makroihtiyati politikalarla kredi büyümesinin öngörülen dezenflasyon patikası ile uyumlu bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir. Kredi ve mevduat piyasalarında öngörülenin dışında gelişmeler olması durumunda, parasal aktarım mekanizmasının ilave makroihtiyati adımlarla desteklediği ve sterilizasyon araçlarının etkili şekilde kullanıldığı bir çerçeve benimsenmiştir. Ayrıca, enflasyonda belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda para politikası araçlarının etkili şekilde kullanılacağı bir görünüm esas alınmıştır. Son olarak, tahmin döneminde maliye politikasının para politikası ile eşgüdümünü güçlendirerek sürdürmesi; talep, maliyet ve beklenti kanalları üzerinden enflasyondaki düşüşe katkı sağlayacaktır.

**Dezenflasyon sürecinin yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinde düzelmeye vasıtasıyla güçleneceği öngörülmektedir.** Çıktı açığı görünümünün enflasyondaki düşüşe katkısı, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri dikkate alındığında, önümüzdeki dönemde devam edecektir (Grafik 3.2.3). Böylece talep koşullarına duyarlılığı yüksek kalemlerde enflasyonun yavaşlama eğilimi sürecektir. Önümüzdeki dönemde talep koşullarının ve işgücü maliyetlerinin önceki yıla kıyasla daha zayıf bir seyir izleyecek olmasının hizmetler enflasyonunun ataletindeki yavaşlamayı destekleyeceği değerlendirilmektedir. Ayrıca üretici fiyatları kaynaklı baskıların ılımlı seyrini sürdürmesi temel mal enflasyonundaki düşük seyrin devamına katkı sağlayacaktır. İlk çeyrekteki geçici yükselişe rağmen, yılın geri kalanında enflasyonun ana eğilimindeki gerilemenin güçlenmesi beklenmektedir. Reel birim maliyetlerdeki zayıflamanın belirginleşmesi, hizmet enflasyonundaki katılığın çözülmesi ve sıkı parasal duruşun korunması sonucu enflasyonun ana eğiliminin tarihsel ortalamalara gerileyeceği öngörülmektedir.

**Manşet enflasyondaki düşüşün de etkisiyle tüm sektörlerin enflasyon beklentileri yavaş olmakla birlikte iyileşmeye devam etmektedir.** Mevcut Rapor döneminde beklentiler tahmin aralığının üstünde kalmaya devam etmiş, beklentilerdeki iyileşme hızı henüz arzu edilen oranlara ulaşmamıştır. Enflasyondaki düşüşün devam etmesi beklentilerdeki iyileşmeye katkı sağlayacaktır. Beklentiler üzerindeki dolaylı etkileri de dikkate alındığında ocak ayında enflasyonist bir etkiye sahip olan vergi ve yönetilen kalemlerin önümüzdeki dönemde dezenflasyonist patika ile uyumlu bir seyir izlemesi kritik önem taşımaktadır. Ocak ayında zamana bağlı etkiler kaynaklı kesintiye uğrasa da beklentilerdeki iyileşmenin devam etmesi ile enflasyonun ana eğilimindeki düşüşün orta vadede istikrarlı bir şekilde devam edeceği öngörülmektedir.

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

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

**Ticaret politikalarında korumacı eğilimlerin güçlenme olasılığı küresel enflasyon üzerindeki riskleri yukarı yönlü artırırken küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.** Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının faiz indirimlerine öngörülenden daha yavaş bir hızda devam edecek olması, sermaye akımları ve Türk lirası üzerinde yaratacağı baskı ile enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. Öte yandan, bu görünüm emtia ve ithalat fiyatlarına ilişkin belirsizliği artırabilecektir. Küresel iktisadi faaliyet üzerinde aşağı yönlü risklerin artması ise emtia fiyatları ve dış talep kanallarından enflasyon üzerinde etkili olabilecektir.

**Bir önceki Rapor dönemine göre emtia fiyatlarında genele yayılan artışların görülmesi, enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.** Küresel büyüme görünümü, arz yönlü faktörler, finansal koşullar ve jeopolitik riskler emtia fiyatları üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir. Mevcut Rapor döneminde, ABD'nin Rusya'ya karşı yaptırım kararları ve küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler petrol fiyatlarının oynaklığının artmasına neden olmuştur. Doğal gaz fiyatları da arz güvenliği endişeleri, depolama ve sıvılaştırılmış doğal gaz taşımacılığı maliyetlerinin artması ve iklim koşullarının talebi artıracağı yönündeki beklentiler nedeniyle yükselmiştir. Zayıf küresel talep görünümü nedeniyle endüstriyel emtia fiyatları gerilerken tarımsal emtia endeksi ise bir önceki Rapor dönemine göre artmaya devam etmiştir. Bu gelişmelerin taşımacılık ve girdi maliyetleri üzerindeki etkileri takip edilmektedir. Jeopolitik gelişmeler dış talep ve ihracat gelirleri üzerinden Türkiye'ye yönelik risk algılarını da etkileyebilmektedir.

**Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları iyileşme eğilimi sergilemekle birlikte, dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir.** Piyasa katılımcılarının, firmaların ve tüketicilerin enflasyon beklentileri fiyatlama davranışları, portföy tercihleri ve tüketim/kredi talepleri üzerinde önemli rol oynamaktadır. Enflasyon beklentilerinin yüksek seyri tüketim eğilimi ve kredi talebi üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilmektedir. Mevcut Rapor döneminde piyasa katılımcılarının beklentilerindeki gerileme devam etmiştir. Hanehalkının ve reel kesimin enflasyon beklentilerindeki aşağı yönlü güncellemeler belirginleşse de dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir. Beklentilerin seviyesinin yanında kısa dönem veri sürprizlerine olan hassasiyeti de önem arz etmektedir.

**Hizmet enflasyonundaki katılığın sürmesi enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.** Hizmet sektöründe hâkim olan fiyatlama davranışı enflasyon üzerinde önemli bir atalete, şokların enflasyon üzerindeki etkilerinin uzun bir süreye yayılmasına ve bu sektördeki fiyat artışlarının dezenflasyonist patika ile uyumsuz olmasına sebep olmaktadır. Yılın son çeyreğinde talep ve işgücü maliyetlerindeki gelişmelerin etkisiyle hizmet grubu fiyat artışı bir miktar gerilese de yüksek seyrini sürdürmüştür. Bu dönemde en yüksek fiyat artışı kira alt grubunda gözlenmeye devam etmiş, kira dışındaki hizmetlerde ise enflasyon daha düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönem için de gerek kiralar gerekse de zamana bağlı fiyatlama davranışı gösteren bazı hizmet kalemleri enflasyon tahmini üzerinde bir risk unsuru olmaya devam etmektedir.

**İşlenmemiş gıda grubu fiyatlarının seyri enflasyon tahminleri üzerinde risk oluşturmaktadır.** Geçici arz koşullarına duyarlı olan taze meyve ve sebze grubu yılın son çeyreğinde güçlü bir artış göstererek tüketici enflasyonunda daha olumlu bir görünümü engelleyen ana unsur olmuştur (Mercek Altı 2.3). Bunun yanı sıra,

genel anlamda oynak bir seyir izleyen tarımsal emtia fiyatları da yılın son çeyreğinde artmaya devam etmiştir. Bu açıdan özellikle işlenmemiş gıda grubu kaynaklı olarak gıda fiyatlarının oynak seyri enflasyon tahminleri üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

**Dezenflasyon sürecinde para ve maliye politikaları arasındaki eş güdümün güçlenmesi büyük önem arz etmektedir.** Gelirler politikası, üretim maliyeti ve talep kanalları ile enflasyon ve beklentiler üzerinde etkili olabilmektedir. Vergi ve yönetilen yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu olması dezenflasyon sürecine katkı sağlayacaktır. Beklentiler üzerinde de dolaylı etkilere sahip olabileceğinden vergi ve yönetilen yönlendirilen kalemlerin seyri dezenflasyon patikasına etki edebilmektedir. Ayrıca, Orta Vadeli Program'da öngörülen bütçe dengesi hedeflerine gelir artışları yerine harcamalardaki düşüşün önceliklendirilerek ulaşılabileceği destekleyecektir.

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

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑   ↔   ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Küresel Riskler	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ticaret politikalarında korumacı eğilimlerin güçlenmesi enflasyon üzerindeki riskleri yukarı yönlü artırırken küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. ↔</li> <li>Merkez bankalarının faiz indirimlerine öngörülenden daha yavaş bir hızda devam edecek olması enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk olabilmektedir. ↑</li> <li>Küresel iktisadi faaliyet üzerinde aşağı yönlü risklerin artması ise emtia fiyatları ve dış talep kanallarından enflasyon üzerinde aşağı yönlü etkili olabilmektedir. ↓</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Küresel enflasyon ve büyüme göstergeleri ile tahminleri</li> <li>Küresel ekonomi ve ticaret politikaları</li> <li>Küresel ticaret belirsizlik endeksi</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi</li> </ul>
Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarının seyri	<ul style="list-style-type: none"> <li>Petrol ve emtia fiyatlarında jeopolitik riskler ve küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler kaynaklı olarak oynaklığın devam edebileceği değerlendirilmektedir. ↔</li> <li>Doğal gaz fiyatları ile tarımsal emtia fiyatlarındaki yükseliş enflasyon tahminleri üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır. ↑</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>OPEC+ kararları</li> <li>Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler</li> <li>Yönetilen-yönlendirilen fiyatlar</li> </ul>
Enflasyon beklentileri	<ul style="list-style-type: none"> <li>Orta vadeli enflasyon beklentilerindeki iyileşmeye rağmen beklentilerin hala yüksek seviyelerde olması enflasyon tahminleri üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↑</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Enflasyon beklentisine ilişkin göstergeler</li> <li>Sektörel enflasyon beklentileri</li> <li>Enflasyon beklentilerinin dağılımı</li> <li>Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> </ul>

Hizmet enflasyonunda atalet	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hizmet enflasyonundaki katılığın devam etmesi enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.</li> </ul>	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Hizmet enflasyonu ataleti</li> </ul>
Gıda fiyatları	<ul style="list-style-type: none"> <li>İşlenmemiş gıda grubu fiyatlarının oynak seyri enflasyon tahminleri üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.</li> </ul>	↔	<ul style="list-style-type: none"> <li>Taze meyve ve sebze fiyatları</li> <li>Hal Kayıt Sistemi verileri</li> <li>Uluslararası tarımsal emtia fiyatları</li> <li>İklim değişikliğine ilişkin göstergeler</li> </ul>
Para ve maliye politikalarının eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> <li>Para, ve maliye politikalarının eşgüdüm içinde olmaması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturabilecektir.</li> <li>Doğrudan vergilere ve/veya vergi toplama etkinliğine yönelik reformlar yapılması dolaylı vergilere olan ihtiyacı azaltarak fiyatlar üzerinde düşürücü etkiler yaratabilecektir.</li> </ul>	↑ ↓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları</li> <li>Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler</li> <li>Orta Vadeli Program ve maliye politikası tedbirleri</li> <li>Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri</li> <li>Yapısal bütçe dengesi tahminleri</li> <li>Doğrudan vergilerin toplam vergiler içindeki payı</li> <li>Asgari ücret ve kamu çalışanlarının ücret artışları</li> </ul>

\* 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](http://www.tcmb.gov.tr)  
**ISSN 1306-4509**