

ENFLASYON RAPORU

2025-II

22 Mayıs 2025



İçindekiler

1. Genel Değerlendirme.....	1
1.1 Para Politikası Kararları	3
2. Ekonomik Görünüm.....	6
2.1 Küresel Ekonomi.....	6
2.2 Finansal Koşullar.....	11
2.3 İktisadi Faaliyet.....	16
2.4 Enflasyon	25
3. Orta Vadeli Öngörüler	46
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar.....	46
3.2 Orta Vadeli Görünüm	48
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları	51
Kutular	
Kutu 2.1 Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular	32
Kutu 2.2 Çok Değişkenli Trend Enflasyon Göstergesi	36
Kutu 2.3 Son Kaynak Tedarik Tarifesi ve Mesken Elektrik Fiyatlarına Yansımaları	40
Kutu 2.4 Hanehalkı Enflasyon Beklentileri: Geçmiş Tecrübe Ne Kadar Etkili?	43
Kutu 3.1 Kamu Harcama Çarpanı.....	54

1.Genel Değerlendirme

Küresel ticaret politikalarına ilişkin süregelen belirsizlikler, son dönemde atılan korumacı adımlar sonrasında artmış ve küresel ekonomi ile finansal piyasalar üzerindeki riskler belirginleşmiştir. ABD tarafından 2 Nisan'da açıklanan yeni gümrük tarifeleri küresel belirsizliği artırmıştır. Tarife kararlarının önemli bir kısmının ertelenmesine karşın, küresel ticaret ve ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlik yüksek seviyelerini korumaktadır. Tarife adımları küresel büyüme görünümünü belirgin şekilde bozmuş; büyüme beklentileri hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) önemli oranda aşağı yönlü güncellenmiştir. Talep görünümündeki bozulmaya bağlı olarak, başta enerji fiyatları olmak üzere değerli metal fiyatları hariç emtia fiyatlarında genele yayılan düşüşler gözlenmiştir. Diğer taraftan enflasyon belirsizliği artmış ve enflasyon beklentileri de bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede küresel enflasyondaki düşüşün özellikle tarife adımlarının merkezi olan ülkelerde yavaşlayabileceği ve merkez bankalarının faiz indirim süreçlerinde temkinli yaklaşımlarını sürdürecekleri beklenmektedir. Bu dönemde artan küresel belirsizlikler nedeniyle finansal piyasalarda oynaklık yükselmiş ve GOÜ piyasalarından portföy çıkışları devam etmiştir.

Küresel risk iştahının artan tarife belirsizlikleri ve bozulan küresel ekonomik görünüm altında zayıf seyrettiği bir konjonktürde yurt içi gelişmelerin etkisiyle mart ayı ortasından itibaren TL cinsi varlıklara yönelik risk algısı bozulmuştur. Bu dönemde küresel riskten kaçınma eğilimi yüksek seyretmiş ve GOÜ'lerde risk primleri artmıştır. Türkiye'de ise yurt içi gelişmelerin de etkisiyle portföy çıkışları ve CDS primindeki artış diğer GOÜ'lere göre daha fazla olmuştur. Atılan politika adımları ve küresel risk iştahındaki ılımlı toparlanma ile Türkiye finansal göstergelerindeki bozulma sonlanmış ve toparlanma sinyalleri başlamıştır. Bu görünüm altında Türkiye CDS primi 16 Mayıs itibarıyla 297 baz puan düzeyine gelmiştir. Türk lirasının ima edilen oynaklığı, artan belirsizlik ortamında yükseldiği seviyelerden gerilemekle birlikte Mevcut Enflasyon Raporu döneminin genelinde artış kaydetmiştir. TCMB brüt uluslararası rezervleri son haftalardaki toparlanma eğilimine karşın 23,2 milyar ABD doları düşüşle 9 Mayıs itibarıyla 144,3 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Tahvil getirileri de risk algısındaki bozulmayla birlikte kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde artış kaydetmiştir.

Politika faizindeki artış ve sıkı parasal duruşu destekleyici tedbirler neticesinde finansal koşullar sıkılaştırmıştır. Faiz indirimlerinin başladığı 2024 yılı aralık ayından finansal piyasalarda oynaklığın gözlenmeye başladığı mart ayının ortasına kadar geçen sürede, aktarım mekanizması ile uyumlu olarak mevduat faiz oranlarındaki gerileme belirgin olmuştur. Bununla birlikte, finansal piyasalardaki gelişmeler neticesinde TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu desteklemek amacıyla proaktif ve piyasa işleyişi içinde attığı adımların etkisiyle, mevduat ve kredi faiz oranları artış kaydetmiştir. Kur Korumalı Mevduat (KKM) hesaplarından çıkış stratejisi kapsamında atılan adımlar ve uygulanan sıkı para politikası neticesinde, KKM bakiyesi azalmaya devam etmiştir. Ayrıca, sıkı parasal duruşun desteklenmesi amacıyla YP krediler için büyüme kısıtının sıkılaştırılması neticesinde YP ticari kredi büyümesi yavaşlarken TL ticari kredi büyümesi bir miktar hızlanmıştır. Bireysel kredi büyümesinin ılımlı seyretmesinin de desteğiyle kur etkisinden arındırılmış toplam kredi büyümesi Mevcut Enflasyon Raporu döneminde yatay seyretmiş ve 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı 9 Mayıs itibarıyla yüzde 30,3 olmuştur.

2024 yılının dördüncü çeyreğinde iktisadi faaliyette toparlanma gözlenmiştir. Söz konusu çeyrekte, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), yıllık bazda yüzde 3, çeyreklik bazda ise yüzde 1,7 oranında artmıştır. Bu dönemde, kampanyalar ve yaklaşan ücret güncellemeleri kaynaklı öne çekilen talep, hanehalkının mal talebinin güçlü seyretmesine katkıda bulunmuştur. Buna bağlı olarak, özel tüketimin büyümeye katkısı pozitif olmuştur. Çeyreklik bazda mal ve hizmet ihracatı azalırken ithalatı artmış ve net ihracatın çeyreklik büyümeye katkısı negatife dönmüştür. Yılın son çeyreğinde talep kompozisyonundaki dengeli seyir bir miktar bozulurken yıl genelinde yurt içi talebin büyümeye katkısındaki belirgin düşüşle birlikte net ihracatın pozitif katkısı ön plana çıkmıştır. Üretim yönünden ise hizmetler sektörü yıllık büyümenin temel belirleyicisi olmayı sürdürmüştür.

Öncü veriler, ilk çeyrekte yurt içi talebin ivme kaybetmekle birlikte öngörülenin üzerinde seyrettiğini ve enflasyonu düşürücü etkisinin azaldığını ima etmektedir. Bu dönemde, perakende ve ticaret satış hacim endeksleri çeyreklik bazda artmıştır. Perakende ticaret, motorlu taşıt ticareti ve toptan ticaretin çeyreklik artış oranlarındaki gerileme ile birlikte ticaret satış hacim endeksinin çeyreklik artışı yavaşlamıştır. Yılın ilk çeyreğinde beyaz eşya satışları gerilerken otomobil satışlarındaki artış yavaşlamakla birlikte devam etmiştir. Hizmet üretiminin yanı sıra talebi hakkında da bilgi sunan hizmet üretim endeksi çeyreklik bazda artmıştır.

Mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler ile bilgi ve iletişim gibi hanehalkı talebi ile doğrudan ilişkisinin nispeten daha zayıf olduğu değerlendirilen sektörler dışlandığında, hizmet üretimindeki artış daha ılımlıdır. Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden edinilen bulgular yılın ilk çeyreğinde iç talepte ivme kaybına işaret etmiştir. Kartla yapılan harcamalar, ocak ayında geriledikten sonra şubat ayında sınırlı bir artış sergilemiş, mart ayında ise özellikle ayın ikinci yarısında bayram öncesi mevsimsel artan talep kaynaklı olarak yükselmiştir. Bu görünüm altında, kart harcamalarının artışı çeyreklik bazda gerilemiştir. Nisan ayı itibarıyla mevcut kartla yapılan harcama verileri, aylık bazda yatay bir görünüm, çeyreklik bazda ise ılımlı bir artış ima etmektedir. Üretim tarafına bakıldığında ilk çeyrekte, sanayi üretiminin çeyreklik bazda artışını yavaşlayarak da olsa sürdürdüğü görülmektedir. İYA ve PMI gibi anket bazlı göstergeler nisan ayında sanayi üretiminin ana eğiliminde yatay bir görünüm ima etmektedir. İnşaat üretim endeksi, deprem kaynaklı inşaat faaliyetlerinin süren desteğiyle birlikte, ilk çeyrekte sektörde güçlü seyrin sürdüğüne işaret etmektedir. Bununla beraber, talep koşullarının, finansal koşullardaki sıkılaşma ve küresel gelişmelerin etkisiyle yılın kalanında dezenflasyonist patikayla daha uyumlu olacağı öngörülmektedir.

İstihdam yılın ilk çeyreğinde gerilerken işsizlik oranı düşüşünü sürdürmüştür. Bu dönemde, mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam çeyreklik bazda yüzde 0,8 oranında (266 bin kişi) azalmıştır. İşsizlik oranı ise bir önceki çeyreğe kıyasla 0,4 puan gerileyerek yüzde 8,2 olmuştur. Bununla birlikte, âtlı işgücü oranının çeyreklik olarak 0,4 puan artarak yüksek seviyesini sürdürmesi iş gücü piyasasının, ana göstergelerin ima ettiği ölçüde güçlü olmayabileceğine işaret etmektedir. Ücret gelişmelerine bakıldığında, 2024 yılının son çeyreğinde kişi başı reel ücretlerdeki yükselişin, kısmi emek verimliliğindeki artışın üzerinde gerçekleşmesiyle tarım dışı reel birim ücretlerin artış kaydettiği görülmektedir.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı ilk çeyrekte azalmıştır. Altın ve enerji hariç dış ticaret fazlasının bir miktar azaldığı ve enerji ticaret açığının arttığı bu dönemde altın ticaret açığının gerilemesiyle ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret dengesi iyileşmiştir. Geçici dış ticaret verileri nisan ayında, ithalatta daha yüksek olmak üzere hem ihracatta hem de ithalatta artışa ve böylelikle dış ticaret açığında genişlemeye işaret etmektedir. İthalat tarafında gözlenen artışta, gümrük vergileri kaynaklı belirsizliklere bağlı olarak talebin öne çekilmesinin de etkili olabileceği değerlendirilmektedir. İlk çeyreğe ilişkin dış ticaret miktar endeksleri, ihracat ve ithalatta çeyreklik bazda artışa işaret etmektedir. İthalat miktarındaki artışı yatırım ve ara malları sürüklerken tüketim malları mücevherat ürünleri kaynaklı olarak negatif katkı yapmıştır. Hizmetler dengesi fazlası ilk çeyrekte yatay seyrederek yüksek seviyesini korumuştur. Taşımacılık gelir dengesi bir önceki çeyreğe göre artarken seyahat gelir dengesi azalmakla birlikte güçlü görünümünü sürdürmüştür. Finansman tarafında ise ilk çeyrekte krediler, portföy ve doğrudan yatırım kanallarından net sermaye girişleri gerçekleşmiştir. Cari açığın ve net hata noksan kaleminden çıkışların artmasıyla ilk çeyrekte finansman ihtiyacı bir önceki çeyreğe göre daha yüksek gerçekleşmiştir. Gerçekleşen net sermaye girişlerinin finansman ihtiyacının gerisinde kalmasıyla resmi rezervler azalmıştır. Nisan ayına ilişkin veriler, hisse senedi ve borç senedi piyasalarından çıkışların olduğuna ve resmi rezervlerin düştüğüne işaret etmektedir.

Nisan ayı itibarıyla yıllık tüketici enflasyonu yüzde 37,86'ya gerileyerek bir önceki Raporda sunulan tahmin aralığının orta noktasının altında gerçekleşmiştir. Enflasyondaki düşüş süreci devam etmektedir.

Yılın ilk çeyreğinde toplam talep koşullarının enflasyonu düşürücü etkisinin bir önceki Rapor dönemine göre azaldığı, çıktı açığının nötr seviyeye yakın seyrettiği tahmin edilmektedir. Bununla beraber, talep koşullarının, finansal koşullardaki sıkılaşma ve küresel gelişmelerin etkisiyle yılın kalanında dezenflasyonist patikayla daha uyumlu olacağı öngörülmektedir. Mevcut Rapor döneminde emtia fiyatları enerji fiyatları öncülüğünde gerilerken küresel arz koşulları büyük ölçüde ılımlı seyretmiştir. İlk dört aydaki sepet kur artışının enflasyon üzerindeki etkisinin, küresel gelişmeleri takiben gerileyen emtia fiyatları ile kısmen telafi edileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, geçmiş yıllara kıyasla daha zayıf seyreden enflasyon beklentilerinin ve toplam talep koşullarının döviz kurundan enflasyona geçişi sınırlayacağı tahmin edilmektedir. 2025 yılı ilk üç aylık döneminde yükseldiği öngörülen reel birim ücretin ikinci çeyrekle birlikte zayıflaması beklenmektedir. Aylık üretici enflasyonunda, şubat ve mart aylarında zayıflama gözlemlendikten sonra nisan ayında sepet kurdaki artış kaynaklı baskı hissedilmiştir. Enflasyon beklentilerindeki gerileme eğilimi nisan ayında kesintiye uğramış, bu görünüm mayıs ayında da belirgin bir değişim sergilememiştir. Vergi ve yönetilen kalemlerin manşet enflasyon üzerindeki etkisi son üç aylık dönemde bir miktar zayıflamıştır. Yönetilen fiyat ayarlamaları içinde, elektrik tarifelerinde Son Kaynak Tedarik Tarifesi (SKTT) düzenlemesinin ardından ulusal tarifelerde yapılan artışlarla birlikte SGK Sağlık Uygulama Tebliğinde (SUT) muayene katılım paylarının önemli ölçüde geri çekilmesi öne çıkmıştır. SUT düzenlemesinin yıllık tüketici enflasyonu üzerindeki nihai etkisi 0,34 puan ile sınırlı kalmıştır. Yıllık hizmet enflasyonu gerilemekle birlikte yüksek

seyrini sürdürmüş, geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi güçlü olan eğitim ve kira kalemleri bu gelişmede belirleyici olmuştur. Diğer taraftan, ilk çeyrekte ılımlı seyreden temel mal enflasyonunda nisan ayında yakın dönem döviz kuru gelişmelerinin etkileri izlenmiştir. İlk dört ayda gıda fiyat gelişmelerinde elverişsiz hava koşullarının yanı sıra Ramazan ayına özgü etkiler öne çıkarken yaşanan zirai don vakaları önümüzdeki dönem için riskleri artırmıştır. Enflasyonun ana eğilimi ocak ayındaki geçici artış sonrası yavaşlamış, nisan ayında ise finansal piyasalardaki gelişmelerin etkisiyle kısmi bir yükseliş kaydetmiştir.

Yıl sonu enflasyon tahmini 2025 ve 2026 yılları için sırasıyla yüzde 24 ve yüzde 12 olarak korunmuştur.

Enflasyonun 2027 yılında yüzde 8 oranına geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 hedefine ulaşarak istikrar kazanacağı öngörülmektedir. 2024 yılının son ve 2025 yılının ilk çeyreğine ilişkin açıklanan veriler, talepteki yavaşlamanın bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha sınırlı kaldığına işaret etmektedir. Enflasyonun ana eğiliminin nisan ayında finansal piyasalardaki gelişmelerin etkisiyle geçici olarak yükseldiği ve önümüzdeki dönemde kademeli olarak yavaşlamaya devam edeceği öngörülmektedir. Enflasyon beklentilerindeki gerilemenin de öngörülenden daha yavaş olduğu ve döviz kuru sepetinin yükseldiği görülmektedir. Ayrıca, işlenmemiş gıda fiyat gerçekleştirmeleri kaynaklı olarak gıda enflasyonu varsayımı yükseltilmiştir. Bu çerçevede, söz konusu unsurlar, enflasyon tahminlerini yukarı yönlü etkilemiştir. Politika faizinde yapılan artış ve sıkı parasal duruşu destekleyici tedbirlerin de etkisiyle finansal koşullar sıkılaşmıştır. Bunun yanı sıra, para politikası duruşunun sıkılaşması talep, reel kur ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini desteklemektedir. Ayrıca, son dönemdeki küresel gelişmelerin etkisiyle petrol ve ithalat fiyatları varsayımlarının aşağı yönlü güncellenmesi ve SGK Sağlık Uygulama Tebliğinde (SUT) muayene katılım paylarına ocak ayında yapılan artışın bir kısmının şubat ayında geri alınması enflasyon tahminini aşağı yönlü etkilemiştir. Para politikası tepkisiyle söz konusu yukarı ve aşağı yönlü etkiler birbirini dengelemiş ve 2025 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 24 olarak korunmuştur. Parasal duruştaki sıkılığın korunması ile 2026 yıl sonunda enflasyonun yüzde 12 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir.

Orta vadeli tahminler üretilirken sıkı para politikası duruşunun enflasyonda kalıcı düşüş ve fiyat istikrarı sağlanana kadar 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. Son dönemde finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin etkisiyle nisan ayında enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin duraksadığı görülmektedir. Enflasyon beklentilerinin seviyesi dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir. Para politikasında sıkılaşmanın etkisiyle enflasyon beklentilerinin yeniden düşüş eğilimine girerek dezenflasyon patikasıyla uyumlu seviyelere gerilemesi beklenmektedir. Ayrıca, sepet döviz kurunda yaşanan artışın emtia fiyatlarının gerilemesi ve talep koşullarının zayıf seyretmesi nedeniyle kısa vadeli enflasyon görünümü üzerindeki etkisinin sınırlı olacağı tahmin edilmektedir. Parasal aktarım mekanizmasını destekleyen makroihtiyati politikalarla kredi büyümesinin öngörülen dezenflasyon patikası ile uyumlu bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Finansal koşullardaki sıkılaşmanın ve sıkı parasal duruşun birikimli etkileriyle talep görünümünün dezenflasyon sürecine katkısını sürdüreceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, talep koşullarına duyarlılığı yüksek kalemlerde enflasyonun yavaşlama eğilimini sürdürmesi beklenmektedir. 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 eş güdümünü güçlendirerek sürdürmesi talep, maliyet ve beklenti kanalları üzerinden enflasyondaki düşüşe katkı sağlayacaktır.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, politika faizini aralık ve ocak aylarından sonra mart ayı toplantısında da 250 baz puan indirmiştir.

Mart ayında ayrıca finansal piyasalarda yaşanan gelişmeleri değerlendirmek üzere bir ara toplantı yapılmıştır. 20 Mart tarihli ara Para Politikası Kurulu toplantısında söz konusu gelişmelerin enflasyon görünümü açısından oluşturabileceği riskleri değerlendirerek, sıkı parasal duruşu destekleyici tedbirler alınmıştır. Bu doğrultuda TCMB, Merkez Bankası gecelik vadede borç verme faiz oranının yüzde 44'ten yüzde 46'ya yükseltilmesine, politika faizi ve gecelik borçlanma faiz oranlarının ise sırasıyla yüzde 42,5 ve yüzde 41 oranında sabit tutulmasına karar vermiştir. Ayrıca bir hafta vadeli repo ihalelerine bir süre ara verilmiş ve fonlama gecelik borç verme faiz oranından yapılmıştır.

TCMB, nisan ayında politika faizini 350 baz puan yükseltmiştir. TCMB, finansal piyasalardaki gelişmelerin enflasyonun ana eğilimi üzerindeki etkilerine dikkat çekerek, politika faiz oranının yüzde 42,5'ten yüzde

46'ya; Merkez Bankası gecelik vadede borç verme faiz oranının yüzde 46'dan yüzde 49'a, gecelik vadede borçlanma faiz oranının ise yüzde 41'den yüzde 44,5'e yükseltilmesine karar vermiştir. Ayrıca bir haftalık repo ihalelerine yeniden başlanacağı duyurulmuştur.

TCMB, enflasyonda kalıcı düşüş ve fiyat istikrarı sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunu sürdürdüğünü yinelemiştir. TCMB, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam ettiğine dikkat çekerken küresel ticarete artan korumacı eğilimlerin küresel iktisadi faaliyet, emtia fiyatları ve sermaye akımları üzerinden olası etkilerini yakından izlendiğini de ifade etmiştir. Bu doğrultuda, politika faizinin; enflasyon gerçekleştirmeleri, ana eğilimi ve beklentileri göz önünde bulundurularak, ihtiyatlı ve toplantı bazlı bir yaklaşımla, öngörülen dezenflasyon sürecinin gerektirdiği sıklığı sağlayacak şekilde belirleneceğinin altı çizilmiştir. TCMB, para politikasındaki kararlı duruşun; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinde düzelme vasıtası ile dezenflasyon sürecini güçlendireceğini tekrarlarlarken maliye politikasının artan eş güdümünün de bu sürece önemli katkı sağlayacağını vurgulamıştır.

Kredi büyümesi gelişmeleri göz önünde bulundurularak, makro finansal istikrarı korumak ve sıkı parasal durumu desteklemek amacıyla ek adımlar atılmıştır. Kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık uygulamasında 1 Mart 2025 tarihinde yapılan değişikliklerle, YP krediler için aylık yüzde 1 olan büyüme sınırı yüzde 0,5'e düşürülürken YP kredi büyüme sınırından istisna tutulan kredilerin kapsamı daraltılmıştır. 29 Mart 2025 tarihinden itibaren tüketicilere kullandırılan ihtiyaç kredileri büyüme sınırından istisna tutulan kredili mevduat hesabı kredilerinden üçten fazla taksitli olanlar (eğitim ve öğrenim ücretlerine ilişkin harcamalar hariç) kredi büyümesi sınırına dahil edilmiştir.

Kur Korumalı Mevduat (KKM) hesaplarından çıkışı ve Türk lirasına geçişi desteklemek amacıyla uygulanan makroihtiyati çerçevede değişiklikler yapılmıştır. KKM hesaplarından çıkış stratejisi kapsamında tüzel kişilerin tüm KKM hesaplarında hesap açma ve yenileme işlemleri 15 Şubat 2025 itibarıyla sonlandırılarak tüzel kişi KKM hesapları KKM'nin TL'ye geçişine ve yenilenmesine ilişkin hedeflerden çıkarılmıştır. 26 Nisan 2025 tarihinde TL mevduat için tesis edilen zorunlu karşılıklara politika faizinin yüzde 84'ü yerine TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin yüzde 84'ü oranında faiz veya telafi ödemesi yapılmasına karar verilmiştir. 3 Mayıs 2025 tarihinde yabancı para mevduat için zorunlu karşılık oranları tüm vadelerde 200 baz puan artırılmış, yurt içi yerleşiklerle yapılan 1 yıla kadar vadeli yabancı para cinsinden repo işlemlerinden sağlanan fonlar için zorunlu karşılık oranı 400 baz puan artırılmış ve hesaplama yönteminde değişiklik yapılmıştır. Tüzel kişi TL mevduat payı yüzde 60'ın altında olan bankalara, ilgili pay için aylık 0,3 puan artış hedefi getirilmiş ve TL mevduat için tesis edilen zorunlu karşılıklara TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin yüzde 84'ü yerine yüzde 86'sı oranında faiz veya telafi ödemesi yapılmasına karar verilmiştir. Ayrıca, Hazine ve Maliye Bakanlığının kararına istinaden, ihracat Genelgesi'nde yapılan değişikliklerle, ihracat bedellerinin TCMB'ye asgari satış oranının 31 Temmuz 2025 tarihine kadar yüzde 35 olarak uygulanması kararlaştırılmıştır. Benzer biçimde döviz kazandırıcı hizmet bedellerinden bir bankaya satışı yapılan dövizlerin ilgili bankaca TCMB'ye satılma oranı da yüzde 35 olarak güncellenmiştir. Firmaların ihracat bedeli dövizlerinin TL'ye dönüşümünün desteklenmesi uygulaması kapsamında sağlanan döviz dönüşüm desteği oranı 31 Temmuz 2025 tarihine kadar yüzde 3'e yükseltilmiştir.

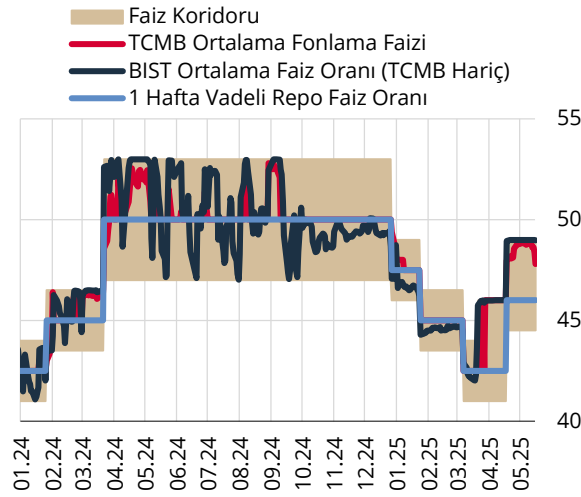
Mevcut Enflasyon Raporu döneminde likidite fazlası sona ermiş, nisan ayı ile birlikte sistemin fonlama ihtiyacı artarak pozitif düzeylere ulaşmıştır. Mart ayı ortalarına kadar TCMB kaynaklı döviz işlemleri ile Hazine ve Maliye Bakanlığı TL hesap bakiyesinin seyri, sistemdeki fazla likidite düzeyinin gelişiminde önemli rol oynamıştır. 7 Şubat-20 Mart döneminde likidite fazlası 1,4 trilyon TL düzeyi etrafında dalgalı bir seyir izlemiştir. Söz konusu dönemde fazla likidite ağırlıklı olarak gecelik vadeli depo alım ihaleleri ile sterilize edilmiş, bu işlemlere ek olarak haftalık, aylık ve 2 aylık depo alım ihaleleri ile satım yönlü döviz/altın karşılığı TL swap ihaleleri de düzenlenmiştir. Mart ayının ikinci yarısından itibaren finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, riskten kaçınma eğiliminin belirginleşmesine ve Türk lirası varlıklarda satış baskısı oluşmasına neden olmuştur. Bu süreçte TCMB'nin döviz kurlarındaki oynaklıkları sınırlamaya yönelik işlemleri ile döviz pozisyonunda gerileme gerçekleşmiştir. TCMB'nin döviz işlemleri neticesinde piyasadaki fazla likidite düzeyi azalış eğilimine girmiş ve nisan ayı ile birlikte sistemde likidite açığı oluşmuştur (Grafik 1.1.2). TCMB, likidite gelişmelerine bağlı olarak, 21 Mart tarihinden itibaren satım yönlü döviz karşılığı TL swap ihaleleri düzenlemeyi durdurmuş ve 18 Nisan tarihinden itibaren depo alım ihaleleri açmamaya başlamıştır.

TCMB, finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde parasal aktarım mekanizmasını destekleyen ilave adımlar atmıştır. Bu kapsamda 20 Mart tarihinde 2 ay vadeli TL depo alım ihalesi açılmış ve sterilizasyonun ortalama vadesi uzatılmıştır. Buna ek olarak, likidite araçlarının çeşitliliğini artırmak amacıyla

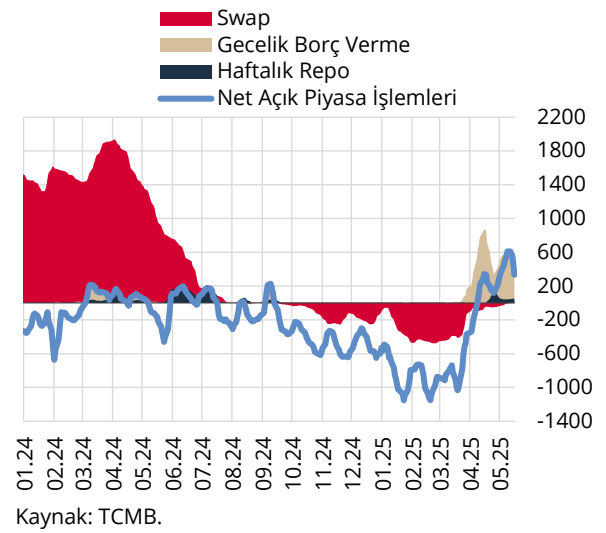
likidite senetleri ihraç edilmeye başlanmıştır. 24 Mart- 4 Nisan tarihleri arasında düzenlenen 32 güne kadar vadeli senet ihraçları ile toplamda 269,2 milyar TL'lik sterilizasyon yapılmıştır. 28 Mart tarihinden itibaren Hazine ve Maliye Bakanlığı ile eş güdüm içerisinde tahvil piyasasındaki likidite koşullarını desteklemeye yönelik olarak doğrudan tahvil alımlarına başlanmıştır. Sonuncusu 11 Nisan tarihinde gerçekleştirilen doğrudan alım ihaleleri ile APİ portföyüne nominal 123,7 milyar TL'lik kıymet alınmıştır. Böylece, TCMB'nin APİ portföy büyüklüğü nominal 289,7 milyar TL düzeyine ulaşmıştır.

TCMB, sıkı parasal duruşunu destekleyici tedbirler olarak gecelik faizlerin Merkez Bankası gecelik borç verme faiz oranına yakın düzeylerde oluşmasını sağlamıştır (Grafik 1.1.1). 20 Mart ve 17 Nisan tarihlerindeki PPK toplantılarıyla Merkez Bankası politika faizi olan 1 hafta vadeli repo faizi 350 baz puan, gecelik vadede borç verme faizi 500 baz puan ve borç alma faizi 350 baz puan artırılmıştır. 20 Mart 2025'te bir haftalık repo ihalelerine ara verilip fonlama gecelik borç verme faiz oranından gerçekleştirilmiştir. 18 Nisan 2025 tarihinde yeniden bir hafta repo ihalelerine başlanmıştır. Ancak, repo ihaleleri yoluyla politika faiz oranından yapılan fonlama sınırlı düzeyde tutularak BIST gecelik faizlerinin ve TCMB ortalama fonlama maliyetinin gecelik borç verme faiz oranına yakın düzeylerde oluşması sağlanmıştır.

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)



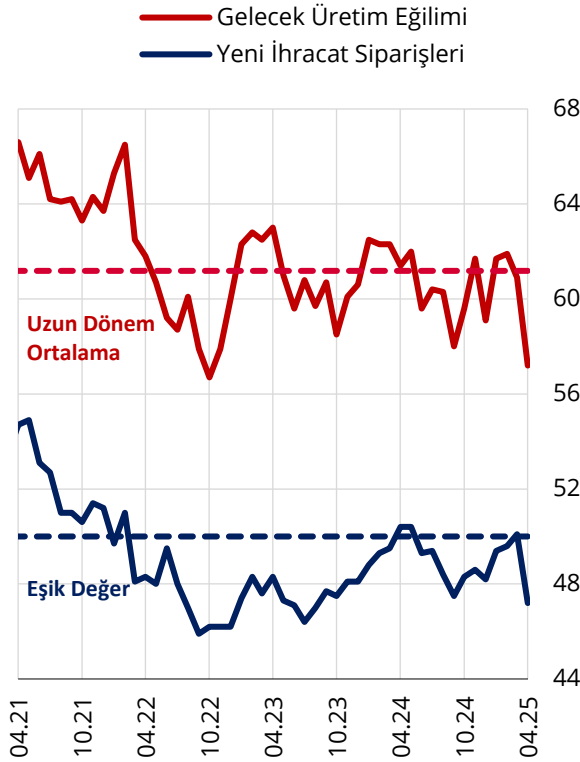
2. Ekonomik Görünüm

2.1 Küresel Ekonomi

Küresel ticaret politikalarına ilişkin süregelen belirsizlikler, son dönemde atılan korumacı adımlar sonrasında artmış ve küresel büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü riskler belirginleşmiştir. 2

Nisan'da ABD tarafından açıklanan yeni gümrük tarife kararlarının önemli bir kısmının ertelenmesine karşın küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlik yüksek seviyelerini korumaktadır (Mercek Altı 2.1). Nitekim, küresel üretim ve ihracat siparişlerine ilişkin öncü göstergeler, nisan ayında gerek üretim eğiliminin gerekse ihracat siparişlerinin düştüğüne işaret etmektedir (Grafik 2.1.1). Ayrıca, son dönemde ABD başta olmak üzere, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme tahminlerinin belirgin düzeyde aşağı yönlü güncellendiği görülmüştür (Tablo 2.1.1). 2025 yılı büyüme tahminleri bir önceki Enflasyon Raporu dönemi ile karşılaştırıldığında, Consensus bültenine göre ABD için yüzde 2,2'den yüzde 1,2'ye; İngiltere için yüzde 1,2'den yüzde 0,8'e; Euro Bölgesi için ise yüzde 1,0'dan yüzde 0,9'a aşağı yönlü revize edilmiştir. Büyüme tahmini sınırlı düzeyde aşağı yönlü güncellense de deflasyon endişeleri ve küresel ticaret politikalarında korumacı eğilimlerin güçlenmesi, Çin'deki iktisadi faaliyet üzerindeki belirsizliğin artmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede, Türkiye'nin dış ticaret ortaklarının ihracat paylarıyla ağırlıklandırılan küresel büyüme endeksinin 2025 yılında yüzde 1,9, 2026 yılında ise yüzde 2,1 oranında artacağı tahmin edilmektedir. Böylece, dış talebin 2025 yılında bir önceki yıla göre sınırlı zayıflayacağı, 2026 yılında ise kademeli olarak toparlanacağı öngörülmektedir. Son dönemde küresel ekonomi ve ticaret politikalarına ilişkin artan belirsizlikler ile jeopolitik gelişmeler küresel ticaret ve iktisadi faaliyetin seyri açısından öne çıkan risk faktörleri olarak değerlendirilmektedir.

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 2025-I	ER 2025-II	ER 2025-I	ER 2025-II
Euro Bölgesi	0,7	1,0	0,9	1,2	1,1
Almanya	-0,2	0,4	0,0	1,0	1,2
ABD	2,8	2,2	1,2	2,0	1,5
İngiltere	1,1	1,2	0,8	1,4	1,0
Irak	0,5	0,6	0,6	1,7	2,0
İtalya	0,7	0,7	0,5	0,9	0,7
Fransa	1,1	0,7	0,6	1,1	0,9
İspanya	3,2	2,3	2,4	1,8	1,8
Hollanda	0,9	1,5	1,2	1,3	1,2
Rusya	4,3	1,6	1,7	1,3	1,2
BAE	3,9	5,0	5,1	5,0	5,0
Romanya	0,9	2,3	1,9	2,9	2,6
Polonya	2,9	3,4	3,3	3,3	3,2
Bulgaristan	2,8	2,7	2,8	2,7	2,8
Yunanistan	2,3	2,0	2,2	1,9	2,0
Belçika	1,0	1,1	0,9	1,4	1,1
Mısır	2,4	4,0	4,0	4,9	4,5
Suudi Arabistan	1,3	3,8	3,7	4,1	3,9
Ukrayna	2,9	3,6	3,6	5,2	5,2
Çin	5,0	4,4	4,3	4,1	4,0

Kaynak: Consensus Economics, S&P Global.

* Tablodaki ülkeler Türkiye'nin 2024 yılı ihracat ağırlıklarına göre sıralanmıştır.

Küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler, küresel büyüme görünümü ve kompozisyonu, jeopolitik riskler, finansal koşullar ve arz yönlü faktörler emtia fiyatları üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir. ABD tarafından atılan tarife adımları sonrasında, küresel büyüme görünümünde bozulmayla birlikte emtia fiyatlarında, altın fiyatlarının sürüklediği değerli metaller hariç genele yayılan bir gerileme görülmektedir. Söz konusu gerileme enerji emtialarında daha belirgin olarak gözlenmiştir. ABD'nin İran ve Rusya'ya karşı uygulamaya koyduğu yaptırımlara rağmen talebin azalacağı ve ABD'nin arzı artıracığına

yönelik beklentiler Brent petrol fiyatlarındaki düşüşte etkili olmuştur. Avrupa doğal gaz fiyatları da talep görünümüne ek olarak, devam eden jeopolitik gelişmeler, hava sıcaklıklarının ılımlı seyretmesi ve depolama ve sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) taşımacılığı maliyetlerinin azalması ile birlikte bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yüzde 36,1 oranında gerilemiştir. Enerji hariç emtia fiyatlarında ise Rapor dönemleri arasında görülen sınırlı artış değerli metaller kaynaklı olmuştur. Çin'de deflasyon endişelerinin sürmesi ve küresel talep görünümündeki bozulmayla birlikte endüstriyel emtia fiyatları gerilemiş, tarımsal emtia endeksinde de bir önceki Rapor dönemine göre genele yayılan bir düşüş gözlenmiştir (Tablo 2.1.2).

Tablo 2.1.2: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)

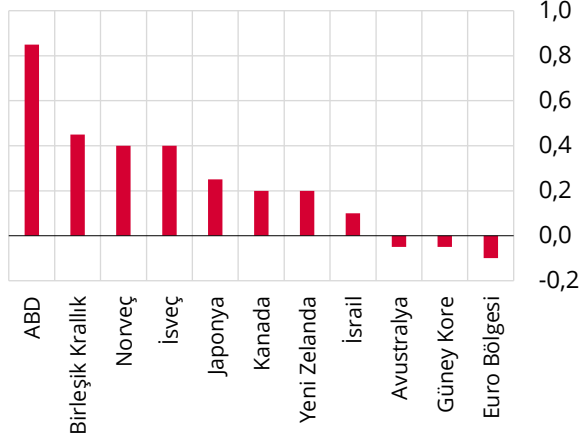
	Şubat 2025	Mart 2025	Nisan 2025	Mayıs 2025	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
Emtia Ana Endeksi	0,2	-2,2	-4,0	-0,7	-8,9	-5,4
Enerji	-2,4	-3,7	-7,6	-2,6	-19,1	-10,6
Tarımsal Emtia	4,5	-5,8	0,7	-1,7	-4,2	-6,5
Endüstriyel Metal	2,4	2,5	-7,3	2,5	-8,3	1,9
Değerli Metal	6,2	3,3	6,5	1,6	36,1	10,3
Enerji Hariç	3,3	-0,4	-0,1	1,2	3,9	0,6
Brent Petrol	-4,8	-3,4	-6,6	-6,3	-22,5	-12,4
Doğal Gaz (ABD)	0,3	10,6	-17,4	2,9	45,2	0,8
Doğal Gaz (Avrupa)	4,5	-17,1	-15,9	-1,8	8,2	-36,1
Kömür	-10,4	-4,7	-3,8	2,7	-31,1	-7,7
Alüminyum	2,9	-0,2	-10,2	2,7	-5,2	-5,6
Bakır	6,8	7,7	-5,2	-0,8	-3,2	-0,7
Demir	6,3	-4,4	-1,9	-0,9	-15,6	-5,7
Buğday	6,1	-6,1	-1,4	-3,7	-21,6	-9,9
Soya	1,1	-3,3	2,4	1,9	-13,9	0,1
Pirinç	-4,5	-2,4	-1,0	-5,2	-32,2	-6,6
Mısır	2,7	-7,0	4,4	-5,9	-2,1	-9,0
Pamuk	-1,8	-1,0	0,9	1,8	-13,4	-1,1
Şeker	6,6	-5,6	-4,6	-3,4	-6,6	-9,5

Kaynak: Bloomberg.

* 16 Mayıs 2025 ile 7 Şubat 2025 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir. Renklendirmenin kırmızı ve yeşil olması, fiyatlarda sırasıyla artış ve düşüş olduğunu göstermektedir.

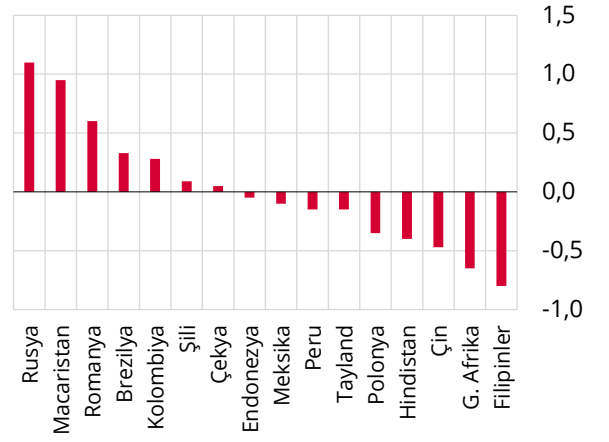
Tarife adımları küresel ölçekte enflasyon belirsizliğine yol açarken 2025 yılı enflasyon beklentileri bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin manşet enflasyonlarında enerji ve mal fiyatları kaynaklı olarak düşüşler görülmüştür. Buna karşın artan belirsizlik ile birlikte küresel ölçekte 2025 yılı enflasyon beklentilerinin birçok ülkede yukarı yönlü güncellendiği görülmektedir (Grafik 2.1.2 ve 2.1.3). Bu durum, korumacı eğilimler ve artan belirsizlikler nedeniyle küresel enflasyondaki düşüşün yavaşlamasının beklendiğine işaret etmektedir. Nisan ayı beklentileri, ABD, Japonya ve İngiltere'de 2025 yılı enflasyonunun 2024 yılına göre sınırlı oranda da olsa artış göstereceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, merkez bankaları tarife adımları kaynaklı olarak enflasyon belirsizliğinin arttığına yönelik iletişimlerini sürdürmektedirler. Bundan sonraki süreçte, tarifelerin ne oranda uygulamaya geçeceği başta olmak üzere, jeopolitik gelişmeler, emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar ve para politikası tepkisi küresel enflasyonun seyri açısından önemli olacaktır.

Grafik 2.1.2: Gelişmiş Ülkelerde 2025 Enflasyon Beklentisi (ER-II - ER-I Dönemleri Değişim, % Puan)



Kaynak: Bloomberg.

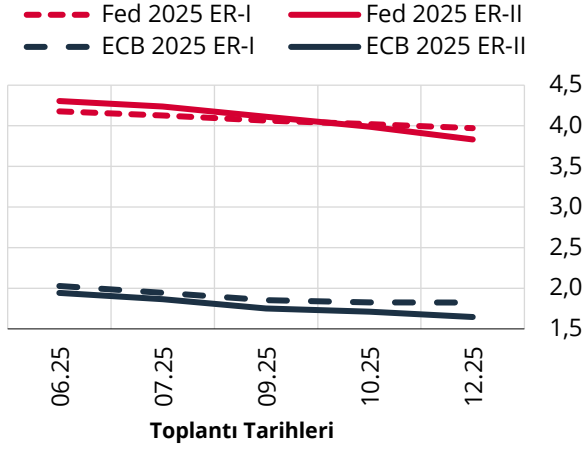
Grafik 2.1.3: Gelişmekte Olan Ülkelerde 2025 Enflasyon Beklentisi (ER-II - ER-I Dönemleri Değişim, % Puan)



Kaynak: Bloomberg.

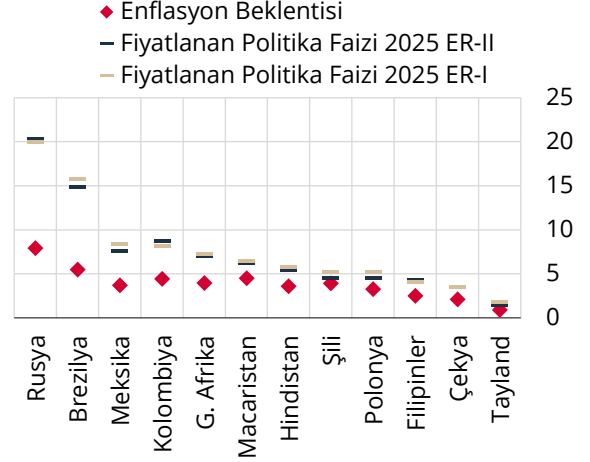
Büyüme görünümündeki bozulma nedeniyle piyasalarda faizlerin daha hızlı indirileceği fiyatlanırken merkez bankaları politika iletişimlerinde, indirim süreçlerini temkinli sürdüreceklerini vurgulamaya devam etmektedir. Piyasa fiyatlamaları hem Fed hem Avrupa Merkez Bankası (ECB) için bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla faizlerin daha hızlı indirileceğine işaret etmektedir. 16 Mayıs itibarıyla 2025 yıl sonuna kadar fiyatlanan ilave faiz indirim miktarı Fed için 50 baz puan, ECB için ise 53 baz puan seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.1.4). Mevcut Enflasyon Raporu döneminde gelişmiş ülkelerde faiz indirim süreçleri devam etmiş, ancak bazı merkez bankalarının indirimlere ara vermeleri dikkat çekmiştir. ECB mart ve nisan toplantılarında 25'er baz puan ile faiz indirimlerini sürdürürken Fed son iki, Kanada Merkez Bankası ise son toplantılarında politika faizlerini sabit tutmuştur. İngiltere Merkez Bankası ise nisan ayı toplantısında politika faizini sabit tutarken mayıs ayında 25 baz puan ile faiz indirim sürecini devam ettirmiştir. İlgili dönemde, Avustralya, Çekya ve Güney Kore merkez bankaları 25'er, Danimarka Merkez Bankası 50 ve Yeni Zelanda Merkez Bankası ise 75 baz puan faiz indirimi gerçekleştirmiştir. GOÜ'lerde de merkez bankaları enflasyon görünümündeki iyileşmenin yavaşlamasına ve küresel belirsizliklere bağlı olarak faiz indirim süreçlerinde temkinli duruşlarını sürdürmüştür. Hindistan ve Tayland son iki toplantılarında 25'er, Meksika ise son üç toplantısında 50'şer baz puan faiz indirimine giderken; Filipinler, Kolombiya ve Peru da ilgili dönemde 25'er baz puan faiz indirimi gerçekleştirmiştir. Ayrıca, son bir yıldır politika faizini sabit tutan Polonya Merkez Bankası, mayıs ayında 50 baz puan faiz indirimine gitmiştir. Öte yandan, enflasyon görünümünü dikkate alarak Brezilya Merkez Bankası iki toplantıda toplam 150 baz puan ile faiz artırmaya devam ederken 2024 yılı içerisinde toplam 500 baz puanlık faiz artırımını gerçekleştiren Rusya Merkez Bankası ise mevcut Enflasyon Raporu döneminde politika faizinde bir değişikliğe gitmemiştir. Çin ise iktisadi faaliyet üzerindeki riskler nedeniyle hem faiz hem de zorunlu karşılık oranlarında indirimle giderek parasal genişleme adımlarına devam etmiştir. Korumacı ticaret politikalarıyla beraber büyüme görünümündeki risklerin artması ile gelişmiş ülkelere benzer şekilde, birçok gelişmekte olan ülkede 2025 yılı sonu için bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha düşük faiz seviyeleri fiyatlanmaktadır. Diğer taraftan söz konusu gelişmelerin birçok ülkede enflasyon beklentilerini de artırmış olması, GOÜ merkez bankaları açısından beklenti yönetimini güçleştirmekte ve para politikasında belirli bir sıklığın korunmasını gerektirmektedir. Nitekim, vadeli işlemlerin ima ettiği politika faizleri, GOÜ'lerde politika faizlerinin 2025 yılında enflasyon beklentilerinin 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.

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

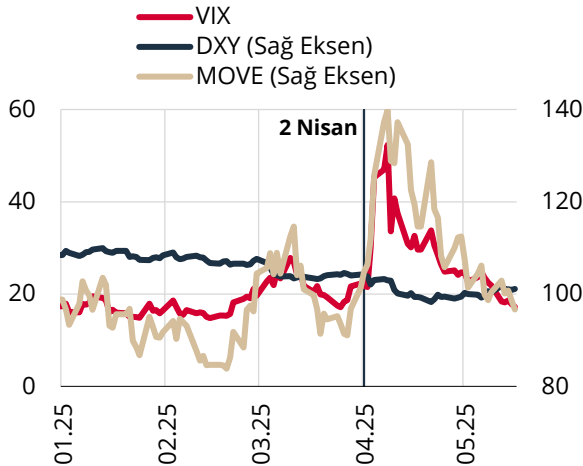


Kaynak: Bloomberg.

* Enflasyon beklentileri Bloomberg anketinden alınmıştır.

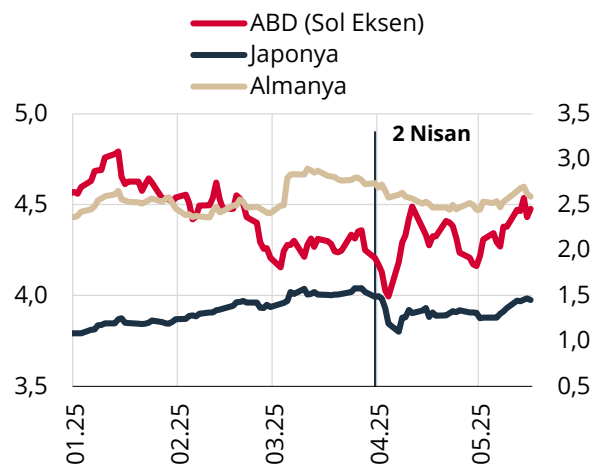
Küresel belirsizlikler finansal piyasalardaki oynaklığı artırmaktadır. ABD tarafından 2 Nisan'da açıklanan yeni gümrük tarifeleri sonrasında beklenen oynaklığı ölçen VIX ve MOVE endekslerinde keskin artışlar gözlenmiştir. Daha sonra yapılan ılımlı açıklamalar ve erteleme kararları ile endeksler gerileyerek bir önceki Enflasyon Raporu dönemi seviyelerine yakınsamıştır (Grafik 2.1.6). Bu süreçte ABD Dolar Endeksi gerilerken gelişmiş ülkelerin tahvil faizleri ve küresel borsalar oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 2.1.6 ve Grafik 2.1.7). Varlık fiyatlarındaki bu dalgalanmalar reel sektör ve finansal kuruluşların bilançoları üzerinden makro finansal riskleri artırırken GOÜ risk primleri ve para birimleri üzerinde baskı oluşturmaktadır. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde, risk iştahındaki bozulmayla birlikte GOÜ hisse senedi ve tahvil piyasalarından portföy çıkışları gözlenmiştir. 8 Şubat 2025-16 Mayıs 2025 döneminde Çin hariç GOÜ hisse senedi piyasalarından 27,7 milyar ABD doları, tahvil piyasalarından ise 9,5 milyar ABD doları fon çıkışı gerçekleşmiştir. Bu dönemde, korumacı ticaret politikalarının merkezinde yer alan Çin'in hisse senedi piyasalarından 12,5 milyar ABD doları fon çıkışı olduğu görülmektedir.

Grafik 2.1.6: VIX & Move Oynaklık Endeksleri ve DXY ABD Dolar Endeksi (Günlük)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.1.7: 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

Mercek Altı 2.1

Tarife Adımları ve Küresel Ticaret Politikası Belirsizliği

ABD tarafından 2 Nisan tarihinde açıklanan gümrük vergisi paketi, 2017-2020 dönemindeki aksine sektörel ya da bölgesel değil, 180'den fazla ülkeyi kapsayacak şekilde geniş kapsamlı olmuştur.

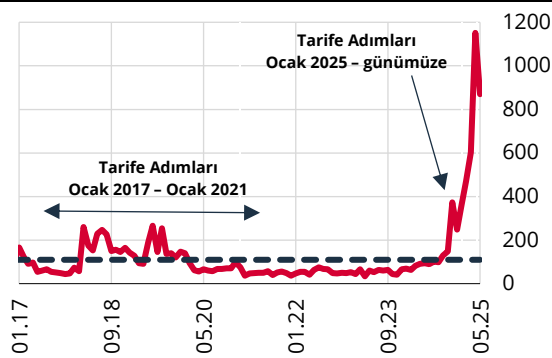
Sürecin başladığı ocak ayından itibaren ABD ve ticaret ortakları tarafından küresel ticareti ve ekonomik görünümü etkileyebilecek birçok adım atılmıştır. Nisan ayı başında tepe noktasına ulaşan korumacı politikalar, daha sonra gerçekleşen ertelemeler ve mayıs ayındaki ikili anlaşmalar ile bir miktar gevşemiştir (Tablo1).

Tablo 1: 2025 Yılı Tarife Adımları

Ocak - Mart	- ABD, Meksika ve Kanada'ya yüzde 25, Çin'e yüzde 20 oranında tarife oranı açıklamıştır. Ayrıca, otomobil ve otomobil parçaları ile yarı iletkenler ithalatına yüzde 25 oranında tarife getirilmiştir. Kanada ve Çin aynı oranda karşılık vermiştir. - Çelik ve alüminyum ithalatı ile ilgili tüm muafiyetler kaldırılmış, türev ürünlerin kapsamı genişletilmiş ve çelikte yüzde 25 tarife oranı korunurken alüminyum tarife oranı yüzde 10'dan yüzde 25'e yükseltilmiştir.
2 Nisan	- ABD, 180'den fazla ülkeyi kapsayacak şekilde, tabanı yüzde 10 olan yeni tarife uygulamalarını duyurmuştur. Türkiye, Birleşik Krallık, Brezilya, Arjantin, Singapur, BAE, Suudi Arabistan, Avustralya ve Yeni Zelanda gibi ülkelere taban tarife oranı uygulanacağı açıklanmıştır. - İkili dış ticaret açığının yüksek olduğu ülkeler için yüzde 10'dan daha yüksek tarife oranları belirlenmiştir (Avrupa Birliği: %20, Çin: %54; Kanada: %25, Meksika: %25, Japonya: %24, Güney Kore: %26, Vietnam: %46, Hindistan: %27, İsviçre: %32, Tayvan: %32).
8 Nisan	Çin misilleme olarak, tüm ABD ürünlerine yüzde 84 oranında tarife açıklamıştır.
9 Nisan	- ABD, Çin'e ek tarife oranını yüzde 125'e çıkarmış, böylece Çin'e uygulanacak efektif tarife oranı yüzde 145'e yükselmiştir. - Yüzde 10 taban tarife oranı ABD'nin tüm ticaret ortakları için yürürlüğe girerken Çin, Kanada ve Meksika hariç diğer ülkelerin ek tarifeleri 90 gün ertelenmiştir.
11 Nisan	Çin, ABD'ye uyguladığı tarife oranını yüzde 125'e çıkardığını duyurmuştur.
12 Nisan	ABD, akıllı telefonlar, bilgisayarlar, yarı iletkenler ve çipler gibi bazı teknolojik ürünlere tarife muafiyeti uygulayacağını duyurmuştur.
8 Mayıs	ABD ve Birleşik Krallık arasındaki müzakereler sonucunda, ABD'nin çelik ve alüminyuma yönelik tarifelerinin Birleşik Krallık'a uygulanmayacağı ve otomobillere ilişkin tarife oranının da Birleşik Krallık özelinde yıllık 100 bin araç için yüzde 10 olarak uygulanacağı açıklanmıştır.
12 Mayıs	ABD ve Çin, önümüzdeki 90 gün boyunca ABD'nin Çin'e uygulayacağı tarife oranını yüzde 30'a, Çin'in ABD'ye uygulayacağı tarife oranını ise yüzde 10'a çekmesi konusunda anlaşmıştır.

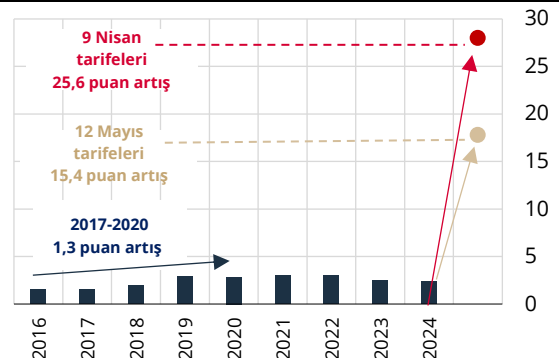
Bu gelişmelere bağlı olarak, küresel ticaret politikaları belirsizlik endeksi nisan ayında, daha önce tarife adımlarının atıldığı 2017-2020 dönemine kıyasla oldukça yüksek seviyelere ulaşmıştır. Son dönemdeki anlaşmalara ve ertelemelere rağmen, söz konusu endeks yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 1). Ayrıca toplam gümrük vergisinin ithalata bölünmesi ile hesaplanan ABD efektif tarife oranının, açıklanan vergilerin uygulandığı durumda, 2017-2020 dönemine kıyasla çok daha belirgin artacağı tahmin edilmektedir. 2025 yılında, 9 Nisan'da açıklanan tüm tarifelerin uygulanması durumunda efektif tarife oranının yüzde 28 ile 1909 yılından sonraki en yüksek düzeyine geleceği hesaplanmaktadır. Çin ve ABD arasında yapılan 12 Mayıs anlaşması ile geçici süreliğine üzerinde uzlaşma sağlanan tarife oranlarının kalıcı olacağı durumda dahi efektif tarife oranının 2024 yılına göre 15,4 puan artışla, 1934'ten bugüne en yüksek seviyeye ulaşacağı tahmin edilmektedir (Grafik 2).

Grafik 1: Ticaret Politikası Belirsizlik Endeksi



Kaynak: The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty, Caldara vd. (2020).

Grafik 2: ABD Etkatif Tarife Oranı* (%)



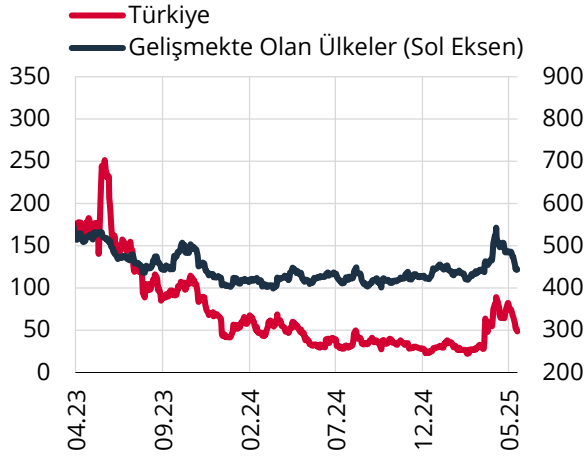
Kaynak: Yale Üniversitesi Budgetlab.

* Tarifeler sonrası Çin'in %14'lük ithalat payının sabit kalacağı varsayılmış, ikame etkisi göz ardı edilmiştir.

2.2 Finansal Koşullar

Küresel risk algısının artan tarife belirsizlikleri ve bozulan küresel ekonomik görünüm altında zayıf seyrettiği bir ortamda, yurt içi gelişmelerin etkisiyle mart ayı ortasından itibaren TL cinsi varlıklara yönelik risk algısı bozulmuştur. Gerçekleştirilen parasal sıkılaştırma ve atılan likidite adımları sonrasında TL varlıklardaki satış baskısı hafiflemiştir. Bununla birlikte, nisan başında açıklanan küresel tarifeler ile GOÜ'lere yönelik risk algısındaki bozulma TL varlıklardan çıkışın sürmesine neden olmuştur. Bu görünüm altında, GOÜ risk primlerindeki artışın üzerinde bir bozulma ile 380 baz puan düzeyine kadar yükselen Türkiye CDS primi, atılan politika adımlarının etkisiyle 16 Mayıs itibarıyla 297 baz puan düzeyine gerilemiştir (Grafik 2.2.1). GOÜ'lere yönelik risk algısındaki dalgalı ve zayıf seyir mevcut Enflasyon Raporu döneminde GOÜ varlıklarından çıkışın devam etmesine neden olurken küresel risk algısındaki ılımlı iyileşme ile GOÜ varlıklarına giriş mayıstan itibaren yeniden başlamıştır. Söz konusu gelişmeler ışığında, Türkiye Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) piyasasından 2,7 milyar ABD doları, hisse senedi piyasasından ise 0,4 milyar ABD doları net çıkış olmak üzere toplamda 3,1 milyar ABD doları portföy çıkışı gerçekleşirken son 3 haftada ise 2,9 milyar ABD doları giriş kaydedilmiştir (Grafik 2.2.2).

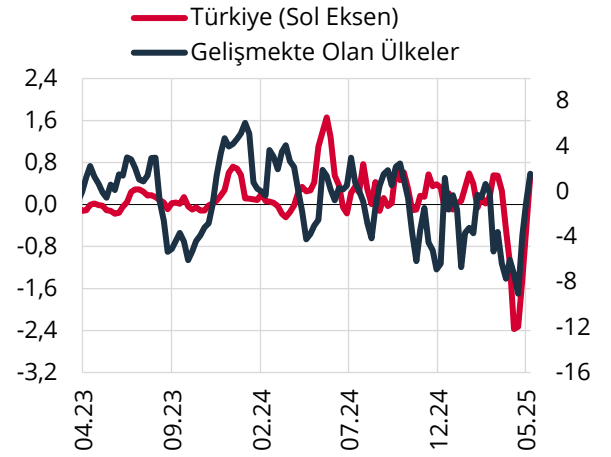
Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke CDS Primleri* (5 Yıl Vadeli, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

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

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

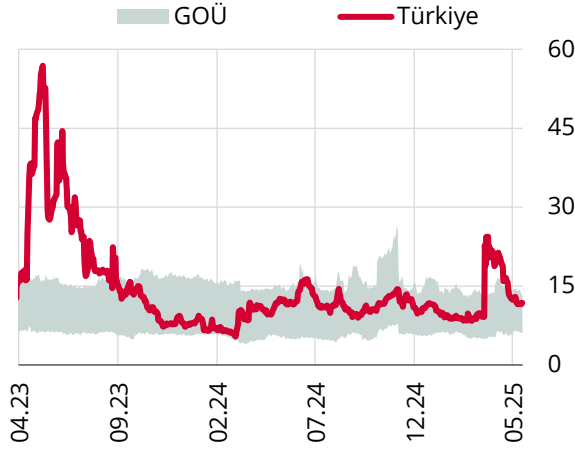


Kaynak: IIF, TCMB.

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

Yurt içi ve yurt dışı gelişmeler sonucunda Türk lirasının ima edilen oynaklığı yükselmiştir. Mart ayında bozulan risk algısına bağlı olarak artış kaydeden kur oynaklıkları, atılan politika adımları sonrası gerilemiştir. Bu doğrultuda, Türk lirasının ima edilen oynaklığı 1 ay vadede yüzde 11,8 düzeyine, 12 ay vadede ise yüzde 22,6 seviyesine yükselmiştir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). Küresel risk iştahındaki zayıf ve dalgalı seyir Türk lirası oynaklığındaki gerilemeyi sınırlarken 12 ay vadeli oynaklıkta gözlenen katılık uzun vadeye ilişkin risk algısının son bir ayda azalmakla birlikte devam ettiğine işaret etmektedir.

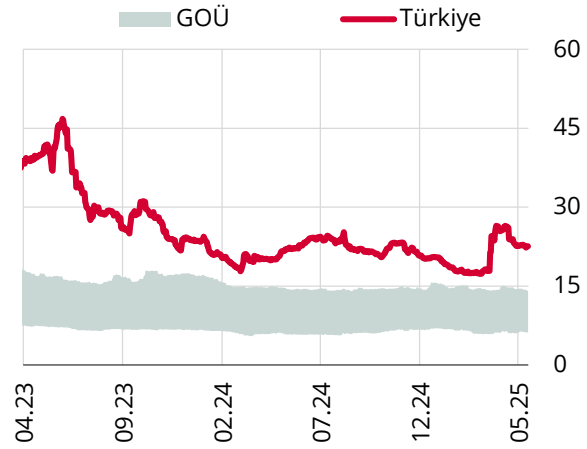
Grafik 2.2.3: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı* (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

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

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

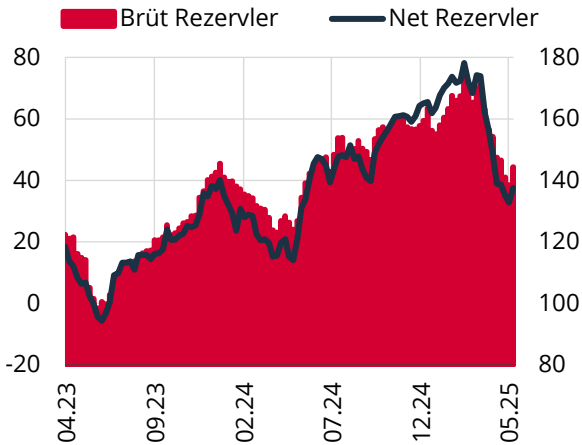


Kaynak: Bloomberg.

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

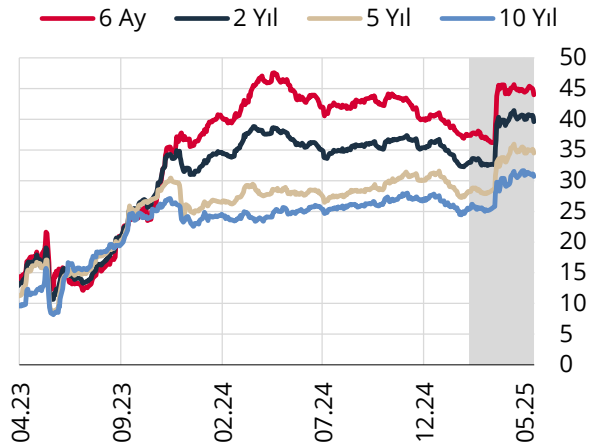
TCMB rezervleri yurt dışı yerleşiklerin portföy çıkışları öncülüğünde gerilemiştir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde, TCMB brüt uluslararası rezervleri, büyük oranda yurt dışı yerleşiklerin portföy ve swap çıkışları kaynaklı olarak 23,2 milyar ABD doları azalarak 144,3 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.5). TCMB döviz rezervleri, TL varlıklara yönelik risk algısının yurt içi ve küresel gelişmelere bağlı olarak bozulması sonucunda ortaya çıkan oynaklıkların fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamıştır. Ayrıca bu dönemde, döviz piyasasının sağlıklı çalışması, döviz kurlarında gözlenebilecek oynaklıkların engellenmesi ve döviz likiditesinin dengelenmesi amacıyla TCMB tarafı TL uzlaşmalı vadeli döviz işlemleri de (NDF) devreye alınmıştır. Sterilizasyon araçlarının çeşitlendirilmesi kapsamında kullanılan satım yönlü döviz ve altın swap işlemlerinin bakiyesi ise aynı dönemde 0,1 milyar ABD doları seviyesine gerilemiştir. Diğer yandan, Hazine ve Maliye Bakanlığının kararına istinaden, İhracat Genelgesi'nde yapılan değişiklikle, ihracat bedellerinin TCMB'ye asgari satış oranının 31 Temmuz 2025 tarihine kadar yüzde 35 olarak uygulanması kararlaştırılmıştır. Firmaların ihracat bedeli dövizlerinin TL'ye dönüşümünün desteklenmesi uygulaması kapsamında sağlanan döviz dönüşüm desteği oranı ise 31 Temmuz 2025 tarihine kadar yüzde 3'e yükseltilmiştir. Bu kanalın önümüzdeki dönemde net döviz rezervlerini güçlendireceği öngörülmektedir. Son 3 haftada 3,3 milyar ABD doları yükselen TCMB rezervlerinin, dezenflasyon odaklı sıkı parasal duruş ve yaz aylarında cari dengenin olumlu seyretmesinin etkisiyle yeniden artış eğilimine geçmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, küresel risk algısındaki zayıf seyrin artış eğilimini bir miktar yavaşlatabilecektir.

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)

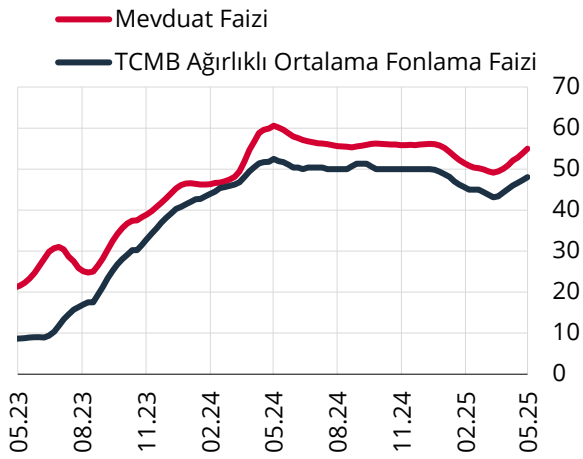


Kaynak: Bloomberg.

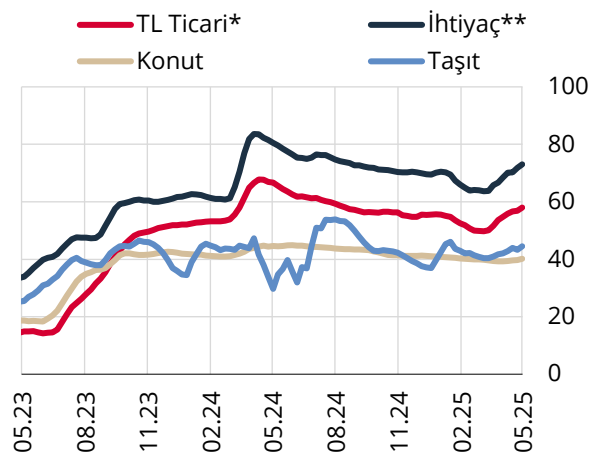
DİBS getirileri tüm vadelerde yükselmiştir. DİBS getirileri mart ortasına kadar kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere gerileme kaydetmekte iken TL varlıklara yönelik risk algısındaki bozulmayla birlikte tüm vadelerde artmıştır (Grafik 2.2.6). Yurt içi ve küresel gelişmelere bağlı olarak TL varlıklara yönelik risk algısının iyileşmesiyle birlikte DİBS getirilerinin normalleşerek enflasyon ve para politikası görünümü ile daha uyumlu hale gelmesi beklenmektedir.

Politika faizindeki artış ve sıkı parasal duruşu destekleyici tedbirler neticesinde finansal koşullar sıkılaştırmıştır. Faiz indirimlerinin başladığı 2024 yılı aralık ayından finansal piyasalarda oynaklığın gözlenmeye başladığı mart ayının ortasına kadar geçen sürede, aktarım mekanizması ile uyumlu olarak mevduat faiz oranlarındaki gerileme belirgin olmuştur (Grafik 2.2.7). Bununla birlikte, finansal piyasalardaki gelişmeler neticesinde TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu desteklemek amacıyla proaktif ve piyasa işleyişi içinde attığı adımların etkisiyle, mevduat faiz oranları artarak 9 Mayıs itibarıyla yüzde 56,5 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.8). Ayrıca, sıkı parasal duruş ile uyumlu olarak kredi faiz oranları belirgin olarak artmış ve 9 Mayıs itibarıyla TL ticari kredi faiz oranları yüzde 59,3, ihtiyaç kredisi faiz oranları ise yüzde 74,6 olarak gerçekleşmiştir. Yatay seyreden konut kredisi faiz oranları söz konusu haftada yüzde 41,7 olarak gerçekleşirken kampanyalara bağlı olarak dalgalı seyreden taşıt kredisi faiz oranları ise yüzde 48 olmuştur.

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



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



Bankaların mevduat kompozisyonunda kur korumalı mevduat payı azalmaya devam etmektedir. Kur Korumalı Mevduat (KKM) hesaplarından çıkış stratejisi kapsamında 15 Şubat 2025 itibarıyla tüzel kişilerin tüm KKM hesaplarında (YUVAM hesapları dâhil) hesap açma ve yenileme işlemleri sonlandırılmış ve tüzel kişi KKM hesapları, 14 Mart 2025 tarihinden itibaren¹ geçerli olmak üzere KKM'nin TL'ye geçişine ve yenilenmesine ilişkin hedeflerden çıkarılmıştır. Söz konusu kararlar ve uygulanan sıkı para politikası neticesinde, KKM bakiyesi azalmaya devam etmiş ve 9 Mayıs itibarıyla 626 Milyar TL'ye gerilemiştir. Diğer taraftan, mevduat kompozisyonunda KKM hariç TL hesapların payı şubat ayı sonunda yüzde 60 seviyesine ulaşmış, ancak mart ayının ikinci yarısında gözlenen finansal oynaklıkların YP mevduat hesaplara yönelime sebebiyet vermesi neticesinde TL payı bir miktar gerilemiştir (Grafik 2.2.9 ve Grafik 2.2.10). Bununla birlikte, finansal varlık fiyatlarındaki oynaklığın etkilerinin sınırlandırılmasına ve finansal piyasaların etkin işleyişinin sürdürülmesine yönelik olarak bir dizi makroihtiyati politika adımı atılmıştır. 11 Nisan 2025 hesaplama döneminden itibaren geçerli olmak üzere, TL payı hesabında yabancı para cinsinden tutarların TL karşılığının hesaplanmasında kullanılan hesaplama dönemi ortalama döviz kuru/fiyatı yerine önceki hesaplama tarihindeki döviz kurunun/fiyatının kullanılmasına karar verilmiştir.² Ayrıca, TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların bloke tesis oranı; bilanço aktif büyüklüğü 500 milyar TL ve üzerinde olan kuruluşlar için yüzde 30'dan yüzde 40'a, bilanço aktif büyüklüğü 100 milyar TL ve üzerinde

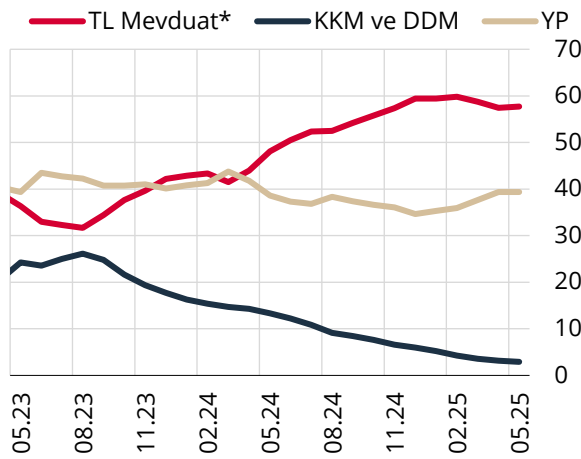
¹ 15 Şubat 2025 tarihinden itibaren vadesi gelen hesapları da kapsayacak şekilde.

² Bununla birlikte, yeni hesaplama yöntemi çerçevesinde 14/3/2025 tarihi itibarıyla hesaplanan gerçek kişi TL payı seviyesinin 11/4/2025 hesaplama tarihi itibarıyla korunması halinde hedefe ulaşılmış sayılacağı, söz konusu TL payının yüzde 60 ve üzerinde olması durumunda ise, yüzde 60 ve üzerinde kalınmasının yeterli olacağı belirtilmiştir. 11 Nisan 2025 hesaplama döneminde TL'ye geçiş oranı hedefinin uygulanmaması kararlaştırılmıştır. 9 Mayıs 2025 ve 5 Haziran 2025 hesaplama döneminde TL'ye geçiş oranı hedefinin uygulanmamasına karar verilmiştir.

olan kuruluşlar için ise yüzde 20'den yüzde 30'a yükseltilmiştir. 28 Nisan 2025 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere, Merkez Bankası'na kur/fiyat koruma desteği sağlanan hesaplar ile TL mevduat hesapları/katılım fonları için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılık tutarına ödenecek faiz/telafi tutarı hesaplamasında kullanılan politika faiz oranı, Merkez Bankası ağırlıklı fonlama maliyeti ile değiştirilmiştir.

Söz konusu adımlara ilaveten, Türk lirasına geçişi desteklemek amacıyla makroihtiyati çerçevede bazı değişiklikler yapılmıştır. 25 Nisan 2025 hesaplama tarihinden itibaren uygulanmak üzere, yabancı para mevduat/katılım fonu ile kıymetli maden depo hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranları 200 baz puan artırılmıştır. Ayrıca, bankaların zorunlu karşılığa tabi diğer yükümlülükleri altında izlenen, yurt içi yerleşiklerle yaptığı yabancı para türünden 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli repo işlemlerinden sağlanan fonlara uygulanan zorunlu karşılık oranı 400 baz puan artırılmıştır. Bununla birlikte, repo işlemlerinden sağlanan zorunlu karşılığa tabi fonların hesaplamasında değişiklik yapılmış olup, iki hesaplama tarihi arasındaki 14 güne ilişkin bakiyelerin basit aritmetik ortalamasının alınmasına yönelik uygulama kaldırılmıştır. 5 Mayıs 2025 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere zorunlu karşılıklara faiz veya telafi ödemesi uygulamasında değişikliğe gidilerek, tüzel kişi TL mevduat payı yüzde 60'ın altında olan bankalara, ilgili pay için aylık 0,3 puan artış hedefi getirilmiş ve TL mevduat için tesis edilen zorunlu karşılıklara TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin yüzde 84'ü yerine yüzde 86'sı oranında faiz veya telafi ödemesi yapılmasına karar verilmiştir.

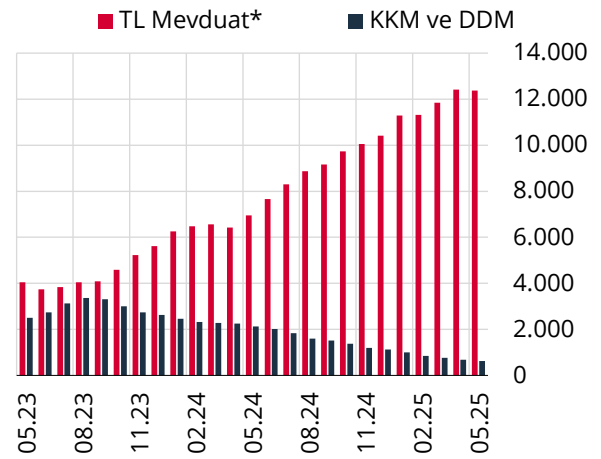
Grafik 2.2.9: Mevduat Kompozisyonu (% Pay)



Kaynak: TCMB.

* TL mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

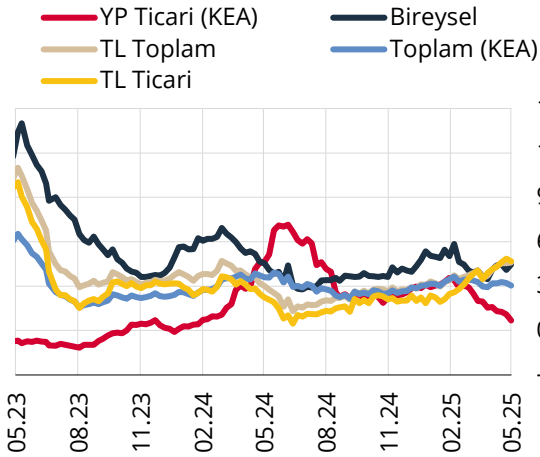
Grafik 2.2.10: TL Mevduat Kompozisyonu (Milyar TL)



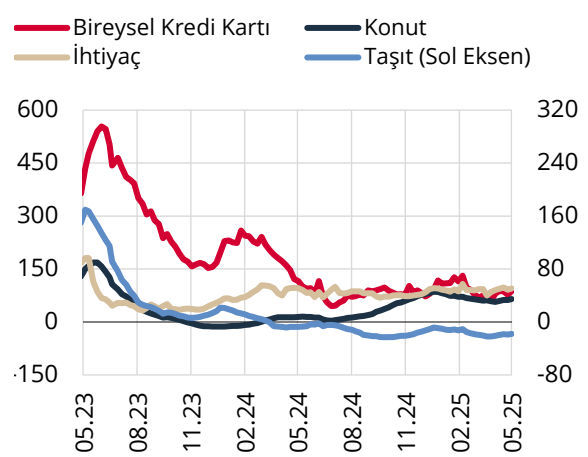
Kaynak: TCMB.

* TL mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

Kredi kısıtları ve finansal varlık fiyatlarında gözlenen oynaklık neticesinde YP kredi büyümesi yavaşlarken TL krediler hız kazanmış, kur etkisinden arındırılmış toplam kredi büyümesi ise yatay seyretmiştir. Rapor döneminde hızlanma eğilimine giren YP kredilere yönelik bir dizi önlem alınmıştır. Bu çerçevede, sıkı parasal duruşun ve parasal aktarım mekanizmasının desteklenmesi amacıyla YP krediler için aylık yüzde 1 olan büyüme sınırı 1 Mart 2025 tarihinden itibaren yüzde 0,5'e düşürülürken YP kredi büyüme sınırından istisna tutulan kredilerin kapsamı daraltılmıştır. Söz konusu büyüme kısıtının sıkılaştırılması neticesinde YP ticari kredi büyümesi yavaşlamış, finansal piyasalardaki oynaklıkların oluşturduğu belirsizlik nedeniyle de YP kredi büyümesindeki gerileme hızlanmıştır. Diğer taraftan, YP ticari kredilerdeki yavaşlama, faiz oranlarındaki yükselişe rağmen, TL ticari kredi talebinin artmasında etkili olmuştur. 9 Mayıs itibarıyla kur etkisinden arındırılmış 13 haftalık yıllıklandırılmış YP ticari kredi büyümesi yüzde 7'ye gerilerken TL ticari kredi büyümesi yüzde 46,8'e yükselmiştir (Grafik 2.2.11). Bireysel kredi büyümesinin ılımlı olmasının da desteğiyle, kur etkisinden arındırılmış toplam kredi büyümesi yatay seyrederek, söz konusu haftada yüzde 30,3 olmuştur.

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

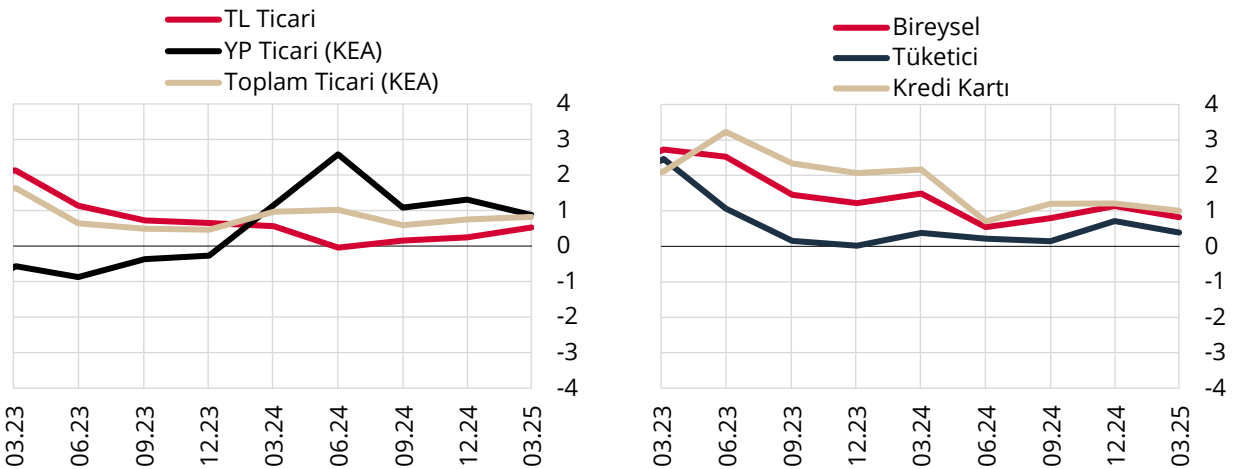
Kaynak: TCMB.

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

Kaynak: TCMB.

Bireysel kredi büyümesi kredili mevduat hesabı (KMH) ve Bireysel kredi kartı (BKK) kullanımı kaynaklı olarak son dönemde bir miktar hızlanmıştır. Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre gerileyen bireysel kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı, son haftalarda KMH ve BKK büyümesi kaynaklı olarak artarak 9 Mayıs itibarıyla yüzde 44,6 olarak gerçekleşmiştir. KMH dahil ihtiyaç kredilerinin ve bireysel kredi kartlarının 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranları sırasıyla yüzde 50,6 ve yüzde 46,6 olmuştur. KMH'nin ihtiyaç kredilerindeki payı mevcut Enflasyon Raporu dönemindeki seviyesi olan yüzde 31,2'den yüzde 33,4'e yükselmiştir. Söz konusu gelişmeler neticesinde, kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık uygulamasında tüketicilere kullandırılan ihtiyaç kredilerinde istisna tutulan KMH kredilerinden üçten fazla taksitli olanlar (eğitim ve öğrenim ücretlerine ilişkin harcamalar hariç) 28 Mart 2025 tarihinde alınan kararla kredi büyümesi sınırlarına dahil edilmiştir. Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı bir azalış kaydeden konut kredisi büyümesi, yatay seyreden faiz oranlarıyla uyumlu olarak, 9 Mayıs itibarıyla yüzde 35,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Taşit kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi ise mevcut Enflasyon Raporu döneminde de negatif bölgede kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.2.12).

Reel kredi kullanımı uzun dönem ortalamalarının üzerindedir. Kur etkisinden arındırılmış reel standardize toplam ticari (KEA) kredi değişimleri mevcut Enflasyon Raporu döneminden bu yana yatay seyretmiştir. Söz konusu gelişmede, kredi büyüme kısıtlarının sıkılaştırılmasının etkisi ile yavaşlayan YP ticari kredilerin, TL ticari kredilerle telafi edilmesi etkili olmuştur. Bireysel kredilerin standardize reel değişimleri ise tüketici kredilerinde daha belirgin olmak üzere, mevcut Enflasyon Raporu döneminde uzun dönem ortalamalarına yakınsamıştır (Grafik 2.2.13).

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

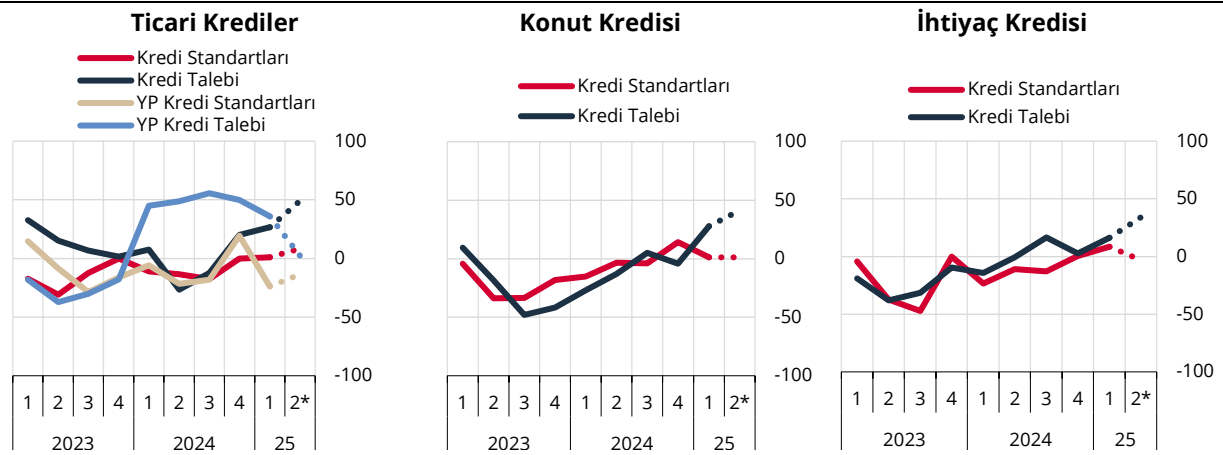
Kaynak: TCMB.

* 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, bankaların beklentisi 2025 yılının ikinci çeyreğinde TL kredi talebinin canlı kalmaya devam edeceği, kredi standartlarının ise ticari kredilerde gevşeyeceği yönündedir. 2025 yılının birinci çeyreğinde, genel olarak işletme kredilerine yönelik talebin güçlendiği, bankaların kredilere uyguladıkları standartları ise bir miktar gevşettiği görülmektedir. YP ticari kredilerde ise ilk çeyrekte kredi talebinin güçlü olduğu, kredi büyüme kısıtlarındaki sıkılaştırmanın etkisiyle bankaların YP kredi standartlarını sıkılaştırdığı görülmektedir. İkinci çeyrekte bankaların beklentisi, ticari kredilerde talebin canlılığının korunacağı ve standartlarda gevşemeye gidileceği yönündedir. Bununla birlikte ikinci çeyrekte bankalar YP kredi talebinin sınırlı ölçüde devam edeceğini, YP kredi standartlarında sıkılaştırmanın devam edeceğini beklemektedir (Grafik 2.2.14).

2025 yılının ilk çeyreğinde konut kredilerine uygulanan standartlardaki gevşemenin sınırlı olarak devam ettiği, konut kredi talebinin ise güçlü olduğu görülmektedir. Benzer şekilde, ihtiyaç kredilerinde, yılın ilk çeyreğinde uygulanan standartlarda gevşemenin devam ettiği, kredi talebinin ise canlı olduğu görülmektedir. 2025 yılının ikinci çeyreği için bankaların beklentisi, konut kredilerine uygulanan standartlardaki gevşemenin zayıf şekilde devam edeceği, diğer bireysel kredi türlerine uygulanan standartlarda ise bir miktar sıkılaştırma başlayacağı yönündedir. İkinci çeyrekte kredi talebinin ise her iki kredi türünde de canlı olacağı beklenmektedir (Grafik 2.2.14).

Grafik 2.2.14: Kredi Standartları ve Kredi Talebi



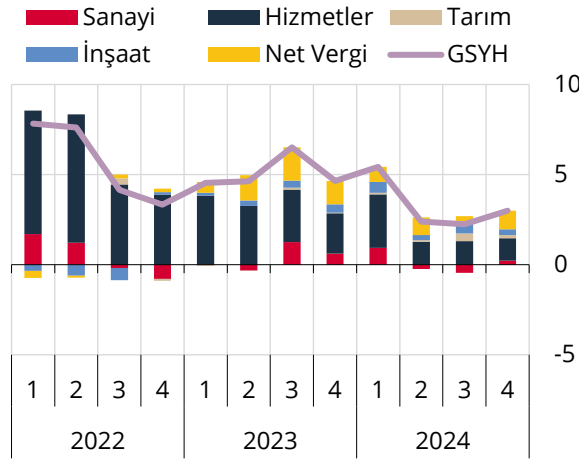
Kaynak: BKEA, TCMB.

* 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.

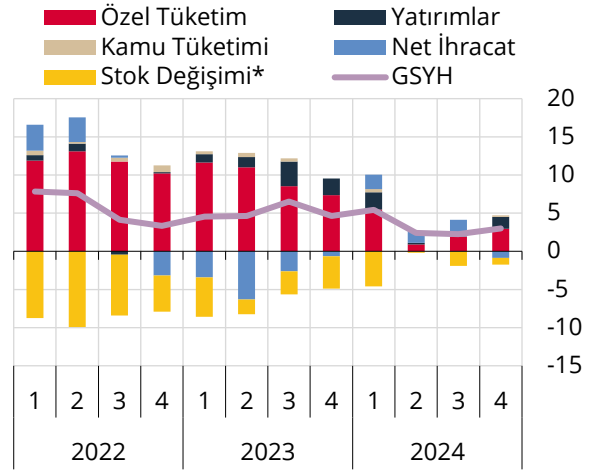
2.3 İktisadi Faaliyet

Arz ve Talep Gelişmeleri

2024 yılının dördüncü çeyreğinde iktisadi faaliyette toparlanma gözlenmiştir. Dördüncü çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), yıllık bazda yüzde 3, çeyreklik bazda ise yüzde 1,7 oranında artmıştır. Bu dönemde, yıllık büyümenin üretim yönünden temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam etmiştir. Sanayi katma değeri 2024 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde yıllık bazda geriledikten sonra dördüncü çeyrekte artış göstermiştir. Böylece, üretim yönünden bütün sektörlerin yıllık büyümeye pozitif katkı verdiği görülmüştür (Grafik 2.3.1). Çeyreklik artışa ise en yüksek katkılar imalat sanayi ve hizmet sektörlerinden gelmiştir. Harcama yönünden bakıldığında, nihai yurt içi talebin dördüncü çeyrekte yıllık büyümeye katkısında artış izlenmiştir. Stok değişimi yıllık büyümeye negatif katkı vermiş, yurt içi talebin yıllık büyümeye katkısı artış kaydetmiştir. Bu dönemde hem özel tüketim hem de kamu tüketiminin katkısı yükselirken özel tüketimdeki artış, yılın son çeyreğinde kampanyalar ve yaklaşan ücret güncellemeleri kaynaklı öne çekilen talebin de etkisiyle daha belirgin olmuştur. Net ihracatın yıllık büyümeye katkısı negatif gerçekleşirken makine-teçhizat yatırımlarındaki toparlanma ile birlikte yatırımlar büyümeye pozitif katkı sunmuştur (Grafik 2.3.2). Çeyreklik bazda ise net ihracatın katkısı negatif olurken özel tüketimdeki kuvvetli artışla birlikte yurt içi talebin çeyreklik büyümeye katkısı belirgin artmıştır. 2024 yıl geneli büyümesine üretim yönünden en yüksek katkı hizmetlerden gelmiştir. Bunun önemli bir kısmı ticaret, ulaştırma, depolama, konaklama ve yiyecek hizmetleri sektörleri kaynaklıdır. Yıllık büyümeye tüm sektörlerin katkısı pozitif olmakla birlikte sanayi ve tarım sektörlerinin katkısı daha az gerçekleşmiştir. Yıl geneli büyümeye katkı harcama tarafından değerlendirildiğinde ise özel tüketimdeki ivme kaybı ile birlikte yurt içi talebin büyümeye katkısında bir önceki yıla kıyasla belirgin gerileme görülmüştür. Net ihracatın katkısı ise artarak pozitif gerçekleşmiştir. Bu çerçevede 2024 yılı genelinde, yurt içi talebin ve net ihracatın büyümeye katkıları bir önceki yıla göre daha dengeli gerçekleşmiştir.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

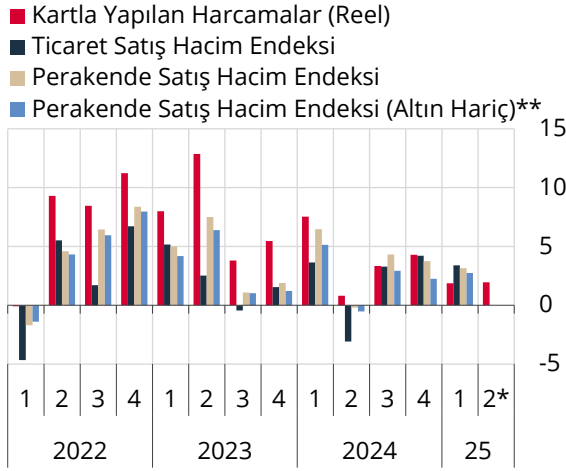
Grafik 2.3.2: GSYH Yıllık Büyümesine Harcama Yönünden Katkılar (% Puan)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiki sapmayı içermektedir.

Öncü veriler, yurt içi talebin ilk çeyrekte ivme kaybetmekle birlikte öngörülenin üzerinde seyrettiğini ve enflasyonu düşürücü etkisinin azaldığını ima etmektedir. Perakende satış hacim endeksi, ilk çeyrekte yüzde 3,2 ile önceki çeyreğe kıyasla daha düşük bir oranda artmıştır (Grafik 2.3.3). TÜİK tarafından mayıs ayı itibarıyla yayımlanmaya başlanan saat ve mücevher hariç perakende satış hacminin artışı ise ilk çeyrekte yüzde 2,7 oranı ile daha ılımlıdır. Aynı dönemde, perakende satış hacmine ek olarak, motorlu taşıtların ticareti ile toptan ticaret hacminin artış oranlarındaki gerileme, toplam ticaret satışlarında çeyreklik bazda ivme kaybına neden olmuştur. Hanehalkı nihai tüketiminin hizmet harcamaları bileşeni ile oldukça benzer hareket eden hizmet üretim endeksi ise ivme kazanmış ve çeyreklik bazda yüzde 2,6 oranında artmıştır (Grafik 2.3.5). Yılın ilk çeyreğinde beyaz eşya satışları gerilerken otomobil satışlarındaki artış yavaşlamakla birlikte devam etmiştir (Grafik 2.3.4). Aynı dönemde, imalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, iç piyasa siparişlerinin bir önceki çeyrekteki yükselişinin altında sınırlı bir oranda arttığına işaret etmektedir. Nisan ayına ilişkin anket verileri, imalat sanayi firmalarının iç piyasa siparişlerinde azalış ima etmektedir. Kartla yapılan harcamalar ocak ayında geriledikten sonra şubat ayında sınırlı bir artış sergilemiş, mart ayında ise özellikle ayın ikinci yarısında bayram öncesi mevsimsel artan talep kaynaklı olarak yükselmiştir. Tüm bu görünümün neticesi olarak, kart harcamalarının artışı çeyreklik bazda gerilemiştir. Nisan ayı itibarıyla kartla yapılan harcama verileri aylık bazda yatay bir görünüm ile çeyreklik bazda ılımlı artış ima etmektedir. Firma görüşmelerinden edinilen tüketim harcamalarına ilişkin bulgular yılın ilk çeyreğinde iç talepte ivme kaybına işaret etmiştir (Kutu 2.1). Yılın kalanında, finansal koşullardaki sıkılaştırmanın ve küresel gelişmelerin talep üzerindeki sınırlayıcı etkisinin daha belirgin olacağı değerlendirilmektedir.

Grafik 2.3.3: Tüketim Göstergeleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)

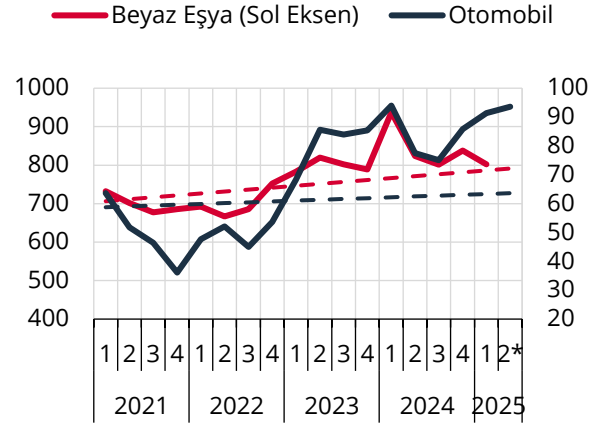


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Kartla yapılan harcamalar nisan itibarıyla. TÜFE ile reelleştirilmiştir.

** Altın hariç perakende satış hacim endeksi, TÜİK tarafından saat ve mücevher kalemi hariç olarak açıklanan perakende satış hacmini göstermektedir.

Grafik 2.3.4: Beyaz Eşya ve Otomobil Satışları (Bin Adet, Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış)

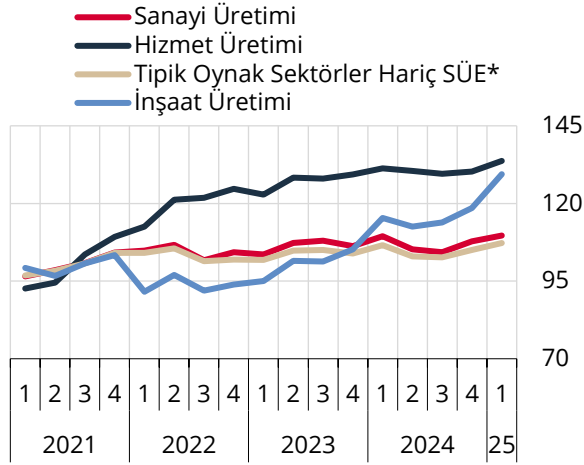


Kaynak: ODMD, TCMB, TURKBESD.

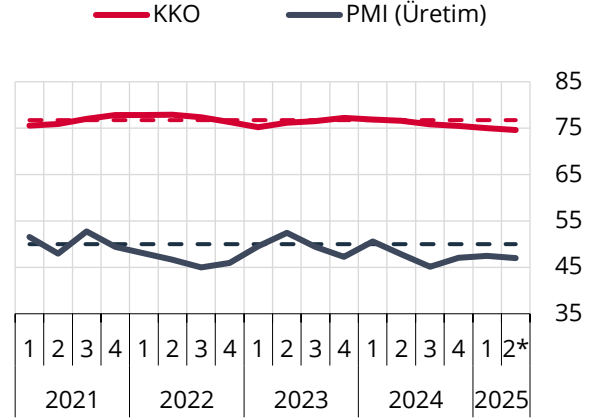
* Otomobil satışları nisan itibarıyla. Kesikli çizgiler 2010-2018 dönemi eğilimini göstermektedir.

Üretim göstergeleri ilk çeyrekte genel olarak artış sergilemiştir. Bir önceki yılın ikinci ve üçüncü çeyreklerinde art arda negatif büyüme kaydeden sanayi üretimi, yılın son çeyreğinde yeniden artmıştır. Ocak ve şubat aylarında aylık bazda gerileme kaydettikten sonra mart ayında yeniden artışa geçen sanayi üretimi, yılın ilk çeyreğinde yüzde 1,8 oranında yükselerek toparlanmasını sürdürmüştür (Grafik 2.3.5). Hizmet üretimi de 2024 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerindeki gerilemenin ardından aynı yılın son çeyreğinde yüzde 0,6 oranında sınırlı bir artış kaydetmiştir. 2025 yılı ilk çeyreğinde ise hizmet üretimi çeyreklik bazda yüzde 2,6 oranında artarak ivmelenmiştir. Mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler ile bilgi ve iletişim gibi hanehalkı talebi ile nispeten daha zayıf ilişkili olduğu değerlendirilen sektörler öncülüğünde ocak ayında kuvvetli artış gösteren hizmet üretim endeksi, şubat ayında bir miktar gerilemiş, mart ayında ise yatay seyretmiştir. Söz konusu sektörler dışlandığında, ilk çeyrekteki artış daha ılımlıdır. Aynı dönemde, inşaat üretim endeksi, deprem kaynaklı inşaa faaliyetlerinin süren desteğiyle birlikte çeyreklik bazda yüzde 9,2 oranında kuvvetli bir artış kaydetmiştir. İYA ve PMI gibi anket bazlı göstergeler 2025 yılının ilk çeyreğinde sanayi üretiminin ana eğiliminde yatay bir görünüme işaret etmiştir. Bu dönemde, üretim ve siparişlere ilişkin anket göstergeleri bir önceki çeyreğe göre artış kaydetmiştir. Kapasite kullanım oranı ise çeyreklik bazda azalmaya devam ederek yüzde 75 seviyesinde gerçekleşmiştir. Nisan ayı itibarıyla kapasite kullanım oranı yüzde 74,6 seviyesindedir. Yakın dönemde yüksek oynaklık sergileyen petrol üretimi sektörü dışlandığında, imalat sanayinde kapasite kullanım oranının 2024 yılı ikinci yarısından bu yana görece yatay bir seyir izlediği görülmektedir. PMI üretim göstergesi, ilk çeyrekte halen eşik değerin altında olmakla birlikte çeyreklik bazda sınırlı artış kaydetmiştir. Nisan ayı itibarıyla ise çeyreklik olarak gerilemiştir (Grafik 2.3.6). Özetle, yılın ilk çeyreğinde üretim göstergeleri hem sanayi hem de hizmet tarafında bir önceki yılın son çeyreğinde üretimde görülen toparlanmanın sürdüğüne işaret etmektedir.

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

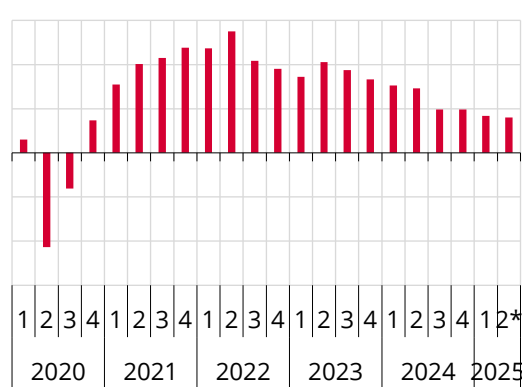


Grafik 2.3.6: Kapasite Kullanım Oranı ve PMI** (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)

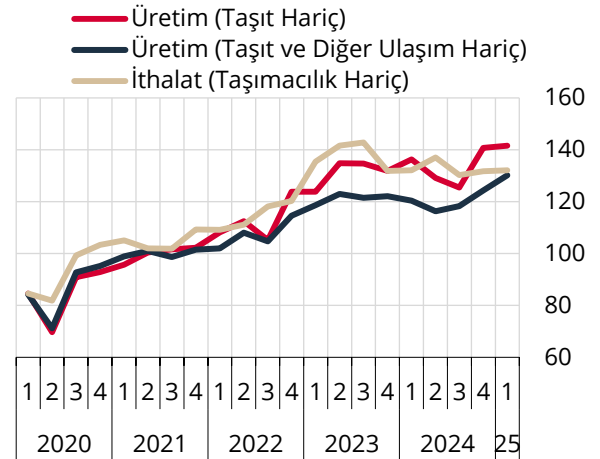


İmalat sanayi firmalarının yatırım beklentileri bir miktar gerileme kaydetmiştir. Firmaların yatırım eğilimi 2023 yılı ikinci yarısından itibaren gerilemektedir (Grafik 2.3.7). Benzer şekilde taşıt ve diğer ulaşım hariç sermaye malları üretiminde de 2023 yılı ikinci yarısından itibaren zayıf bir seyir görülmekte birlikte 2025 yılı ilk çeyreğinde bir miktar toparlanma izlenmiştir. Buna karşılık, taşımacılık araçları hariç sermaye malları ithalatı, bu dönemde çeyreklik bazda yatay seyretmiştir (Grafik 2.3.8). İktisadi Yönelim Anketi verileri, küresel düzeyde belirsizliğin yükseldiği nisan ayında yatırım beklentilerinde henüz belirgin bir değişime işaret etmemektedir.

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



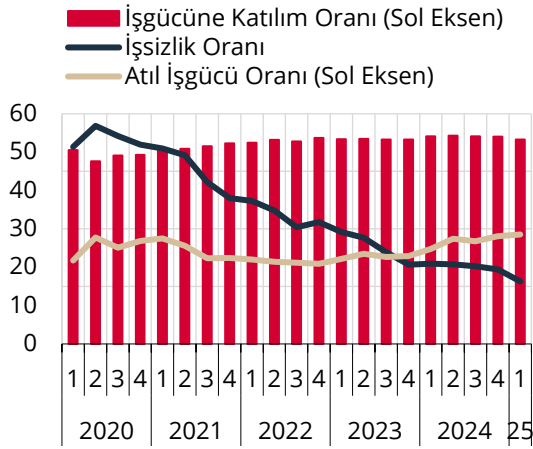
Grafik 2.3.8: Taşıt Hariç Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2021=100)



İşgücü Piyasası Gelişmeleri

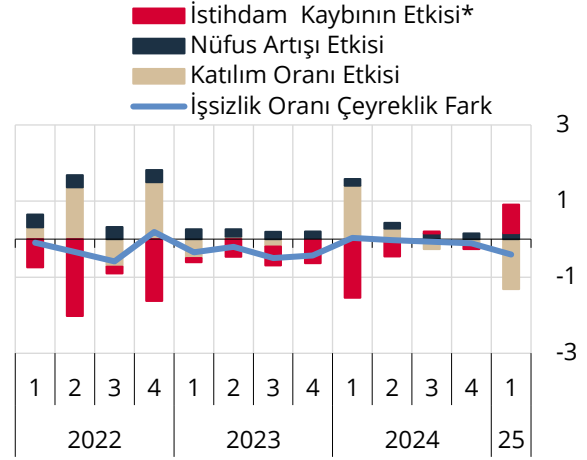
İstihdam yılın ilk çeyreğinde gerilerken işsizlik oranı düşüşünü sürdürmüştür. İlk çeyrekte mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam çeyreklik bazda yüzde 0,8 oranında (266 bin kişi) azalmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılım oranı ise 0,8 puan gerileyerek yüzde 53,3 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.9). İşsizlik oranı yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla 0,4 puan gerileyerek yüzde 8,2 olmuştur. Bu dönemde işsizlik oranı üzerinde, nüfus artışının 0,16 puan, istihdamdaki gerilemenin 0,74 puan yükseltici etkisi bulunurken katılım oranındaki düşüşün 1,31 puan düşürücü etkisi olmuştur (Grafik 2.3.10 ve Grafik 2.3.11). Öte yandan, işgücü piyasasının tamamlayıcı göstergelerinden olan atıl işgücü oranının çeyreklik olarak 0,4 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.

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

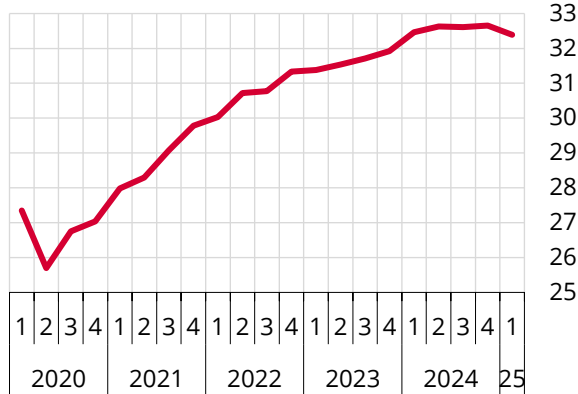


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

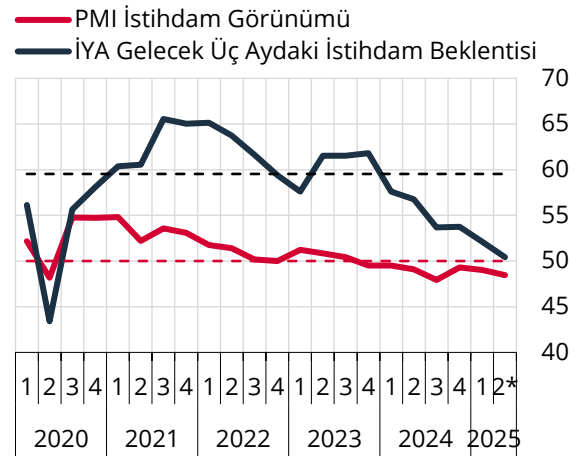
Anket göstergeleri, imalat sanayi firmalarının geleceğe yönelik istihdam beklentilerinde tarihsel ortalamasının altında seyreden bir görünüme işaret etmektedir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, ilk çeyrekte firmaların istihdam beklentilerinin önceki çeyreğe göre gerileyerek tarihsel ortalamasının altında seyretmeye devam ettiğini göstermektedir (Grafik 2.3.12). Nisan ayı verileri ise imalat sanayi firmalarının istihdam beklentilerinde azalışın sürdüğüne işaret etmiştir.

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



Kaynak: TÜİK.

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

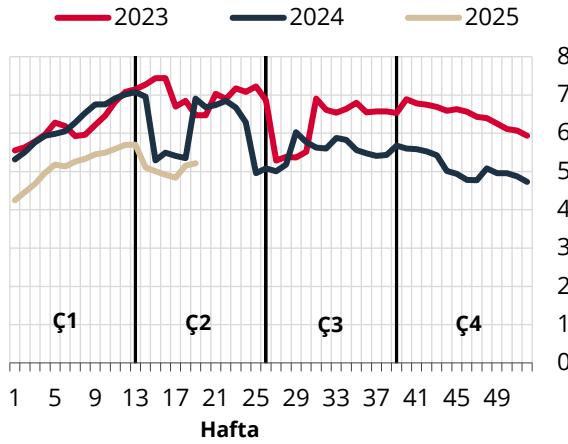


Kaynak: S&P Global, TCMB.

* Nisan ayı itibarıyla.

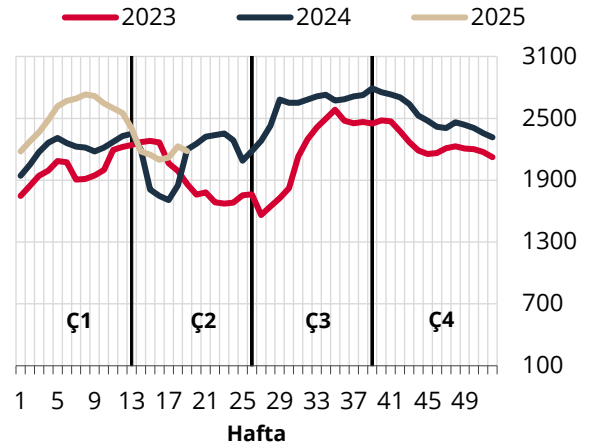
** İYA göstergesi PMI ile uyumlu olarak nötr seviyesi 50 olacak şekilde ayarlanmıştır. Kesikli çizgiler İYA için 2011-2019 ortalaması, PMI için 50 eşik değeridir.

Yüksek frekanslı veriler, işgücü talebinde önceki yıllara kıyasla daha zayıf bir görünüme karşın işgücü arzının gücünü büyük ölçüde koruduğunu ima etmektedir. Kariyer.net'ten alınan verilere göre, yeni iş ilanları ilk çeyrekteki artış eğiliminden sonra ikinci çeyrek başında bayram kaynaklı etkilerle de birlikte bir miktar gerilemiştir. Yeni iş ilanları mayıs ortası itibarıyla toparlanmakla beraber geçen yılki seviyesinin altındadır (Grafik 2.3.13). İlk çeyreğin ortasından itibaren düşüş eğilimine giren iş başvuruları ise bayram kaynaklı oynaklık sonrası önceki yıl seviyesine yakın seyretmektedir (Grafik 2.3.14).

Grafik 2.3.13: Kariyer.net - Yeni İş İlanı* (4 Haftalık Ortalama, Bin Adet)

Kaynak: Kariyer.net.

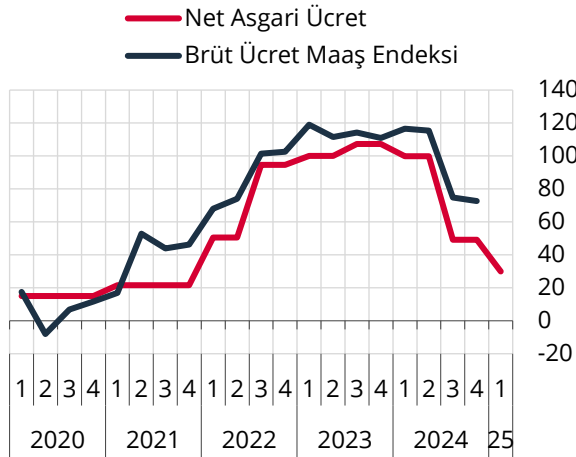
* Son gözlem 10 Mayıs itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

Grafik 2.3.14: Kariyer.net - Toplam İş Başvurusu* (4 Haftalık Ortalama, Milyon Adet)

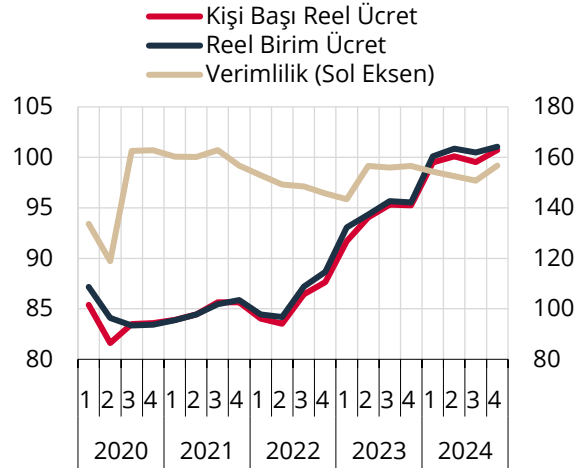
Kaynak: Kariyer.net.

* Son gözlem 10 Mayıs itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

Tarım dışı nominal ücretlerdeki yıllık artış oranı 2024 yılının dördüncü çeyreğinde yüzde 72,7 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.15). Dördüncü çeyrekte tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam) artmıştır. Kişi başı reel ücretlerin bu dönemde verimlilikteki artışa kıyasla daha yüksek bir artış kaydetmesiyle tarım dışı reel birim ücretler (kişi başı reel ücret/verimlilik) son çeyrekte yükselmiştir (Grafik 2.3.16). 2024 yılında reel birim ücretler, önceki yıllara kıyasla nispeten yatay seyretilmiştir. Bu çerçevede, reel birim ücretlerin, ilk çeyrekte artmakla birlikte yıl genelinde ılımlı seyretilmeye devam ederek dezenflasyon sürecine katkı vermesi beklenmektedir.

Grafik 2.3.15: Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret (Nominal, Yıllık % Değişim)

Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

Grafik 2.3.16: Tarım Dışı Kısmi Emek Verimliliği*, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret** (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2021=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam.

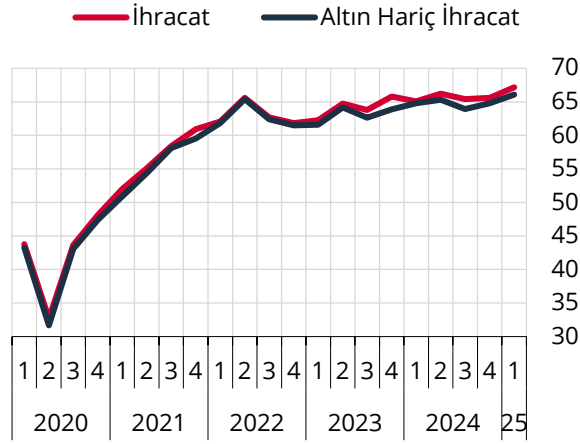
** Kişi başı reel ücret/verimlilik. Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

İhracat 2025 yılının ilk çeyreğinde artarken ithalat yatay seyretilmiştir. Yurt dışı talepteki ılımlı büyümenin katkısıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ve altın hariç ihracat 2025 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre artmıştır (Grafik 2.3.17). İşlenmemiş altın, petrol ve petrol ürünleri, tahıllar, tıbbi ilaçlar ve demir-çelik sektörleri ihracat büyümesine pozitif katkı yaparken motorlu kara taşıtları, diğer taşıt araçları ve giyim eşyası negatif katkı yapmıştır. Altın ithalatının azaldığı, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış altın ve enerji hariç ithalatın sınırlı gerilediği ilk çeyrekte, enerji ithalatının yükselmesiyle toplam ithalat bir önceki çeyreğe göre yatay bir patika izlemiştir (Grafik 2.3.18). Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış tüketim malı ithalatı azalırken yatırım ve ara malı ithalatı artmıştır. Mücevherat ürünleri dışlandığında tüketim malı ithalatındaki söz konusu düşüş artışa dönmekte ve en büyük katkı binek

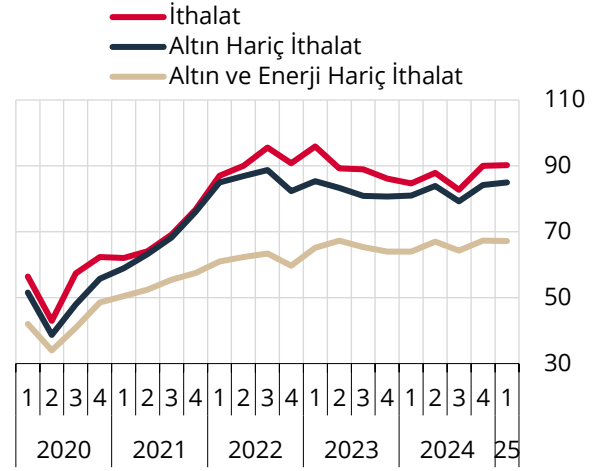
otomobillerden gelmektedir. Bu gelişmeler çerçevesinde, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret dengesi, enerji dengesindeki sınırlı bozulmaya karşın 2025 yılının ilk çeyreğinde iyileşmiştir. Diğer taraftan, geçici dış ticaret verileri nisan ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak hem ihracatta hem de ithalatta, ikincisinde daha yüksek olmak üzere, artışa ve böylelikle dış ticaret açığında genişlemeye işaret etmektedir. İthalat tarafında gözlenen artışta, bayram kaynaklı takvim etkilerinin yanı sıra gümrük vergileri kaynaklı belirsizliklere bağlı olarak talebin öne çekilmesinin de etkisi olmuş olabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 2.3.17: İhracat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

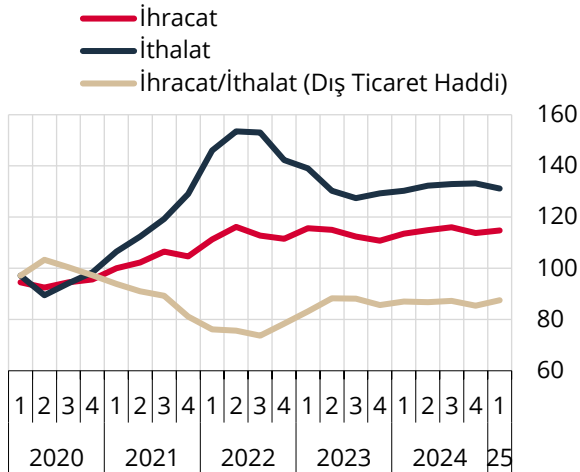
Grafik 2.3.18: İthalat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

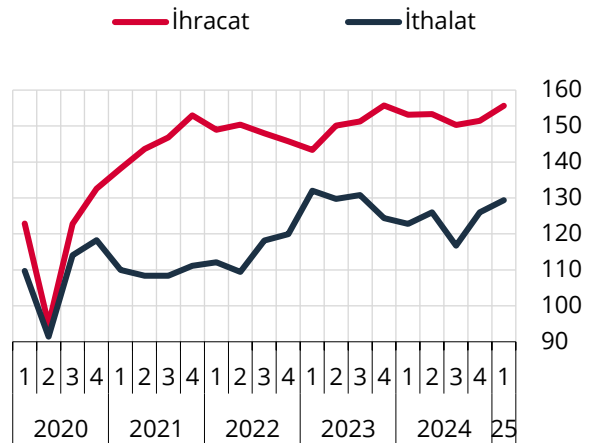
İhracat ve ithalat miktar endeksleri artmış, dış ticaret haddi iyileşmiştir. 2025 yılının ilk çeyreğinde ihracat fiyatları bir önceki çeyreğe göre artarken ithalat fiyatları azalmıştır. Böylece dış ticaret haddi yükselerek bir önceki çeyrekte gözlenen düşüşü telafi etmiştir (Grafik 2.3.19). Dış ticaret haddindeki bu iyileşme dış ticaret dengesine olumlu yansırken ithal ara ürünlerin fiyatlarının azalması da girdi maliyetleri üzerindeki baskıyı hafifletmiştir. Nisan ayında temelde tarifeler kaynaklı belirsizlikler küresel büyüme görünümünü olumsuz etkileyerek enerji fiyatlarında düşüslere neden olmuştur. Enerji fiyatlarının önümüzdeki aylarda da düşük seviyelerini koruması durumunda enerji ticaret dengesinde iyileşme beklenmektedir. İlk çeyreğe ilişkin dış ticaret miktar endeksleri, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak hem ihracatın hem ithalatın çeyreklik bazda arttığına işaret etmektedir (Grafik 2.3.20). İthalat miktarındaki artışı yatırım ve ara malları sürüklerken tüketim malları mücevherat ürünleri kaynaklı olarak negatif katkı yapmıştır (Grafik 2.3.21). Mücevherat hariç tüketim malı ithalat miktarı ilk çeyrekte artmıştır.

Grafik 2.3.19: Dış Ticaret Birim Değer Endeksleri (2015=100)



Kaynak: TÜİK.

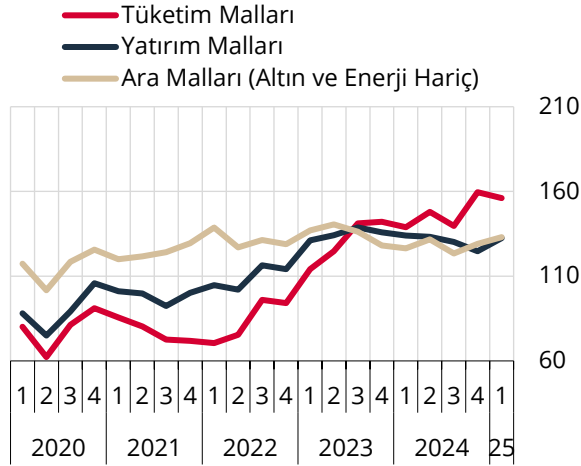
Grafik 2.3.20: Dış Ticaret Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

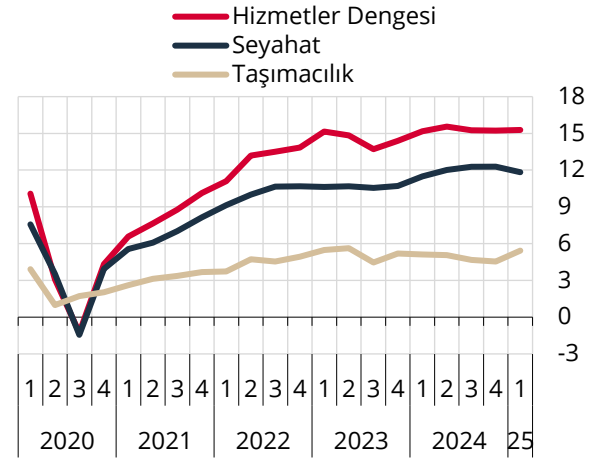
Hizmetler dengesi fazlası ilk çeyrekte yatay seyrederek yüksek seviyesini korumuştur. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış hizmetler dengesi fazlasının önemli bir değişiklik göstermediği ilk çeyrekte, taşımacılık gelir dengesi bir önceki çeyreğe göre artarken seyahat gelir dengesi azalmakla birlikte güçlü görünümünü korumuştur (Grafik 2.3.22). Aynı dönemde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ziyaretçi sayısı da düşmüştür. Diğer taraftan öncü veriler, nisan ayında toplam ziyaretçi sayısının artacağına ve net seyahat gelirine olumlu katkı sunacağına işaret etmektedir.

Grafik 2.3.21: Mal Grupları İtibarıyla İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



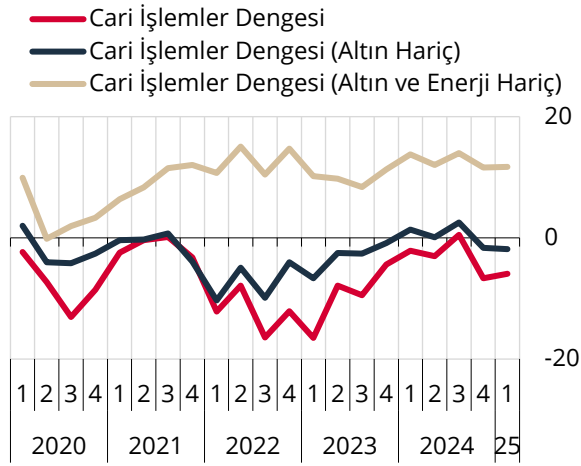
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

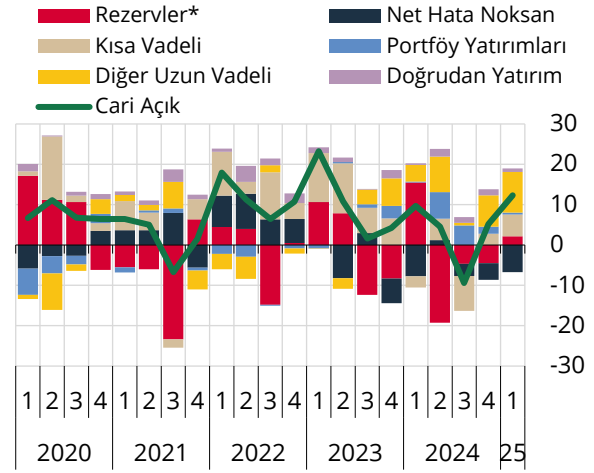


Kaynak: TCMB.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı ilk çeyrekte azalmıştır (Grafik 2.3.23). Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak, altın ve enerji hariç dış ticaret fazlasının bir miktar azaldığı ve enerji ticaret açığının bir miktar arttığı ilk çeyrekte altın ticaret açığının gerilemesiyle ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret dengesi iyileşmiştir. Birincil ve ikincil gelir dengeleri ilk çeyrekte bir önceki çeyreğe göre iyileşirken hizmetler dengesi fazlası yatay seyrederek yüksek seviyesini korumuştur. Tarifeler kaynaklı belirsizlikler son gelişmelerle azalmış olmakla birlikte küresel talebe ilişkin beklentiler üzerinde aşağı yönlü etkide bulunmaktadır. Bu durum, başta enerji olmak üzere emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskılar oluşturmaktadır. Enerji fiyatlarının gerilemesi veya düşük seviyelerini sürdürmesi, cari işlemler görünümüne olumlu yansıyacaktır. Son dönemde Euro-ABD doları paritesinin yükselmesi sınırlı olmakla birlikte dış ticaret dengesi ve dolayısıyla cari denge üzerinde olumlu etkide bulunmuştur. Paritedeki bu eğilimin sürmesinin önümüzdeki dönemde cari açık üzerinde azaltıcı etkisi olacaktır. Ayrıca son dönemde alınan kararlarla sıkılaştırılan finansal koşulların iç talebi yavaşlatması ve cari dengeye olumlu yansıması beklenmektedir. Altın fiyatına ilişkin beklentiler ve buna bağlı olarak altın talebinin seyri de cari işlemler dengesi açısından önem arz etmektedir. ABD tarafından uygulanan ve ülkeler arasında farklılık gösteren tarifeler ile buna karşılık diğer ülkelerin uyguladığı karşı tarifelerin gelişimi ile küresel ve Türkiye özelindeki etkilerinin cari işlemler dengesi açısından belirleyici olabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 2.3.23: Cari İşlemler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

Grafik 2.3.24: Cari Açığın Finansmanı (Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

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

İlk çeyrekte krediler, portföy ve doğrudan yatırım kanallarından net sermaye girişleri gerçekleşmiştir.

Cari açığın ve net hata noksan kaleminde artışların artmasıyla ilk çeyrekte finansman ihtiyacı bir önceki çeyreğe göre artmıştır. Bu dönemde, net sermaye girişleri ağırlıklı olarak bankaların net kredi kullanımları aracılığıyla sağlanmıştır. Yurt dışı yerleşikler hisse senedi piyasasından net satış yaparken borç senedi piyasasında mart ayındaki net satışlarına rağmen ilk çeyrek genelinde net alıcı konumunda kalmışlardır (Grafik 2.3.24). Genel hükümet, bankalar ve şirketlerin yurt dışındaki borç senedi ihraçlarıyla da sermaye girişleri gerçekleşmiştir. İlk çeyrekte gerçekleşen net sermaye girişleri finansman ihtiyacının gerisinde kalmış ve resmi rezervler azalmıştır. Nisan ayına ilişkin veriler, hisse senedi ve borç senedi piyasalarından çıkışların olduğuna ve resmi rezervlerin düştüğüne işaret etmektedir.

Kamu Maliyesi Gelişmeleri

2025 yılının ilk dört ayında merkezi yönetim bütçesi 885,5 milyar TL bütçe açığı ve 160,9 milyar TL faiz dışı açık kaydetmiştir. Bu dönemde Hazine, finansman ihtiyacının karşılanmasında iç borçlanmada net kullanıcı, dış borçlanmada ise net ödeyici konumunda olmuştur. 2025 yılı nisan ayında merkezi yönetim borç stokunun milli gelire oranının yüzde 22,3; iç ve dış borç stokunun milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 12,6 ve yüzde 9,6 olduğu tahmin edilmektedir.

2025 yılının ilk dört ayında, bir önceki yılın aynı dönemine göre, gelirler yüzde 50,7 oranında, harcamalar ise yüzde 45,3 oranında artış kaydetmiştir. Vergi gelirlerinin faiz dışı harcamaları karşılama oranı yüzde 79,7 olmuştur. Faiz dışı harcamalar içinde önemli bir paya sahip olan cari transferler ve personel giderlerinin ilk dört aydaki yıllık artış oranları sırasıyla yüzde 38,9 ve yüzde 36,8'dir. Görevlendirme giderleri kapsamında Elektrik Üretim A.Ş.'ye ve BOTAŞ'a aktarılan sırasıyla 66,7 milyar TL ve 45,0 milyar TL ile borç verme kapsamında Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.'ye aktarılan 20,0 milyar TL söz konusu dönemde kamu teşebbüslerine yapılan aktarımlar arasında öne çıkmaktadır. Son dönemde vergi gelirlerinin artışına en yüksek katkıyı veren kalem olan gelir vergisi 2025 yılı ocak-nisan döneminde yüzde 100,2 oranında yüksek bir yıllık artış kaydetmiştir. Bu olumlu performansta ücret gelişmelerinin yanı sıra mevduatta stopaj oranlarının artırılmasının da etkili olduğu değerlendirilmektedir. Kurumlar vergisi ve ithalde alınan KDV başta olmak üzere diğer vergi kalemlerinin vergi gelirlerinin artışına yaptığı katkı son aylarda azalmaktadır. Diğer yandan yılın ilk dört ayında kaydedilen 8,2 milyar TL tutarındaki yeniden yapılandırma geliri ile 12,3 milyar TL tutarındaki özelleştirme geliri bütçeye katkı sağlamıştır.

2025 yılı nisan ayı itibarıyla, yıllıklandırılmış bütçe açığı/GSYİH oranının yüzde 4,8 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. 2025 yıl sonu için OVP hedefi yüzde 3,1'dir. Yıllıklandırılmış faiz dışı harcama ve gelirlerin milli gelire oranlarının ise nisan ayı itibarıyla sırasıyla yüzde 21,7 ve yüzde 20,3 olduğu tahmin edilmektedir.

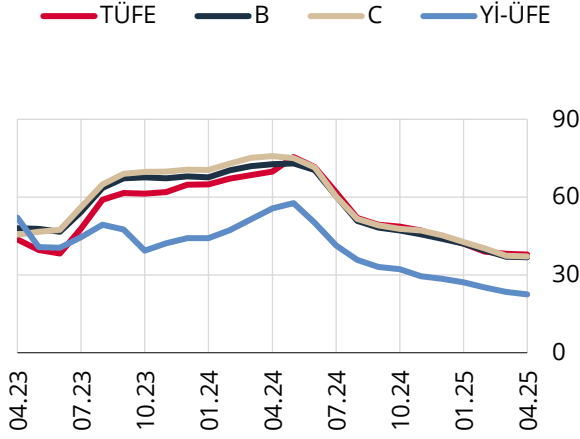
2025 yılı nisan ayında hazine nakit dengesi 183,5 milyar TL açık vermiştir. Nisan ayı itibarıyla yıllıklandırılmış nakit açığın milli gelire oranının yüzde 4,9 düzeyinde gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

2.4 Enflasyon

Tüketici enflasyonu nisan ayında yüzde 37,86'ya gerilemiş ve bir önceki Rapor'da sunulan tahmin

aralığının orta noktasının altında gerçekleşmiştir. 2024 yılı haziran ayında başlayan dezenflasyon süreci devam etmektedir (Grafik 2.4.1). Hizmet enflasyonu gerilemekle birlikte yüksek seyrini sürdürmekte, düşük seyreden mal enflasyonunun yakın dönem döviz kuru gelişmelerinden etkilendiği izlenmektedir. Diğer taraftan, başta petrol olmak üzere gerileyen emtia fiyatları enflasyondaki düşüşü desteklemektedir. Finansal koşullardaki sıkılaşma ve küresel gelişmelerin etkisiyle talep koşullarının yılın kalan döneminde daha destekleyici olacağı öngörülmektedir. Ocak ayında güçlenen aylık üretici enflasyonu takip eden iki ayda yeniden zayıfladıktan sonra nisan ayında bir miktar güçlenmiştir. Yıllık üretici enflasyonu ise tüketici yıllık enflasyonunun altındaki seyrini sürdürmüş ve nisan ayı itibarıyla yüzde 22,50 olarak gerçekleşmiştir. Yıllık enflasyon C'de bir miktar daha belirgin olmak üzere B ve C göstergelerinde gerileme kaydetmiştir (Grafik 2.4.1). Yılın ilk dört ayındaki gelişmeler alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık tüketici enflasyonundaki düşüşe en önemli katkı temel mal grubundan gelirken bunu hizmet ve gıda grupları takip etmiştir. Hizmet grubunun katkısındaki yavaşlamayı ise büyük ölçüde kira dışında kalan kalemler sürüklemiştir (Grafik 2.4.2).

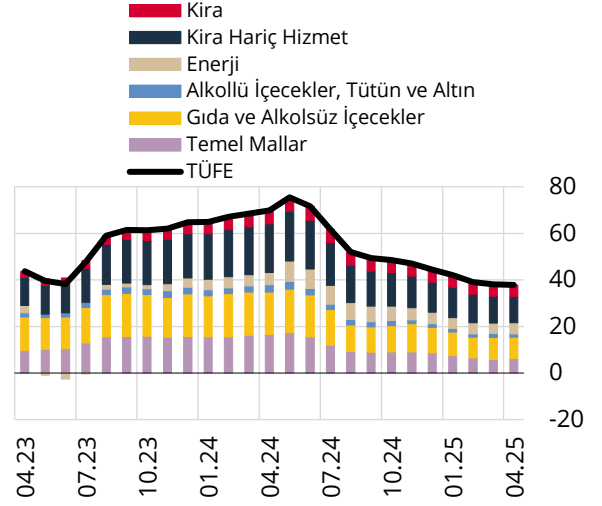
Grafik 2.4.1: TÜFE, Yİ-ÜFE, B Endeksi ve C Endeksi* (Yıllık % Değişim)



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)

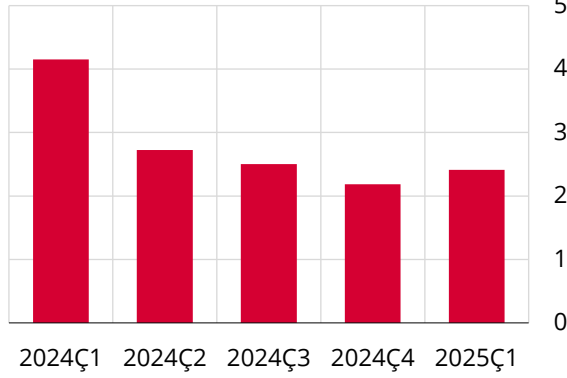


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Enflasyonun ana eğilimi ocak ayında artış, şubat ve mart aylarında önemli bir yavaşlama, nisan ayında ise kısmi bir yükseliş göstermiştir. Ana eğilime ilişkin olarak takip edilen göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik ortalaması 2024 yılı son çeyreğindeki yüzde 2,2 seviyesinden ilk çeyrekte yüzde 2,4'e yükselmiştir (Grafik 2.4.3). Gelecekteki enflasyonu öngörme performansı daha yüksek olan dağılım ve model bazlı göstergeler ilk çeyrekte, B ve C gibi dışlamaya dayalı göstergelere kıyasla düşük değerler almıştır. Medyan enflasyona bakıldığında, ana eğilimde daha olumlu bir görünüm izlenmektedir. Gerek altı göstergenin ortalamasının gerekse tahmin performansı daha iyi olan medyan enflasyonun yıllıklandırılmış ana eğiliminin yüzde 30'un biraz üzerinde seyretmesi, yıllık enflasyonun gerileyeceğini ima etmektedir (Grafik 2.4.4). Nisan ayında ise finansal piyasalardaki gelişmelerin etkisiyle ana eğilimde kısmi bir yükseliş izlenmiştir. Diğer taraftan, sıkı para politikasının başladığı dönemden itibaren gerileyen trend enflasyon göstergesinin önümüzdeki dönemde de bu eğilimine devam edeceği değerlendirilmektedir (Kutu 2.2).

Grafik 2.4.3: Ana Eğilim Göstergeleri*

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, Çeyreklik Ortalama)

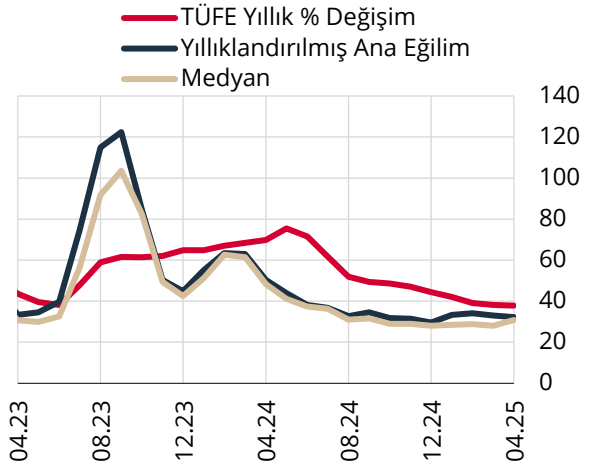


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Mevsimsellikten arındırılmış B, C, SATRIM, Medyan, oynak kalemleri dışlayan (V_1) ve dinamik faktör göstergelerinin çeyreklik ortalaması.

Grafik 2.4.4: TÜFE, Medyan ve Ana Eğilim*

(Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Fiyat artışları ilk çeyrekte B endeksini oluşturan gruplardan hizmet ve işlenmiş gıdada bir miktar güçlenirken temel mallarda zayıflamıştır (Grafik 2.4.5).

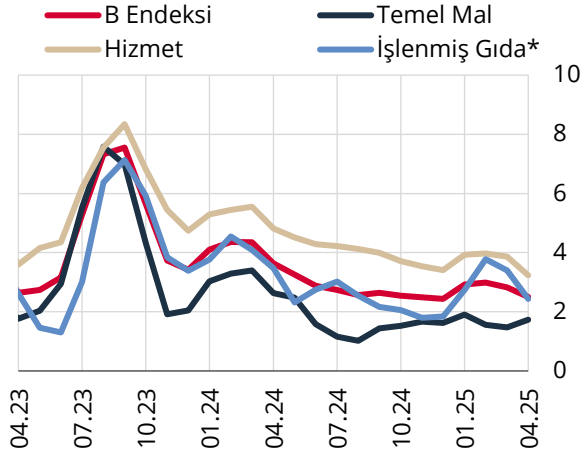
Bu dönemde, temel mal fiyatları ılımlı seyrini korumuş ve grup yıllık enflasyonu yüzde 20'den daha düşük değer olarak manşet enflasyon seviyesinin belirgin olarak altında kalmıştır. Diğer taraftan, hizmet grubu yıllık enflasyonu gerilemekle birlikte yüksek seyretmiştir. Dönemlik gelişmeler incelendiğinde, hizmet grubunda en yüksek fiyat artışları geçmişe endeksleme eğilimi güçlü eğitim ve kira kalemlerinde gözlenmiştir (Tablo 2.4.1). Kira enflasyonu, deprem ve kentsel dönüşüm çalışmaları gibi konut sektörüne özgü unsurların da etkisiyle hizmet grubunun kalanına kıyasla daha belirgin bir atalet sergilemektedir. Kira dışındaki hizmetlerde ise enflasyonun daha düşük seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 2.4.6). Eğitim hizmetlerinde özel okul ücretlerine bağlı yüksek artışlar izlenmiştir. Eğitim hizmetlerinin geçmiş enflasyona dönük fiyat belirleme davranışı ve ücret gelişmelerine duyarlılığı, hizmet enflasyonundaki yavaşlamanın hızını sınırlamaktadır. Diğer taraftan, talep koşullarına duyarlılığı görece yüksek olan hizmet alt gruplarında bu dönemde daha ılımlı bir seyir kaydedilmiştir. İşlenmiş gıda grubu enflasyonunda ekmek fiyatları ve çiğ süt referans fiyat güncellemesinin etkileri öne çıkmıştır. Nisan ayında, aylık temel mal enflasyonu yükselmiştir. İthal girdi içeriğine bağlı olarak, kur gelişmelerine hassasiyeti yüksek olan dayanıklı tüketim malları gibi bazı temel mal kalemlerinde bu dönemde fiyat artışları güç kazanmıştır. Öte yandan, nisan ayı fiyat gerçekleştirmeleri, döviz kurunda gerçekleşen artışın tüketici enflasyonuna ilk yansımalarının, emtia fiyatlarındaki düşüşün de desteğiyle, 2023 yılına kıyasla daha sınırlı olduğunu ima etmiştir.

Yurt içi enerji enflasyonu ilk çeyrekte yüzde 9,93 ile bir önceki çeyreğe kıyasla güçlenmiştir (Tablo 2.4.1).

Bu dönemde, enerji grubu enflasyonunu şebeke suyu fiyatlarındaki yükselişin yanı sıra Son Kaynak Tedarik Tarifesi (SKTT) düzenlemesine geçiş çerçevesinde, yüksek tüketime sahip mesken abonelerindeki elektrik tarifesi ayarlaması ile artan elektrik fiyatları sürüklemiştir (Kutu 2.3). Küresel gelişmelerle oynaklığı yükselen Brent tipi ham petrol fiyatı ocak ayındaki yükseliş sonrası, gümrük tarifelerindeki artış ve buna eşlik eden belirsizlik ortamının da etkisiyle gerileyerek 4 Nisan sonrasında 65 ABD doları seviyelerinde dalgalanmıştır. Son dönemde Türk lirasında zayıflama kaydedilmiş, uluslararası enerji fiyatlarında gözlenen belirgin düşüş döviz kurundan enflasyona gelen etkinin bir kısmını bertaraf etmiştir. Nisan ayında yurt içi enerji fiyatlarında kaydedilen yükselişte ise meskenlere yönelik elektrik tarifesi düzenlemesi etkili olmuştur.

Grafik 2.4.5: B Endeksi ve Bileşenleri

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

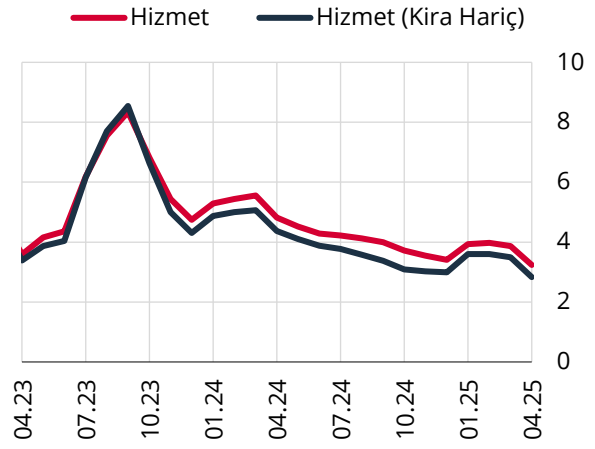


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

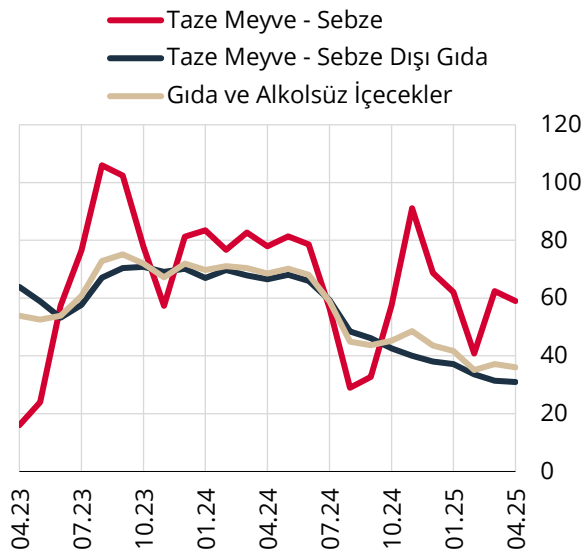
Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları

	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2024			2025	2024			2025
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
TÜFE	8,84	9,19	7,40	8,49	71,60	49,38	44,38	38,10
B	8,88	8,12	7,49	8,71	70,40	48,23	43,94	36,99
C	8,97	8,45	7,89	8,33	71,41	49,10	45,34	37,42
1. Mallar	6,98	7,77	5,96	6,91	62,56	40,27	36,14	30,50
Enerji	6,41	18,04	2,83	9,93	84,58	62,94	43,11	41,98
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	8,88	6,23	9,68	7,93	68,08	43,72	43,58	37,12
İşlenmemiş Gıda	9,33	5,78	14,26	5,06	70,50	43,34	50,29	39,57
Taze Meyve ve Sebze	20,07	2,45	27,57	3,44	78,61	32,70	68,78	62,46
Diğer İşlenmemiş Gıda	3,24	7,97	5,94	6,25	66,30	50,07	38,78	25,47
İşlenmiş Gıda	8,48	6,64	5,61	10,47	65,89	44,05	37,67	34,96
Ekmek ve Tahıllar	11,09	7,04	6,54	13,71	71,15	42,83	41,87	44,05
Diğer İşlenmiş Gıda	7,28	6,45	5,16	8,86	63,43	44,77	35,72	30,73
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	5,79	5,64	4,33	5,24	52,56	31,00	28,77	22,19
Temel Mallar	4,82	4,38	4,96	4,49	50,62	28,26	27,43	19,39
Giyim ve Ayakkabı	4,73	3,98	6,45	0,46	46,87	29,93	31,67	13,99
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	3,69	3,98	3,62	5,58	46,89	22,77	22,46	17,95
Diğer Temel Mallar	6,76	5,30	5,99	5,98	59,17	36,60	32,62	26,27
Alkollü İçecekler, Tütün	14,84	15,16	-0,10	11,07	67,93	52,35	39,28	46,74
Altın	2,41	11,22	2,87	9,06	59,22	46,54	36,01	27,79
2. Hizmetler	13,40	12,47	10,59	12,03	95,27	72,92	65,73	56,34
Kira	18,89	20,34	15,41	16,31	123,64	117,43	105,82	91,77
Lokanta ve Oteller	11,32	10,30	8,22	8,03	90,67	65,41	57,13	43,38
Ulaştırma	13,01	8,82	10,13	10,63	103,54	53,92	47,51	49,64
Haberleşme	11,31	6,45	4,90	7,17	67,45	55,08	44,19	33,22
Diğer Hizmetler	12,67	12,09	10,85	13,98	89,06	68,49	62,55	55,20

Kaynak: TÜİK.

Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonundaki yavaşlama devam etmekle birlikte yaşanan zirai don hadisesi kaynaklı olarak riskler canlılığını korumaktadır. Gıda grubu yıllık enflasyonunda ocak ve şubat aylarında görülen gerileme, işlenmemiş gıdaya bağlı olarak mart ayında kesintiye uğramıştır. Bu gelişmeyi büyük ölçüde arz koşullarına duyarlılığı yüksek ve para politikasının görece etki alanı dışında olan taze meyve ve sebze fiyatları sürüklemiştir. Taze meyve ve sebze dışındaki gıdalarda ise yıllık enflasyon gerileme eğilimini sürdürmüştür (Grafik 2.4.7). İlk çeyrekte yaşanan olumsuz hava koşulları sonucu (mevsim normallerinin üzerindeki sıcaklıklar sonrası yaşanan zirai don) patates ve meyve fiyatları tarihsel ortalamalarının üzerinde artışlar kaydetmiştir. Kırmızı et fiyatları büyük ölçüde ramazan ayına bağlı etkilerle artış gösterirken yumurta fiyatlarındaki yükselişte ramazan ayına ek olarak dış ticaret kaynaklı etkiler de hissedilmiştir. Çiğ süt referans fiyatının artmasıyla süt ve süt ürünlerinde fiyat artışları güç kazanmıştır. Ekmek ve tahıllar grubunda da fiyat artışları geçmiş yıllar ilk çeyrek ortalamalarının üzerinde seyretmiştir (Grafik 2.4.8). Mart ayında yüksek seyreden işlenmemiş gıda fiyat artışları nisan ayında sebze fiyatlarında gerçekleşen düzeltme kaynaklı olarak daha ılımlı seyretmiştir. Ancak nisan ayında yurt geneline yaygın bir biçimde gerçekleşen zirai don hadisesi önümüzdeki döneme dair başta meyve olmak üzere taze meyve ve sebze fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskleri artırmıştır.

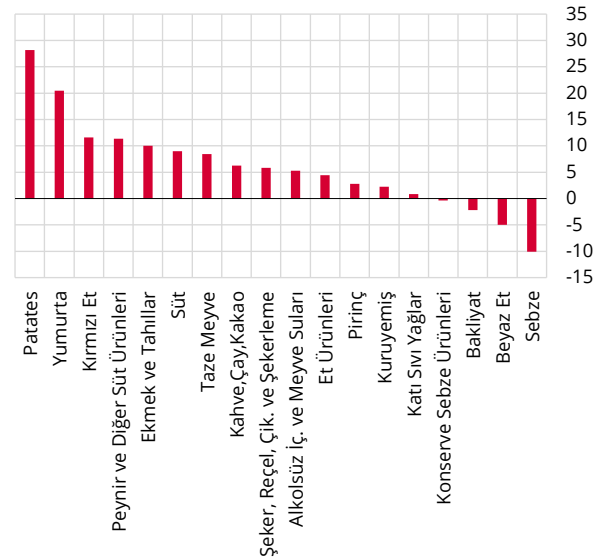
Grafik 2.4.7: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 2.4.8: Gıda Alt Kalemleri Fiyatları*

(2025Ç1 % Değişiminin Tarihsel Ortalamasından Sapması, Sıralanmış)



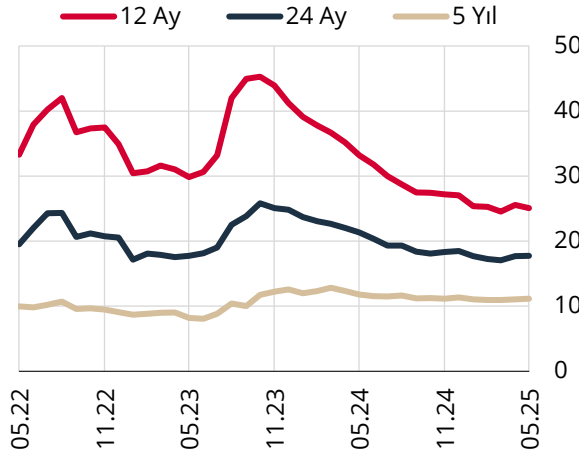
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Gıda alt kalemleri bazında, 2025Ç1 çeyreklik yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021 birinci çeyreği dönemi) farkı.

Enflasyonun Belirleyicileri

Enflasyon beklentilerindeki gerileme eğilimi kesintiye uğramıştır. Piyasa Katılımcıları Anketi mayıs ayı sonuçları, bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin 32 baz puan azaldığına, 24 ay ve 5 yıl sonrasına ilişkin beklentilerin ise belirgin bir değişiklik sergilemediğine işaret etmiştir (Grafik 2.4.9). Diğer yandan, 2025 yılı sonuna ilişkin enflasyon beklentisi yüzde 30,35 seviyesine yükselmiş ve Rapor tahmin aralığının üstünde değer almıştır. Reel kesimin 12 ay sonrası enflasyon beklentisi şubat ayında önemli ölçüde geriledikten sonra yatay seyretmiş, hanehalkının enflasyon beklentilerinde ise belirgin bir değişim izlenmemiştir (Grafik 2.4.10). Enflasyon beklentileri ve fiyatlamaya davranışları dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir (Kutu 2.4).

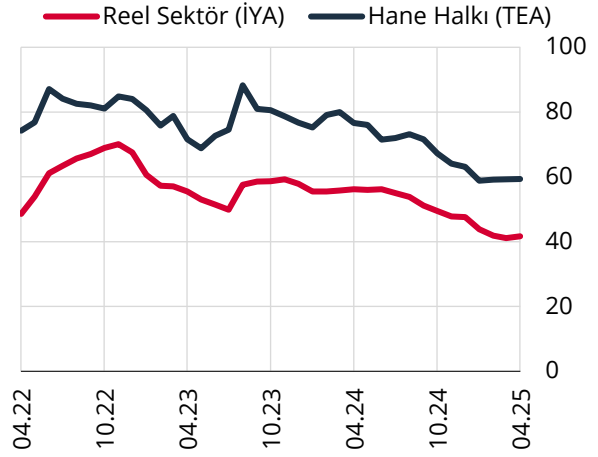
Grafik 2.4.9: Piyasa Katılımcıları Anketi Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (%)



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, %)



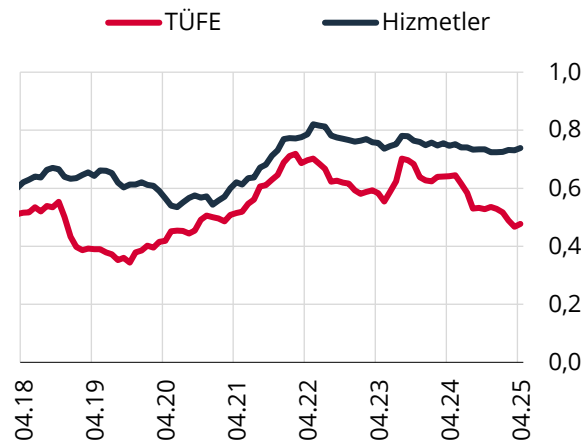
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yayılım endeksi bir miktar zayıflamıştır. Mevsimsel düzeltilmiş veriler üç aylık hareketli ortalamalarla incelendiğinde, yayılım endeksinin son üç aylık dönemde bir miktar gerilediği izlenmiştir (Grafik 2.4.11). Hizmetler sektörü yayılım endeksi ise yatay seyrini sürdürerek ana endeksteği aşağı yönlü hareketi sınırlamıştır. Firmaların fiyatlama davranışlarına ilişkin bilgi edinebilmek amacıyla 5'li düzeydeki kalemler bazında fiyat değişimlerinden dağılımlar üretilmiştir. 2025 ile 2024 nisan aylarına ait dağılımlar kıyaslandığında, 2025 yılında medyan enflasyon üzerindeki uzlaşının güç kazandığı, ancak her iki tarafta da uç değerlerin daha sık gözlendiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.4.12).

Grafik 2.4.11: TÜFE Yayılım Endeksi*

(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Hareketli Ortalama)

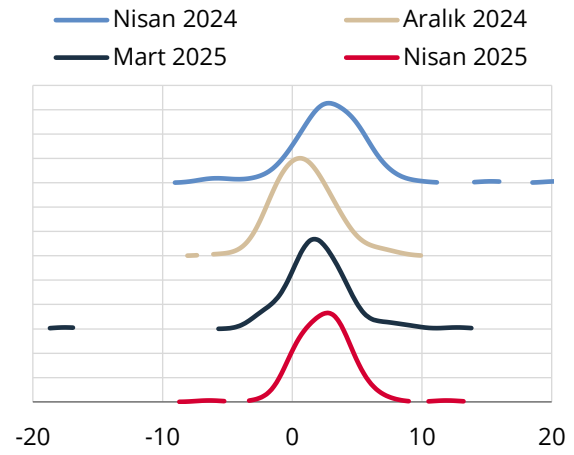


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Grafik 2.4.12: TÜFE Aylık Enflasyon Dağılımı

(Mevsimsellikten Arındırılmış, 5'li Düzey, Taze Meyve ve Sebze, Enerji, Alkol ve Tütün Kalemleri Hariç TÜFE)

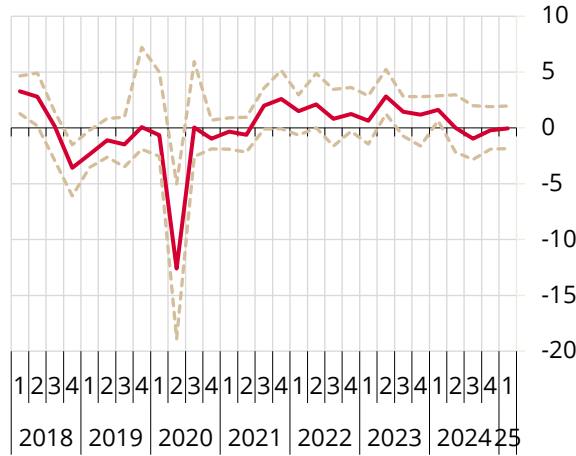


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Çıktı açığının nötr seviyeye yakın olduğu tahmin edilmektedir. İktisadi faaliyette 2024 yılı son çeyreğinde başlayan toparlanmanın, bir miktar zayıflayarak da olsa 2025 yılının ilk çeyreğinde de sürdüğü değerlendirilmektedir. Nitekim yılın ilk üç aylık döneminde, başta hizmetler olmak üzere, üretim endeksleri (Grafik 2.3.5) ve perakende satış hacmi çeyreklik artışlarını korumuştur (Grafik 2.3.3). Bu gelişmeleri takiben, çıktı açığının bir miktar yükseldiği ve nötr seviyeye çok yakın bir değer aldığı tahmin edilmektedir (Grafik 2.4.13). Finansal koşullardaki sıkılaşmaya ve artan küresel belirsizliklere paralel olarak, öncü

göstergeler, yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetin güç kaybettiğine işaret etmektedir. Diğer yandan, mevcut Rapor döneminde reel kredi kullanımı (kur etkisinden arındırılmış) belirgin bir değişiklik sergilememiştir (Grafik 2.4.14).

Grafik 2.4.13: Çıktı Açığı* (%)



Kaynak: TCMB.

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

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

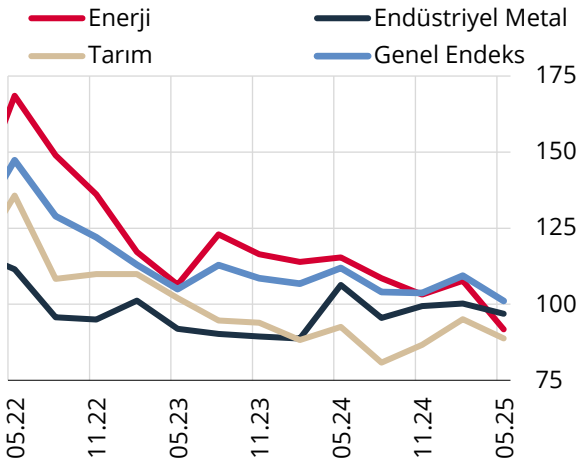


Kaynak: TCMB.

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

Mevcut Rapor döneminde Türk lirası değer kaybederken emtia fiyatları gerilemiştir. Küresel gelişmeleri takiben, altın hariç emtia fiyatlarında genele yayılan fiyat düşüşleri gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.15). En belirgin düşüş enerjide olurken enerji alt kalemini tarım ürünleri izlemiştir. Artan belirsizlik ortamında altın fiyatları önemli ölçüde yükselerek genel endekste düşüşü sınırlamıştır. Son üç aylık dönemde sepet kur belirgin bir şekilde yükselmiştir (Grafik 2.4.16). Euro dolar paritesindeki gelişmelerin etkisiyle, Euro kurundaki yükseliş daha belirgin olmuştur. Döviz kuru sepetindeki artışın enflasyon üzerindeki etkisinin kısmen de olsa emtia fiyatlarındaki gerileme ile telafi edileceği öngörülmektedir. Ayrıca, toplam talep koşullarının geçmiş yıllara kıyasla daha zayıf olması ve enflasyon beklentilerindeki iyileşme eğiliminin döviz kurundan enflasyona geçişi sınırlandıracığı beklenmektedir.

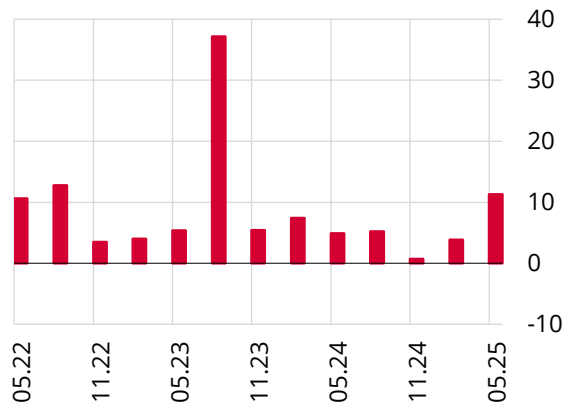
Grafik 2.4.15: Emtia Fiyat Endeksleri* (2021=100)



Kaynak: Goldman Sachs.

* Mayıs ayı verisi 16 Mayıs itibarıyla.

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

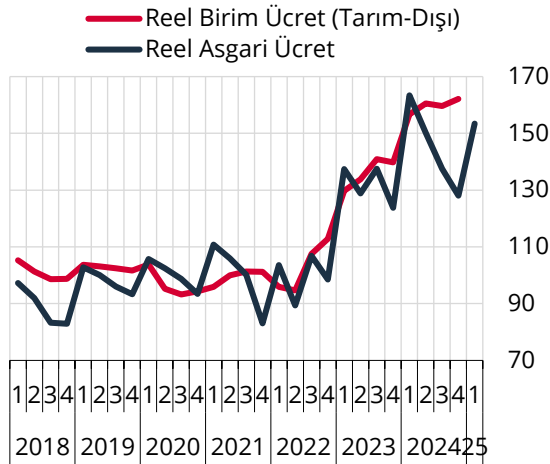


Kaynak: TCMB.

* ABD doları ve euro alış kurları eşit ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Mayıs ayı verisi 16 Mayıs itibarıyla.

Üretici enflasyonu ana eğilimi bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla daha düşük seyretmektedir. Reel birim ücret 2024 yılı ikinci yarısında görece yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 2.4.17). Asgari ücret artışıyla birlikte 2025 yılı ilk çeyreğinde reel birim ücretin yükseldiği ancak nominal ücret artışlarının yavaşlamasıyla ikinci çeyrekle birlikte zayıflayacağı tahmin edilmektedir. Mevcut Rapor döneminde konteyner ücretleri gerilerken kuru yük taşımacılık maliyetleri artış kaydetmiştir. Diğer yandan, nisan ayında tüm küresel taşımacılık maliyetlerinin gerilediği dikkat çekmektedir. Emtia fiyatları, mevcut Rapor döneminde enerji fiyatları öncülüğünde önemli ölçüde azalmıştır. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi yılın ilk çeyreğinde tarihsel ortalamasının bir miktar altında değer almıştır. Arz yönlü unsurların büyük ölçüde ılımlı seyrettiği gözlenirken sepet kurdaki artış maliyet baskılarını güçlendirmiştir. Bu gelişmeleri takiben, üç aylık hareketli ortalamalarla incelendiğinde, üretici enflasyonu ve imalat sanayi enflasyonu ana eğilimi ocak ayına özgü koşullarla yükselişe geçtikten sonra nisan ayıyla birlikte tekrar gerilemeye başlamış ve 2024 yılının aynı dönemine kıyasla daha düşük bir seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.18). Son on iki aylık dönemde üretici fiyatları yüzde 22,50 oranında artarak tüketici enflasyonu üzerinde yavaşlatıcı bir rol oynamıştır.

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

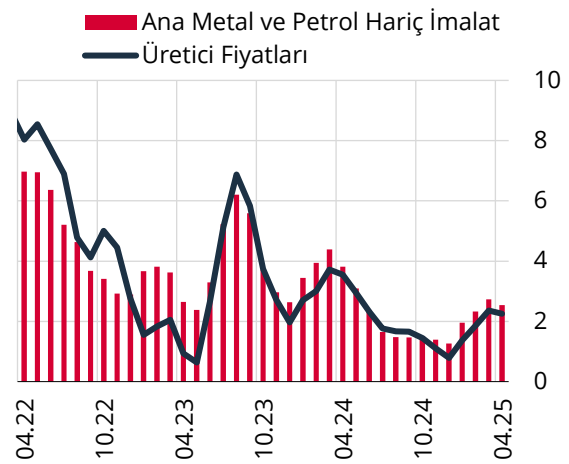


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Mevcut Rapor döneminde vergi ve yönetilen kalemlerin manşet enflasyon üzerindeki etkisi bir miktar zayıflamıştır. SGK Sağlık Uygulama Tebliğinde (SUT) muayene katılım payları ocak ayında yükseltilmiş, şubat ayında ise yapılan artışın bir kısmı geri alınmıştır. Söz konusu adım şubat ayı enflasyonunu aşağı çekmiş, SUT düzenlemesinin yıllık tüketici enflasyonu üzerindeki nihai etkisi 0,34 puan ile sınırlı kalmıştır. Son üç aylık dönemde bir diğer önemli yönetilen fiyat güncellemesi elektrik tarifelerinde olmuştur. Yüksek tüketimle sahip kullanıcıların son kaynak tedarik tarifesine göre fiyatlanmaya başlamasıyla şubat ayında elektrik fiyatları artmıştır. Nisan ayında dağıtım bedellerine ek olarak ulusal tarifede meskenler için aktif enerji bedelinin yükseltilmesi elektrik fiyatlarını yukarıya çeken bir diğer gelişme olmuştur. Ayrıca, sanayi ve ticarethane elektrik tarifeleri ile doğal gazda sanayi ve elektrik üretici tarifelerinin yükseltilmesinin önümüzdeki dönemde tüketici enflasyonu üzerinde dolaylı etkileri olacaktır. Yılın ilk aylarında, gıda grubunda ekmek fiyatlarında ve çiğ süt referans fiyat güncellenmesini takiben süt ve süt ürünleri fiyatlarında güçlü artışlar gözlenmiştir. Son üç aylık dönemde şehir içi ulaşım ücretlerinde artışlar devam etmiştir. Ocak ayında maktu ÖTV tutarındaki güncellemeye rağmen fiyatların değişmediği bütün ürünlerinde fiyat artışları mart ayında olmuştur. Bu artış, ocak ayındaki maktu vergi güncellemesinin beraberinde getirdiği gecikmeli etkilerin yanında üretici firma kaynaklı olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, mart ayında yapılan değişiklikle bütün ürünlerinde nispi ÖTV oranı düşürülmüş, maktu ÖTV tutarı ise nispi ÖTV oranındaki düşüşün ima ettiğiinden daha sınırlı bir şekilde yükseltilmiştir.

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 Merccek**” adı altında çalışmalar yürütülmektedir.¹ Bu kutuda, Ocak-Mart 2025 döneminde firmalar ile yapılan görüşmelerden elde edilen bulgular özetlenmektedir.

İktisadi faaliyette yılın ilk çeyreğinde sınırlı bir yavaşlama izlenmiştir.

Toplam talepte yurt içi satışlar kaynaklı sınırlı bir ivme kaybı yaşandığı, ihracatta olumlu seyrin sürdüğü, üretim faaliyetinde ise mevcut seviyelerin korunduğu değerlendirilmiştir. Yatırım duruşunda zayıf seyrin devam ederken bu durum çeyrek genelinde istihdam planlarına da yansımıştır. Firmalar üzerindeki maliyet baskısında özellikle işgücü giderleri kaynaklı olarak artış gözlenirken talep ve rekabet koşulları çeyrek genelindeki fiyat artışlarını sınırlandırmıştır.

Yurt içi satışlarda ilk çeyrekte ivme kaybı izlenmiştir.

2024 yılının son çeyreğinde yoğun kampanyaların etkisiyle güçlü seyreden tüketim harcamaları, 2025 yılının ilk çeyreğinin başında, önceki dönemlerde gözlenen öne çekilen talep ve fiyat geçişlerinin etkisiyle hız kesmiştir. İlgili dönemde ücret artışları ve yoğunluğu azalsa da süren kampanyalar satışları destekleyen unsurlar olarak öne çıkmıştır. Firmalar arası ticarette, talep görünümüne ilişkin belirsizliğin yanı sıra, finansal koşullar kaynaklı zayıf yatırım iştahı, düşük stok bulundurma isteği ve tahsilat riskleri iş hacimlerini baskılamaya devam etmiştir. Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, firmalar tarafında kısa vadeli görünüme dair belirsizliği artırmıştır. Bununla birlikte, piyasalardaki dalgalanmanın kısa sürmesine bağlı olarak çeyrek sonu itibarıyla yıl sonu projeksiyonlarında değişiklik yapılmadığı gözlenmiştir. Öte yandan, yılın ikinci yarısında iktisadi faaliyetin seyrine ilişkin risk algısının arttığı gözlenmiştir. Nihai tüketici tarafında ise bazı sektörlerde sınırlı miktarda erteleme davranışı gözlenmiştir.

Temel gıda ürünlerinde talep gücünü korurken ramazan ayında yaşanan mevsimsel canlılığın genel olarak sektör firmalarının beklentilerini karşıladığı aktarılmıştır. **Temizlik, kişisel bakım, kozmetik ürün** grubunda ise rekabetçi fiyat ve kampanyalarla firmaların pazar paylarını artırmayı hedefledikleri gözlenmiştir. **Hazır giyimde**, üst segmentte talebin görece daha olumlu seyrettiği, firmaların da sezon sonu olması nedeniyle kampanya yoğunluğunu artırarak talebi destekledikleri iletilmiştir. **Beyaz eşyada** kampanya yoğunluğunun azalması satışları baskılarken **tüketici elektroniği ve mobilyada** ise ivme kaybının daha sınırlı olduğu gözlenmiştir. **Otomobil** satışları, ÖTV muafiyetli satışların ve ithal markaların stok eritme amaçlı kampanyalarının desteğiyle gücünü korumuştur. **Konut** satışlarında çeyrek boyunca devam eden canlılığın, çeyrek sonunda finansman koşullarındaki sıkılaşıma ve alternatif araçlardaki getirilerin yükselişi ile hız kestiği iletilmiştir.

İhracat yılın ilk çeyreğinde önceki çeyreğe kıyasla sınırlı bir artış göstermiştir.

Türk lirası cinsi maliyetlerin ihracat üzerinde baskı oluşturmaya devam ettiği ifade edilirken küresel ticaret savaşlarının ABD pazarında müşterisi bulunan firmalara ilk etkisi pozitif yönde olmuştur. Ayrıca mart ayında özellikle euro/dolar paritesi kaynaklı kur artışlarının, başta Avrupa pazarında olmak üzere ihracatı desteklediği ifade edilmiştir. Mevcut konjonktürde kaliteli üretim, hızlı teslim, yeni pazarlara erişim kapasitesi ve ürün geliştirme becerisi, ihracat hacimlerini desteklemeyi sürdürmüştür. Nisan ayı

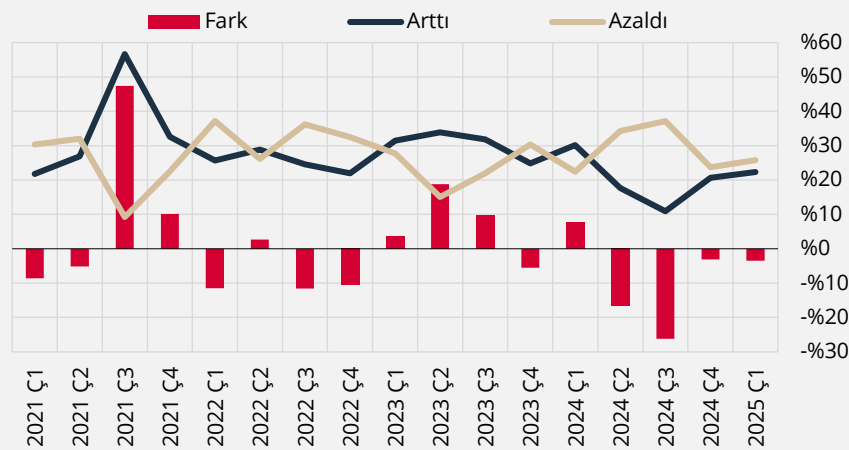
¹ Bu çalışmanın temel amacı; farklı sektörlerdeki firmalarla görüşmeler yaparak dönemsel üretim, yurt içi ve yurt dışı satış, yatırım, istihdam, kredi koşulları, maliyet ve fiyat gelişmelerine ilişkin zamanlı bilgi edinmek, iktisadi faaliyeti yakından takip etmek ve TCMB ile reel sektör temsilcileri arasındaki iletişimi 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.

görüşmeleri, firmaların ihracattaki olumlu görünümün ikinci çeyrekte devam etmesini beklediklerine işaret ederken önümüzdeki döneme ilişkin riskler arasında küresel ticaret savaşları kaynaklı belirsizlikler öne çıkmıştır.

Ana metal ihracatı küresel ticaret savaşlarından birinci çeyrekte olumlu etkilenmiş ve sınırlı artmıştır. Buna karşılık küresel ticaret savaşlarının Çin'i, ABD dışı pazarlarda agresifleştirmesi halinde ihracattaki artışın sürdürülemeyebileceği aktarılmıştır. **Otomotiv ana sanayinde** yeni projelerin kademeli olarak devreye alınması birinci çeyrekte ihracatı desteklerken **yan sanayi** ihracatı gücünü korumuştur. Çin'in sektördeki etkisi ve zorlaşan rekabet şartlarına ek olarak Avrupa'daki müşterilerin odağının kaliteden fiyata kayması ihracatı baskılamıştır. Talep ve rekabet koşullarında geçen çeyreğe göre farklılık gözlenmeyen **beyaz eşya ana** ve **yan sanayi** ihracatı belirgin bir değişim göstermemiştir. **Hazır giyim** ihracatında kayıplar sürerken çeyrek içerisinde yaşanan parite ve kur gelişmeleri, ihracattaki zayıflamayı sınırlamıştır. **Tekstil** ihracatı ise görece olumlu konumunu korumuştur.

Turizmde birinci çeyrekte doluluklar mevsimsel beklentilerle uyumludur. Paskalya tatilinin bu yıl nisan ayına kayması, mart ayında geçen yıla göre resort konaklamalarında kayıp yaratmışsa da rezervasyonlar bu kayıpların nisan ayında telafi edileceğini göstermiştir. Mart ayının ikinci yarısında şehir otellerindeki rezervasyon iptallerine karşılık otellerin gerçekleştirdikleri fiyat indirimleri ve bunların karşılık bulması sonraki aylar için olası rezervasyon kayıplarını sınırlamıştır. İlk çeyreğin sonu itibarıyla erken rezervasyonlar 2025 yılında yurt dışı talepte ılımlı bir artışa işaret etmektedir.

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.

Üretim, 2025 yılının ilk çeyreğinde ılımlı bir artış göstermiştir.

İç piyasa ağırlıklı çalışan firmalarda talep görünümüne ilişkin belirsizlikler, artan ithalat eğilimi, Çinli firmaların rekabet baskısı ve maliyet artışları faaliyeti baskılamıştır. İhracatçı firmalarda ise dış talepte sınırlı bir artış görülmektedir. ABD'nin ek gümrük vergileri olumlu beklenti oluşturmaktadır.

Sektörel gelişmelere bakıldığında, **otomotivde** ana sanayide yeni modellerin devreye alınması üretim süreçlerinde öne çıkmıştır. Yan sanayide ise ithal ürünlerle rekabet zorlukları sürmekle birlikte ana sanayideki yeni modellere hazırlık, üretimi desteklemiştir. **Beyaz eşyada** ana sanayide azalan stokları yerine koyma planları üretimi desteklerken üretimde ithal girdi payının artış eğiliminde olması yan sanayi üretimini baskılamaktadır. **Ana metalde** ihracat ağırlıklı olmak üzere talepteki toparlanma, maliyet düşürme çabaları ile Suriye ve Ukrayna pazarlarının açılma beklentileri üretimi desteklemiştir.

İnşaat yan sanayinde konut üretim faaliyetine bağlı olarak iyileşme gözlenmiştir. **Makine – teçhizat**ta, iç piyasada yatırım harcamalarının zayıf seyri, ihracat tarafında ise rekabet zorlukları üretimi sınırlamaktadır. **Kimyada** inşaat ve temizlik ürünleri bağlantılı alanlardaki olumlu seyrin

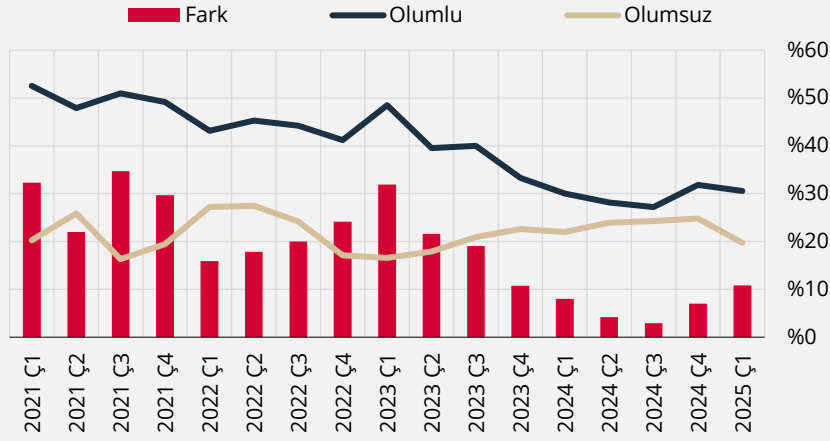
etkisiyle üretim gücünü korumuştur. **Hazır giyimde** ihracatta talep ve rekabet kaynaklı sıkıntılar faaliyeti baskımlarken bu durum **tekstil** üretimine de yansımıştır. **Mobilyada** yurt içinde kampanya dönemine hazırlıklar üretimi desteklemiştir.

Firmaların yatırım duruşunda zayıf seyir devam etmiştir.

Bu dönemde firmaların önemli bir bölümünün yatırım duruşunda belirgin bir değişim gözlenmezken yatırıma ihtiyatlı yaklaşan firma sayısı önceki çeyreğe kıyasla azalmıştır. Yatırım planı olmayan firmaların gerekçeleri arasında talep belirsizliği ve finansman maliyetleri öne çıkmıştır. İhracat ağırlıklı çalışan firmalar tarafında rekabet gücü kaybı ve jeopolitik gelişmeler gibi risk unsurlarının yatırım duruşunu olumsuz etkilediği gözlenmiştir. Ağırlıklı iç piyasaya çalışan firmaların yatırım duruşunda da zayıf seyir sürmekle birlikte, ticaret ve hizmet sektörlerinde mağaza/depo gibi yatırım planlarının öne çıktığı görülmüştür. Diğer taraftan, küresel ve yurt içi piyasalarda yaşanan dalgalanmalar nedeniyle özellikle iç piyasa ağırlıklı çalışan firmaların yatırım duruşundaki temkinliliğin arttığı gözlenmiştir.

Mevcut dönemde görece daha olumlu talep görünümü olan ve öz kaynak yapısı güçlü firmaların yatırım iştahının devam ettiği gözlenmiştir. Planlanan yatırımlar içinde verimlilik ve rekabet artırıcı, maliyetleri azaltmaya yönelik otomasyon ve modernizasyon yatırımları ön plana çıkmıştır. İşletme sermayesi ve nakit akışını yönetmenin öncelikli hâle gelmesi, üretim tesisi gibi uzun vadeli yapılan yatırımlara dönük iştahı baskılamaktadır. 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, mineral ve otomotiv yan sanayi** sektörlerinde yatırım duruşunun görece olumlu olduğu gözlenmiştir. **Tekstil** sektöründe âtil kapasite ve zayıf talep koşulları nedeniyle yatırım iştahındaki zayıflık sürmektedir. **Hazır giyimde** ihracatta zayıf seyrin sürmesi ve maliyetlerin yüksekliği nedeniyle yatırım iştahının olumsuz etkilendiği ifade edilmektedir. **Ticaret ve hizmet** sektörlerinde yılın ikinci yarısında talebe ilişkin olumlu beklentilerle öne çıkan mağaza/depo gibi yatırım planlarının son dönem piyasa gelişmeleriyle yeniden değerlendirildiği ifade edilmiştir. **İnşaat** sektöründe yüksek arsa fiyatları ve finansman koşulları, yatırım iştahını baskılamaya devam etmiştir.

Yatırım duruşundaki zayıf seyir istihdam planlarına yansımakla birlikte, firmaların önemli bölümünde mevcut istihdamı koruma eğilimi sürmektedir.

Gelecek altı aya ilişkin istihdam artış planlarında, bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı bir iyileşme gözlenmiştir. Söz konusu iyileşmede yıl içinde tamamlanması öngörülen yatırımlar ile ticaret ve hizmet sektörlerinde mağaza/depo açılışına dair beklentiler etkili olmuştur. Diğer taraftan, çeyreğin sonunda finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler sonucunda istihdam planlarında temkinliliğin öne çıkmaya başladığı gözlenmiştir. Firmaların bir kısmı iç ve dış talep koşullarını bir süre daha gözleyeceklerini ve yılın geri kalanındaki gidişata göre istihdam politikalarını şekillendireceklerini belirtmiştir.

Yılın ilk çeyreğinde finansman ihtiyacı artışına yapılan vurgu bir miktar yükselmiştir.

Ağırlıklı olarak işletme sermayesi kaynaklı finansman ihtiyacı vurgusunun artmasında yıl başında yapılan ücret artışları kaynaklı maliyet baskısının etkili olduğu gözlenmiştir. Bununla birlikte firmalar, faaliyetlerini ilave finansman ihtiyacı oluşturmada sürdürme eğilimini korumuştur. Nakit akışındaki aksamalar nedeniyle finansman ihtiyacının çeyrek sonunda arttığı iletilmiştir. Yatırım duruşundaki zayıflığın sürmesine bağlı olarak yatırım finansmanına yönelik ihtiyaç vurgusu ise daha düşük tonda dile getirilmiştir.

Çeyrek genelinde kredi koşulları önceki çeyreğe göre bir miktar iyileşme gösterirken krediye erişimde önemli bir değişim olmadığı aktarılmıştır. Ancak, çeyrek sonu itibarıyla başta faiz kanalı olmak üzere TL ve YP kredilerde koşulların sıkılaştığı iletilmiştir. TL kredi maliyetlerinin yüksek bulunması nedeniyle kredi kullanmak durumunda kalan firmaların çeyrek geneli itibarıyla YP kredileri önceliklendirdikleri, TL kredide ise kısa vadeyi tercih ettikleri görülmüştür.

Piyasalarda yaşanan dalgalanmaların halihazırda var olan belirsizlikleri daha da artırmasının firmalar arası ticarete olumsuz yansıdığı iletilmiştir. Mevcut tahsilat sorunlarının ilk çeyrek genelinde yönetilebilir düzeyde olduğu aktarılmaya devam etmiştir. Bununla birlikte tahsilat risklerine karşın temkinli duruşlarını koruyan firmaların müşteri konusunda seçici davranmaya, DBS (Doğrudan Borçlandırma Sistemi), kredi kartı, teminat mektubu ve/veya alacak sigortası kullanmaya devam ettikleri görülmüştür.

Yılın ilk çeyreğinde maliyet baskısı artış gösterse de talep ve rekabet koşulları çeyrek içinde yapılan fiyat artışlarını sınırlandırmıştır.

Maliyet baskısının temel gerekçesi olarak işgücü maliyetleri öne çıkarılmış olup bu kalemi, ücret güncellemeleri dolayısıyla artış gösteren girdi ve tedarik maliyetleri izlemiştir. Kur kaynaklı maliyetlere yapılan atıflarda çeyrek genelinde önceki çeyreğe kıyasla değişim gözlenmezken finansman ve enerji maliyetine yapılan vurgu önceki çeyreğe göre azalmıştır.

Artan maliyetler çeyrek içinde fiyat artışlarına neden olsa da talep ve rekabet koşullarının yanı sıra asgari ücret artış oranının firma beklentilerine yakın gerçekleşmesi, kur ve emtia fiyatlarındaki ılımlı seyir fiyat artışlarını sınırlandırmıştır. Bununla birlikte, kur hareketlerinin ardından mart ayında otomobil fiyatlarında görülen artış bu durumun istinası olarak gözlenmiştir.

Fiyat geçişlerinin ardından önümüzdeki dönem için fiyat artışı planlayan firmaların oranının önceki çeyreğe kıyasla gerilediği görülmüştür. Firmaların mevcut çeyrekte fiyatlarına yansıtamadığı birikmiş maliyetlerini, önümüzdeki dönemde talep koşullarına bağlı olarak fiyatlara kademeli olarak yansıtmayı planladığı gözlenmiştir. Ayrıca enerji giderlerinde ikinci çeyrekte artış yaşanacağına yönelik beklentiler de bazı firmaların fiyat artış planlarına etki etmiştir.

Kutu 2.2

Çok Değişkenli Trend Enflasyon Göstergesi

Tüketici enflasyonu farklı şoklara maruz kalması nedeniyle zaman zaman oynaklık sergileyebilmektedir. Bu nedenle, politika yapıcılar, hem uygulanan para politikasının enflasyon üzerindeki etkisini doğru ölçebilmek hem de enflasyonun seviyesine göre politika çerçevesini tasarlayabilmek için geçici etkilerden arındırılmış enflasyon eğilimini takip etmektedir.

Enflasyon; gıda fiyatları, vergi ayarlamaları veya döviz kuru gelişmeleri gibi birçok farklı kanaldan geçici olarak etkilenebilmekte ancak bu etkinin ne kadar süreceği ve tüketici fiyatlarının geneline ne kadar yayılacağı, etkinin büyüklüğüne ve kaynağına göre farklılaşabilmektedir. Bu sebeple, doğrudan gözlemlenemeyen geçici etkilerden arındırılmış enflasyon eğilimi birbirini tamamlayan farklı yöntemlerle temsil edilmektedir. Geçici etkilerin gıda fiyatları veya enerji gibi tüketim sepetinin sabit kalemlerinden kaynaklandığı ve etkinin hızlı bir şekilde fiyatlara yansıtacağı varsayımı altında bu ürünlerin *kalıcı dışlanmasıyla* elde edilen göstergeler merkez bankalarının iletişimde önemli yer tutmaktadır (örneğin, B ve C göstergeleri). Diğer yandan, oynaklığın dönemsel olarak farklılaşan mal veya hizmet kalemlerinden kaynaklanabileceği varsayımı altında *dağılım bazlı dışlama* göstergeleri oluşturulmuştur (SATRİM ve Medyan). Enflasyonun eğilimi, kalıcı veya dağılım bazlı dışlama yöntemlerinin yanında farklı *ekonometrik yöntemlerle* de tahmin edilmektedir (Dinamik Faktör Modeli). Öte yandan, ekonometrik yöntemlerle elde edilen, enflasyonu iş çevrimleri ve göreceli fiyat ayarlamalarından arındırarak enflasyonun orta vadeli eğilimini yansıtan *trend enflasyon* göstergeleri de politika yapıcılar tarafından izlenmektedir.

Bu çerçevede, bu kutuda Stock ve Watson (2016) tarafından önerilen “Çok Değişkenli Uç Değer Ayarlanmış Gözlenemeyen Bileşenler Stokastik Oynaklık (Multivariate Unobserved-Components Stochastic Volatility Outlier-Adjusted-MUCSVO)” modeli kullanılarak elde edilen trend enflasyon göstergesi tanıtılmaktadır. Ayrıca, modelden elde edilen göstergenin farklı vadelere enflasyonu öngörü gücü, TCMB bünyesinde takip edilen ana eğilim göstergeleriyle karşılaştırılmaktadır.

a. Model

Trend enflasyon göstergesi için kullanılan model aşağıdaki gibidir:

$$\pi_{i,t} = \alpha_{i,\tau,t} \tau_{c,t} + \alpha_{i,\varepsilon,t} \varepsilon_{c,t} + \tau_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\tau_{c,t} = \tau_{c,t-1} + \sigma_{\Delta\tau,c,t} \eta_{\tau,c,t} \quad (2)$$

$$\varepsilon_{c,t} = \sigma_{\varepsilon,c,t} s_{c,t} \eta_{\varepsilon,c,t} \quad (3)$$

$$\tau_{i,t} = \tau_{i,t-1} + \sigma_{\Delta\tau,i,t} \eta_{\tau,i,t} \quad (4)$$

$$\varepsilon_{i,t} = \sigma_{\varepsilon,i,t} s_{i,t} \eta_{\varepsilon,i,t} \quad (5)$$

$$\alpha_{i,\tau,t} = \alpha_{i,\tau,t-1} + \lambda_{i,\tau} \zeta_{i,\tau,t} \text{ ve } \alpha_{i,\varepsilon,t} = \alpha_{i,\varepsilon,t-1} + \lambda_{i,\varepsilon} \zeta_{i,\varepsilon,t} \quad (6)$$

$$\Delta \ln(\sigma_{\Delta\tau,c,t}^2) = \gamma_{\Delta\tau,c} v_{\Delta\tau,c,t}, \Delta \ln(\sigma_{\varepsilon,c,t}^2) = \gamma_{\varepsilon,c} v_{\varepsilon,c,t}, \Delta \ln(\sigma_{\Delta\tau,i,t}^2) = \gamma_{\Delta\tau,i} v_{\Delta\tau,i,t}, \Delta \ln(\sigma_{\varepsilon,i,t}^2) = \gamma_{\varepsilon,i} v_{\varepsilon,i,t} \quad (7)$$

$$Trend\ Enflasyon = \tau_t = \sum_{i=1}^n w_{it} (\alpha_{i,\tau,t} \tau_{c,t} + \tau_{i,t}) \quad (8)$$

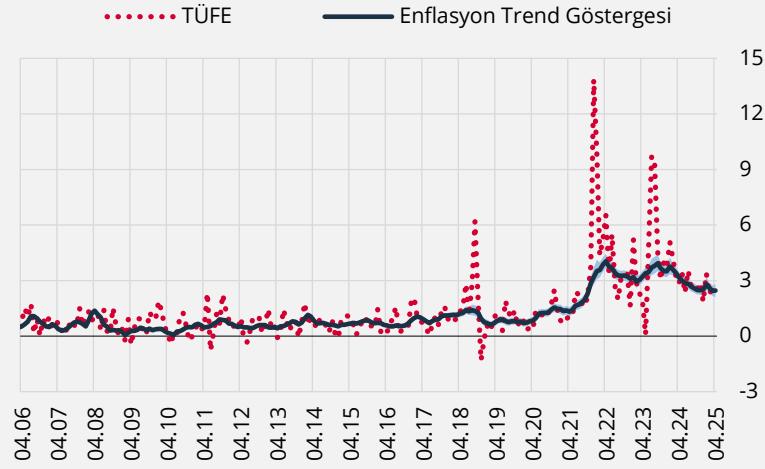
Bu model, her bir ana grup enflasyonunu ortak ve sektöre özgü bileşenler üzerinden açıklamaktadır. Her bir ana grup enflasyonu ($\pi_{i,t}$), genel ekonominin ortak trendi ($\tau_{c,t}$) ve geçici bileşeni ($\varepsilon_{c,t}$) ile ana gruba özgü trend ($\tau_{i,t}$) ve geçici bileşene ($\varepsilon_{i,t}$) bağlıdır (1). İnovasyonları ($\sigma_{\Delta\tau,c,t}$ ve $\sigma_{\Delta\tau,i,t}$) stokastik oynaklık izleyen ortak trend ($\tau_{c,t}$) ve ana grup trendi ($\tau_{i,t}$) rassal-yürüyüş süreci izlemektedir (2, 4 ve 7). İnovasyonları ($\sigma_{\varepsilon,c,t}$ ve $\sigma_{\varepsilon,i,t}$) aynı şekilde modellenen ortak geçici bileşen ($\varepsilon_{c,t}$) ve ana grup geçici bileşenin ($\varepsilon_{i,t}$) ise durağan bir süreç izlediği varsayılmıştır (3, 5 ve 7). Ortak ve ana gruba özgü geçici bileşenlerde aykırı değerlere ($s_{c,t}$ ve $s_{i,t}$) izin verilmektedir (3 ve 5). Sektöre ait trend ve geçici bileşen faktör yükleri (α parametreleri) zamana bağlı olarak değişmektedir (6). Trend enflasyon göstergesi (τ_t) ise ana grup

trendlerinin tüketici sepeti ağırlıkları (w_{it}) kullanılarak toplulaştırılmasıyla elde edilmektedir (8).¹ Trend enflasyon göstergesini tahmin etmek için mevsimsellikten arındırılmış temel mal, hizmet ve işlenmiş gıda gruplarının aylık değişimi kullanılmıştır.²

b. Model Sonuçları

Grafik 1'e göre, trend enflasyon göstergesinin (τ_t) tahmin edilen medyan değerinin, düşük oynaklığa sahip olduğu; 2020 yılı sonrasında yaşanan şokların etkisiyle yükseldiği ve son dönemde uygulanan sıkı para politikası ile gerilediği görülmektedir. Buna ek olarak, 2020 yılı sonrasında trend enflasyon güven aralığının genişlediği dikkat çekmektedir. 2025 Nisan ayı itibarıyla trend göstergesinin yüzde 2,5 (%68 güven aralığında alt bant 2,1 ve üst bant 2,8) olduğu tahmin edilmektedir.

Grafik 1: TÜFE (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim) ve Enflasyon Trend Göstergesi*



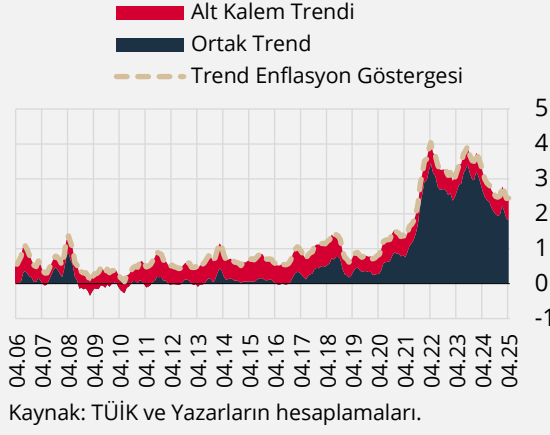
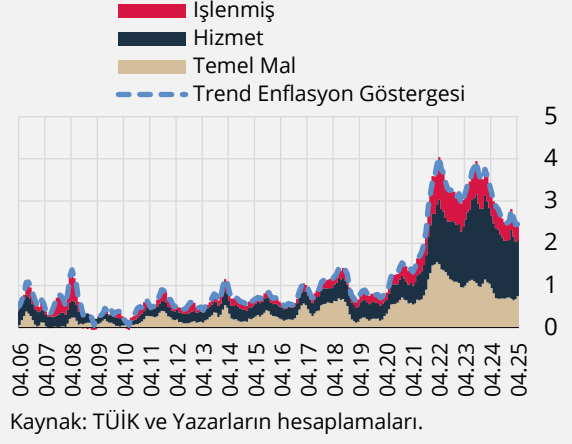
Kaynak: TÜİK ve Yazarların hesaplamaları.

* Açık mavi taralı alan %68 güven aralığını göstermektedir.

Grafik 2, 2020 yılı ve sonrasında trend enflasyondaki yükselmenin (ve gerilemenin) ortak trendden kaynaklandığını göstermekte olup bu durum fiyatlama davranışındaki bozulmanın (ve düzelmenin) genele yayıldığını ima etmektedir. Bununla birlikte, trend enflasyona en yüksek katkının hizmet grubundan geldiği izlenmektedir (Grafik 3). Alt kalem bazında, 2025 Nisan ayı itibarıyla hizmet enflasyonu trendi yüzde 3,1 ve trend enflasyona katkısı 1,3 yüzde puan; temel mal enflasyonu trendi yüzde 1,8 ve trend enflasyona katkısı 0,7 yüzde puan; işlenmiş gıda enflasyon trendi yüzde 2,3 ve trend enflasyona katkısı 0,5 olarak tahmin edilmektedir.

¹ Model ve önsel dağılımlara dair ayrıntılı bilgi için Stock ve Watson (2016) makalesine bakınız.

² Bu çalışma kapsamında, B endeksini oluşturan 3 ana grup ve 9 alt grup ile Stock ve Watson (2016) tarafından önerilen çok değişkenli model kullanılarak doğrudan bir yaklaşımla trend göstergeleri oluşturulmuştur. Buna ek olarak, her bir alt grup için tek değişkenli model (UCSVO) sonucunda elde edilen trendler, grup ağırlıklarıyla toplulaştırılarak trend enflasyon göstergeleri de tahmin edilmiştir (dolaylı yaklaşım). Ancak, doğrudan yaklaşımla (MUCSVO) 9 alt gruptan elde edilen trend göstergesinin göreceli oynak oluşu; dolaylı yaklaşımla (UCSVO) oluşturulan trend göstergelerinde ise tüm sektörleri etkileyen ortak trend bileşeninin ihmal ediliyor oluşu nedeniyle bu kutuda trend enflasyon göstergesi olarak doğrudan yaklaşımla 3 alt gruptan oluşturulan trend göstergesi sunulmuştur.

Grafik 2: Enflasyonun Ortak Trendi ve Alt Kalem Trendlerinin Katkıları**Grafik 3: Alt Kalem Trendlerinin Katkısı****b. Performans Değerlendirmesi**

Bu bölümde, trend enflasyon göstergesinin enflasyonu öncülleme gücü TCMB bünyesinde halihazırda takip edilen ana eğilim göstergeleriyle karşılaştırılmaktadır. Tablo 1'de mevcut göstergelerin enflasyonu 1, 2, 3, 6, 12 ve 24 ay öncesinden öngörü performansını yansıtan göreceli RMSFE değerleri yer almaktadır. Daha düşük göreceli RMSFE değerleri daha başarılı bir öngörü performansına işaret etmektedir. Trend enflasyon göstergesinin, 3 ay ve sonrası vadelerde daha başarılı bir performans sergilediği görülmektedir.

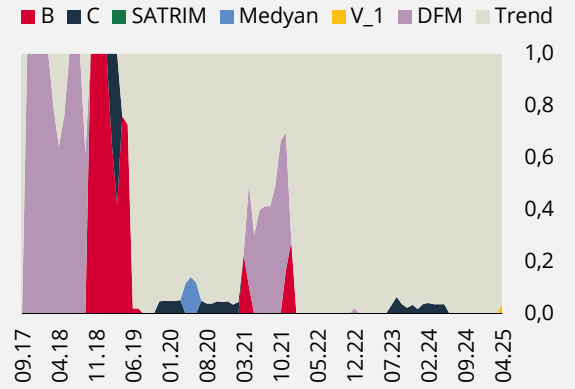
Göstergelerin enflasyonu öngörü gücünün zaman içindeki değişimini görmek amacıyla, ilgili dönem için 18 ay kayan pencerede 1 yıl sonrası öngörü hatasını minimize eden optimal tahmin kombinasyonu ağırlıkları hesaplanmaktadır. Göstergelere ait ağırlığın artması o dönemde ilgili göstergenin performansının arttığını göstermektedir. Sonuçlar, trend enflasyon göstergesinin 12 ay sonraki enflasyonu büyük oranda öncüllediğini teyit etmektedir (Grafik 4).

Tablo 1: Göstergelerin Öngörü Performansları (RRMSFE)

h	Trend	B	C	SATRIM	Medyan	V_1	DFM
1	1,25	1,07	1,14	0,86	0,91	0,89	0,78
2	1,03	0,95	0,95	0,85	0,90	0,88	0,86
3	0,78	0,93	0,91	0,85	0,83	0,84	0,84
6	0,76	0,95	0,95	0,88	0,84	0,85	0,85
12	0,72	0,94	0,94	0,89	0,84	0,86	0,86
24	0,84	0,98	0,99	0,95	0,91	0,92	0,91

Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

* RRMSFE, her bir göstergenin 1, 2, 3, 6, 12 ve 24 ay sonraki mevsimsellikten arındırılmış 3 aylık ortalama manşet enflasyona göre kök ortalama karesel öngörü hatalarının (RMSFE), manşet enflasyonun RMSFE'sine bölünmesiyle elde edilmektedir.

Grafik 4: 18 Ay Kayan Pencerelede RMSFE-12'yi Minimize Eden Kombinasyon Ağırlıkları*

Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

* 18 ay kayan pencerelede, öngörü hatasını minimize eden ana eğilim göstergelerinin optimal ağırlıkları hesaplanmıştır. RMSFE değerleri Tablo 1'deki gibi hesaplanmıştır. Ağırlıkların hesaplanmasına dair ayrıntılı bilgi için Enflasyon Raporu 2024-IV, Kutu 2.5 çalışmasına bakınız.

Özetle, bu kutuda Stock ve Watson (2016) çalışması kullanılarak elde edilen trend enflasyon göstergesinin sonuçları paylaşılmıştır. Ayrıca, göstergenin tahmin performansı TCMB tarafından takip edilen göstergelerle kıyaslanmıştır. Sonuçlar, sıkı para politikasının başladığı dönemden itibaren trend enflasyonun yüzde 4 seviyelerinden kalıcı olarak yüzde 2,5 seviyelerine gerilediğine işaret etmektedir. Trend enflasyon göstergesinin önümüzdeki dönemde gerilemeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Tasarım gereği daha uzun vadeye yönelik olması nedeniyle, trend enflasyon göstergesi TCMB para politikası iletişimde sıklıkla yer alan kısa vadeli ana eğilim göstergelerine bir alternatif değildir. Orta vadeli tahmin sürecine ve göreceli fiyat analizlerine katkıda bulunması amacıyla bu göstergelere ilave olarak kullanılacaktır. TCMB, enflasyon dinamiklerini inceleyen çalışmalara Araştırma Gündemi kapsamında devam edecektir.

Kaynakça

Enflasyon Raporu 2024-IV, Kutu 2.5, Enflasyon Ana Eğilim Göstergelerine Dair Bir Değerlendirme.

Stock, J. ve M., Watson. 2016. Core Inflation and Trend Inflation, *Review of Economics and Statistics*, 98 (4), October 2016, pp. 770-784.

Kutu 2.3

Son Kaynak Tedarik Tarifesi ve Mesken Elektrik Fiyatlarına Yansımaları

Elektrik fiyatları, tüm hanehalklarını doğrudan etkileyen temel tüketim kalemlerinden biri olup, tüketici fiyat endeksi içinde önemli bir paya sahiptir. Enerji piyasasında fiyatlandırma mekanizmalarındaki değişiklikler, aylık enflasyon oranlarında dalgalanmalara neden olabilmektedir. Bu çerçevede, meskenler için 1 Şubat 2025 tarihinde uygulamaya giren "Son Kaynak Tedarik Tarifesi'nin" (SKTT), mesken elektrik fiyatları ve TÜFE üzerindeki etkisini anlamak, enflasyon tahmin ve beklentilerinin doğru oluşturulabilmesi açısından önem arz etmektedir. Bu kutu, bu konuya yönelik anlayışa katkıda bulunmayı amaçlamaktadır.

1. Serbest Tüketici Nedir?

Elektrik piyasasında "serbest tüketici", Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) tarafından belirlenen yıllık tüketim sınırını (2025 yılı için 750 kWh/yıl, 2,05kWh/gün) aşan veya iletim sistemine doğrudan bağlı ya da organize sanayi bölgesi bünyesinde faaliyet gösteren tüm kişi ve kurumları ifade etmektedir. Bu tüketiciler, elektrik tedarikçilerini serbestçe seçme hakkına sahiptir. Serbest tüketici olmayan aboneler ise elektrik ihtiyaçlarını sadece EPDK'nın belirlediği ulusal tarife üzerinden karşılayabilmektedir.

2. Tarifeler: Ulusal Tarife ve SKTT

Ulusal Tarife: Serbest tüketici niteliğine sahip olmayan ya da serbest tüketici olduğu hâlde elektrik tedarikçisini seçmeyen aboneler için EPDK'nın belirlediği sabit birim fiyatlardır. Bu tarife, EPDK tarafından dönemsel olarak ilan edilmekte ve abone gruplarına göre farklılaşmaktadır. Ulusal tarifede meskenler günlük 8 kWh altı ve üstü tüketim için iki farklı birim fiyat üzerinden faturalandırılmakta; 8 kWh altı için düşük, bu eşikğin üzerinde kalan tüketim için ise daha yüksek bir birim fiyat uygulanmaktadır (Şekil 1). Tarifinin sabit yapısı, bu tüketici grubu için elektrik fiyatlarında öngörülebilirlik sağlamaktadır.

Son Kaynak Tedarik Tarifesi: Serbest tüketici hakkına sahip olduğu hâlde bu hakkı kullanmayarak, ikili anlaşma yapmaksızın yıllık bazda belirli bir seviyenin üzerinde enerji tüketimi gerçekleştiren tüketicilere SKTT uygulanmaktadır. Bu tarife yapısı, yüksek tüketime sahip aboneler için geliştirilmiş olup, tüketim düzeyi arttıkça ortalama fiyatın yükselmesi prensibine dayanmakta; bu sayede enerji kullanımına göre ödeme yapılması sağlanarak adil bir fiyatlandırma mekanizması oluşturulması amaçlanmaktadır. 2025 yılı için bu tarife kapsamındaki tüketim eşikleri; mesken aboneleri için yıllık 5.000 kWh (günlük 13,70 kWh), sanayi ve ticarethaneler için 15.000 kWh, tarımsal faaliyetler için ise 100 milyon kWh olarak belirlenmiştir. Bu sınırların üzerinde tüketim yapan tüm abone grupları SKTT'ye tabi olmakta ve elektrik fiyatları, piyasa koşullarına göre değişen bir tarife üzerinden belirlenmektedir.

Şekil 1: Mesken Abone Grubunda Günlük Tüketim Miktarlarına göre Serbest Tüketici ve SKTT



3. SKTT Fiyatları Nasıl Oluşmakta?

SKTT kapsamında elektrik fiyatları, günlük olarak hesaplanmakta olup, aşağıdaki bileşenlerden oluşmaktadır:

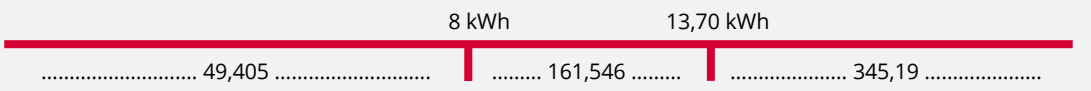
- **Piyasa Takas Fiyatı (PTF):** Gün Öncesi Piyasası'nda arz ve talep eğrisinin kesiştiği noktada saatlik olarak belirlenen elektrik birim fiyatıdır.

- **YEKDEM Maliyeti:** Yenilenebilir enerji kaynaklarını destekleme mekanizması kapsamında, bu kaynaklardan üretim yapan santrallere ödenen teşviklerin yarattığı birim maliyet bedelidir (EPDK tarafından ilgili ay için öngörülen tahmini birim maliyet).
- **Kurulca Belirlenen Katsayı (KBK):** Enerji dışı giderler ile makul kâr oranı dikkate alınarak, EPDK tarafından belirlenen katsayıdır. 26 Aralık 2024 tarih ve 13166 sayılı EPDK kararına göre, mesken tüketici grubu için 1,05; diğer tüketici grupları için ise 1,0938 olarak belirlenmiştir.

Eşitlik (1)'de gösterildiği üzere, enflasyon hesabında dikkate alınan günlük SKTT fiyatı ($SKTT_g$), ilgili güne ait saatlik PTF'nin ağırlıklı ortalaması ile o aya ait YEKDEM maliyeti toplamının, KBK ile çarpılması sonucu elde edilmektedir. Bu üç unsurun bileşiminden oluşan fiyat, her gün SKTT kapsamındaki tüketiciler için yeniden hesaplanmakta ve sabit tarifelerden farklı olarak günlük oynaklıklar taşımaktadır. Örnek olarak 24 Nisan 2025 gününe ait enerji bedelleri Şekil 2'de gösterilmiştir.

$$SKTT_g = (PTF_g + YEKDEM) \times KBK \quad (1)$$

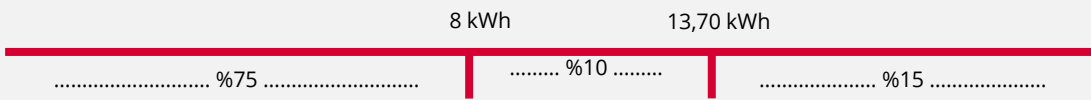
Şekil 2: 2025 Yılı Mesken Abone Grupları Tek Zamanlı Enerji Bedeli (kr/kWh, Alçak Gerilim, Tek Terimli)



4. TÜFE Kapsamında Aylık Mesken Elektrik Fiyatı Hesabı

Mesken abone grubunda yıllık 5.000 kWh tüketim sınırını aşan, diğer bir ifade ile SKTT kapsamında yer alan tüketicilerin payı yaklaşık yüzde 15'tir (Şekil 3). Ulusal tarife üzerinden faturalandırılan mesken aboneleri arasında, günlük 8 kWh altı tüketime sahip olan abonelerin toplam mesken elektrik enerjisi tüketimindeki payı ise takribi yüzde 75'tir. Buna ek olarak, yaklaşık yüzde 10'luk bir tüketici grubu 8 kWh üzerindeki tüketimlerine rağmen ulusal tarife kapsamında kalmaktadır.

Şekil 3: Mesken Abone Gruplarının Günlük Tüketim Oranı (% , 2025 Yılı İçin)



Bu çerçevede, TÜFE kapsamında mesken elektrik fiyatı hesaplanırken şu adımlar izlenmektedir:

- 1- **PTF'nin ağırlıklı ortalaması (PTF_{aao}):** Gün Öncesi Piyasası'nda saatlik eşleşme miktarlarıyla ağırlıklandırılarak günlük aritmetik ortalama hesaplanmaktadır.
- 2- **Günlük SKTT değeri ($SKTT_g$):** O aya ait YEKDEM maliyeti, PTF_{aao} ve KBK üzerinden eşitlik (1) kullanılarak hesaplanmaktadır.
- 3- $SKTT_g$ ve günlük 8 kWh altı/üstü ulusal tarifeye belediye vergisi, dağıtım bedeli ve KDV eklenip tüketim oranlarıyla ağırlıklandırılarak günlük geometrik ortalama elektrik fiyatı (EF_{ggao}) hesaplanmaktadır.
- 4- **TÜFE aylık elektrik fiyatı:** EF_{ggao} ay içindeki geometrik ortalaması alınarak TÜFE'de esas alınan nihai perakende fiyat elde edilmektedir.

Diğer bir ifadeyle, günlük SKTT ve ulusal tarifelere ait enerji bedellerine belediye vergisi (yüzde 5), dağıtım bedeli (kr/kWh) ve KDV (yüzde 10) eklenip, tüketim oranlarına göre ağırlıklandırılarak hesaplanan geometrik ortalamanın aylık geometrik ortalaması alındığında, (2) numaralı eşitlikte sunulan TÜFE nihai mesken elektrik fiyatı ortaya çıkmaktadır.

$$\begin{aligned}
\text{Elektrik Fiyatı} = & \prod_{g=1}^{30} \left(\left[(8kWh \downarrow \text{enerji bedeli}_g \times (1 + \text{Belediye vergisi}) + \text{Dağıtım bedeli}) \times (1 + KDV oranı) \right]^{8kWh \downarrow \text{tüketim oranı}} \right. \\
& \times \left[(8kWh \uparrow \text{enerji bedeli}_g \times (1 + \text{Belediye vergisi}) + \text{Dağıtım bedeli}) \times (1 + KDV oranı) \right]^{8kWh \uparrow \text{tüketim oranı}} \\
& \times \left[(SKTT_g \times (1 + \text{Belediye vergisi}) + \text{Dağıtım bedeli}) \times (1 + KDV oranı) \right]^{SKTT \text{ tüketim oranı}} \left. \right)^{(1/30)} \quad (2)
\end{aligned}$$

5. SKTT'nin TÜFE Üzerindeki Etkisi

SKTT'nin TÜFE üzerindeki etkisi, mesken abone grubu kanalıyla doğrudan; ticarethane ve sanayi abone grupları kanalıyla ise (üretim maliyetleri kanalıyla) dolaylı olarak ortaya çıkmaktadır. TÜFE'ye olan doğrudan etkinin altında, (i) SKTT kapsamındaki tüketici grubunun TÜFE içindeki payı ile (ii) SKTT fiyatlarının günlük olarak değişmesi yatmaktadır.

TÜFE sepetinde elektrik kaleminin ağırlığı yüzde 1,79 seviyesindedir. Bu oranın yaklaşık yüzde 15'i, diğer bir deyişle enflasyon sepetinin yüzde 0,27'si, SKTT kapsamında fiyatlanan elektrik tüketiminden kaynaklanmaktadır. Yıl içinde SKTT kapsamındaki abone sayısı sınırlı oranda değişiklik gösterebilse de kullanılan ağırlıklar TÜFE metodolojisi çerçevesinde sabit kalmaktadır.

SKTT fiyatlarının seyrinde en kritik bileşen, PTF'dir. SKTT'nin toplam elektrik tüketimindeki payı PTF'yi enflasyon açısından kritik bir değişken haline getirmektedir. Elektrik üretiminde arz-talep dengesi, mevsim koşullarına (üretim kaynakları dağılımının mevsimsel etkilerle değişim göstermesine) ve günün saatine bağlı olarak değişmektedir. Bu da PTF'nin saatlik ve aylık bazda dalgalanmasına yol açmaktadır. PTF'deki bu değişkenlik, SKTT kapsamındaki fiyatlara doğrudan yansımakta ve TÜFE içinde yer alan elektrik fiyatları her ay, sınırlı ölçüde olmakla birlikte, yukarı ya da aşağı yönlü hareketler sergileyebilmektedir. Günlük değişen PTF'nin yanı sıra, YEKDEM maliyetinin aylık bazda değişmesi de (sınırlı da olsa), TÜFE üzerinde çift yönlü dalgalanmalara neden olabilmektedir.

Son olarak, SKTT uygulaması çerçevesinde aylık elektrik fiyatı hesabında günlük ortalamaların kullanılması, ay içinde yapılan ulusal tarife değişikliklerinin bir sonraki aya sarkan etkilerinin oluşmasına sebep olabilmektedir. Örneğin, 5 Nisan 2025 tarihinden itibaren geçerli olan ulusal tarife değişikliği neticesinde, nisan ayında TÜFE'de elektrik fiyatları yüzde 20,8 oranında artarken nisan ayının ilk 5 gününe dair kalan etkinin Mayıs ayına sarkması beklenmektedir.

6. Fiyat Dinamikleri ve Tahminlere Etkisi

SKTT'nin piyasaya duyarlı doğası ve dinamik fiyat yapısı, sabit tarifelere kıyasla elektrik fiyatlarının günlük olarak dalgalanmasına neden olmaktadır. SKTT kapsamındaki mesken abonelerinin tüketici fiyat endeksi sepetindeki payının yaklaşık yüzde 0,27 düzeyinde olması, enflasyonun tahmin süreçlerinde isabetlilik açısından SKTT kapsamı ve bileşenlerinin (PTF ve YEKDEM) dikkate alınmasının önemine işaret etmektedir.

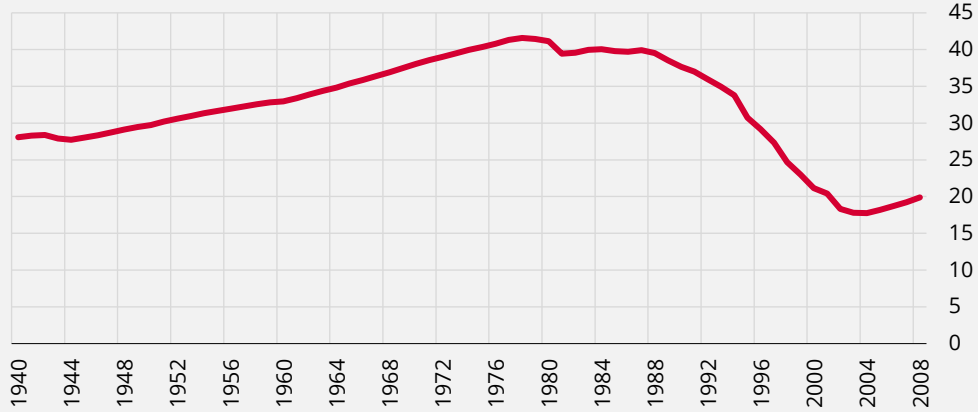
Kutu 2.4

Hanehalkı Enflasyon Beklentileri: Geçmiş Tecrübe Ne Kadar Etkili?

Enflasyon beklentileri, para politikasının seyri ve sürdürülebilir fiyat istikrarı açısından büyük önem taşımaktadır. Bu bakımdan, para politikası oluşturulurken merkez bankaları hanehalkının enflasyon beklentilerini de dikkate almaktadır. İktisat yazını, bireylerin geçmiş tecrübelerinin enflasyon beklentileri üzerinde etkili olabildiğini ortaya koymaktadır (Piazzesi ve Schneider, 2005; Malmendier ve Nagel, 2016). Bu çerçevede, çalışmada, kişi bazlı Tüketici Eğilim Anketi (TEA) verilerinden faydalanarak hanehalkının geçmiş enflasyon tecrübelerinin enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerine odaklanılmaktadır.

Grafik 1'de her bir yılda doğan bireylerin 2024 yıl sonuna kadar ömür boyu maruz kaldıkları ortalama yıllık enflasyon oranı yer almaktadır. Buna göre, 2000 yılı sonrasında doğan bireylerin daha yaşlı bireylere göre ortalama olarak daha düşük enflasyon oranına maruz kaldıkları görülmektedir. Kronik enflasyon yaşanan 1980'li ve 90'lı yılları yaşayan bireylerin ise ömür boyu maruz kaldıkları yıllık ortalama enflasyonun yüksek olduğu değerlendirilmektedir.

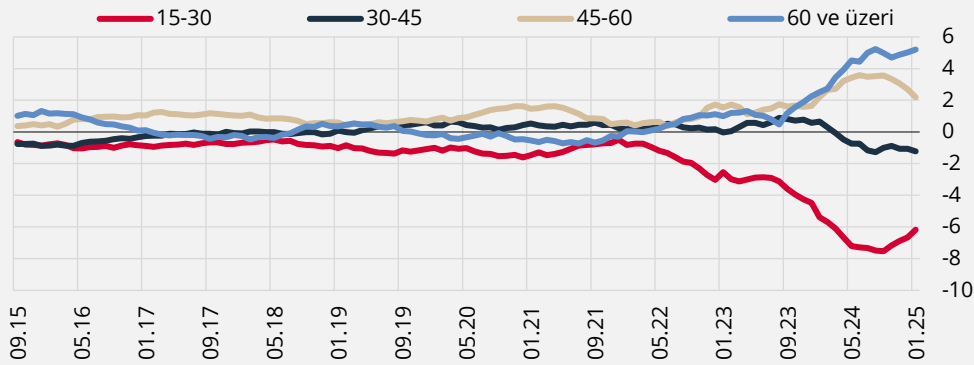
Grafik 1. Doğum Yılına Göre Ömür Boyu Maruz Kalınan Ortalama Enflasyon* (2024 Sonu İtibarıyla, %)



* Grafik, her bir yılda doğan bireylerin doğdukları yıldan 2024 yılına kadar maruz kaldıkları ortalama yıllık enflasyon oranını göstermektedir.

Grafik 2'de ise yaş gruplarının yıllık enflasyon beklentilerinin ortalamadan sapmasının gelişimi yer almaktadır. Buna göre, gençler ve yaşlıların enflasyon beklentileri arasında önemli bir ayrışmanın olduğu görülmektedir. 45 yaşından daha yaşlı olan bireyler, 45 yaşından daha genç bireylerden daha yüksek enflasyon beklentilerine sahiptir. 60 yaşından yaşlı ve 30 yaşından genç bireylerin enflasyon beklentilerindeki ayrışma ise daha belirgindir. Enflasyonist baskıların yüksek olduğu 2021 yılı sonrasında yaş grupları arasındaki farklılaşmanın daha da yükseldiği görülmektedir. Örneğin, 2025 yılı ocak ayı itibarıyla yaşı 15 ila 30 arasında olan bireyler yüzde 62,8 oranında enflasyon beklentisine sahipken yaşı 60'ın üzerinde olan bireyler önümüzdeki 12 ayda ortalama yüzde 71 oranında enflasyon beklemektedir. Grafik 2'de yer alan yaş gruplarına göre enflasyon beklentilerinin dağılımı ile Grafik 1'de yer alan doğum yılına göre maruz kalınan enflasyon verisi bir arada değerlendirildiğinde, ömür boyunca yüksek enflasyona maruz kalmış bireylerin enflasyon beklentilerinin de yüksek olduğu görülmektedir.

Grafik 2. Yaş Gruplarına göre Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi*
(Ortalamadan Sapma, %)



* Grafik, her bir yaş aralığındaki bireylerin ortalama enflasyon beklentilerinin ilgili aydaki tüm bireylerin ortalama enflasyon beklentisinden sapmasını (fark) göstermektedir.

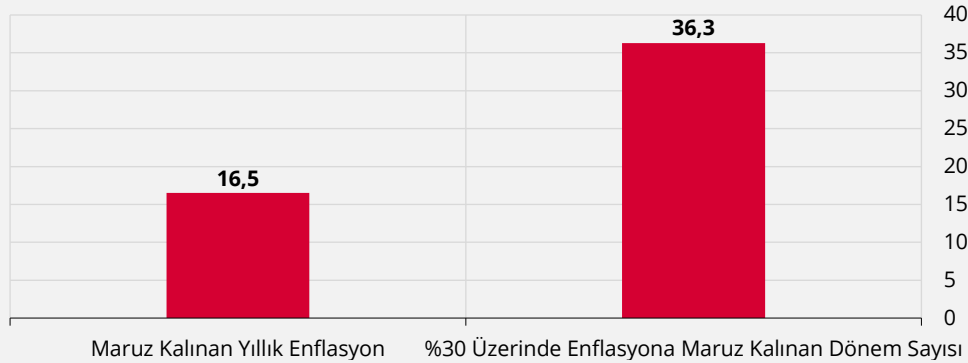
Geçmişte farklı enflasyon tecrübelerine sahip bireylerin enflasyon beklentilerindeki ayrışma ekonometrik olarak da test edilmektedir. Analiz, 2014 Ekim-2025 Şubat dönemi arasında yer alan aylık frekansta veri seti kullanılarak aşağıdaki sabit etkiler modeli ile gerçekleştirilmiştir:

$$Y_{i,a,c,t} = \beta \text{ maruz kalan enflasyon}_{i,t} + \lambda \text{ kontroller}_{i,t} + \gamma_a + \delta_c + \theta_t + \epsilon_{i,a,c,t}$$

Denklemden i anketi cevaplayan kişiyi, a kişinin yaşını, c doğum yılı aralığını, t zamanı (yıl-ay seviyesinde) göstermektedir. $Y_{i,a,c,t}$ anketi cevaplayan kişinin önümüzdeki 12 aylık dönemdeki enflasyon beklentisidir. *Maruz kalan enflasyon* ise kişinin doğumundan t anına kadar maruz kaldığı yıllık ortalama enflasyon seviyesi olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, enflasyon beklentileriyle ilişkili olan bazı bireysel düzeydeki özellikler de kontrol edilmektedir. *Kontroller*, cinsiyet ve gelir aralığı kuklaları ile kişinin örgün eğitim yılını içermektedir. Analize bir dizi sabit etki de dahil edilmiştir. γ_a , zamanla değişmeyen yaşa özgü özellikleri kontrol eden yaş sabit etkilerini göstermektedir. δ_c , 10 farklı doğum yılı aralığını içeren sabit etkileri göstermektedir. Son olarak, mevcut enflasyon seviyeleri, istihdam koşulları ve büyüme beklentileri de dahil olmak üzere enflasyon beklentilerini etkileyen makroekonomik eğilimleri hesaba katmak için yıl-ay sabit etkileri, θ_t , kontrol edilmektedir. Standart hatalar yaş düzeyinde kümelenmiştir.

Analiz sonuçları, bireylerin doğumundan itibaren maruz kaldığı enflasyonla enflasyon beklentileri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Grafik 3'te yer alan regresyon sonuçlarına göre, geçmişte maruz kalan enflasyondaki her 1 yüzde puanlık artış, bireylerin yıllık enflasyon beklentilerinin 16,5 baz puan artışına neden olmaktadır. Bu ilişki, yüzde 30 ve üzerinde enflasyona maruz kalan dönem sayısı ana bağımsız değişken olarak kullanıldığında da gözlemlenmektedir. Yüzde 30 ve üzerinde yıllık enflasyona maruz kalan dönem sayısındaki her artış bireylerin yıllık enflasyon beklentilerinin 36,3 baz puan yüksek oluşması sonucunu ima etmektedir.

Grafik 3. Maruz Kalınan Enflasyon ve Enflasyon Beklentisi İlişkisi* (Baz Puan)



* Grafik, 2014 Ekim-2025 Şubat dönemi için regresyon sonuçlarını gösteriyor. Analizlerde, katılımcıların Tüketici Eğilim Anketinde "Gelecek 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının yüzde kaç artacağını/azalacağını bekliyorsunuz?" sorusuna verdikleri cevap bağımlı değişken olarak yer alıyor. Ana bağımsız değişken olarak ise ilk kolondaki analizde anket katılımcısının doğumundan anketi cevapladığı tarihe kadar maruz kaldığı ortalama yıllık enflasyon oranı; ikinci kolondaki analizde ise katılımcının doğumundan itibaren %30 ve üzerinde enflasyona maruz kaldığı dönem sayısı kullanılıyor.

Özetle, hanehalkının enflasyon beklentileri geçmiş enflasyon tecrübelerinden önemli ölçüde etkilenmektedir. Hanehalkı enflasyon beklentisinin son dönemdeki yüksek seyrinde geçmişte maruz kalınan yüksek enflasyonun da etkili olduğu değerlendirilmektedir. Fiyat istikrarında yaşanan bozulmaların sadece ilgili dönemde negatif etki yaratmakla kalmadığı, yıllara yayılan olumsuz etkilerinin de olduğu görülmektedir. Bu bakımdan, fiyat istikrarı hedefine ulaşıp bu istikrarın korunması büyük önem taşımaktadır.

Referanslar

Malmendier, Ulrike, and Stefan Nagel, "Learning from Inflation Experiences," *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 131, Issue 1, February 2016, Pages 53–87, <https://doi.org/10.1093/qje/qjv037>.

Piazzesi, Monika, and Martin Schneider, "Inflation and the Price of Real Assets," *Working Paper, Stanford University*, 2012.

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

2024 yılının dördüncü çeyreğinde yıllık bazda yüzde 3, çeyreklik bazda yüzde 1,7 artan GSYH, iktisadi faaliyette toparlanmaya işaret etmiştir. Harcama yönünden bakıldığında, nihai yurt içi talep dördüncü çeyrekte de yıllık büyümeye pozitif katkı sağlarken stok değişimi negatif katkı vermiştir. Kamu tüketiminin ve yılın son çeyreğinde kampanyalar ve yaklaşan ücret güncellemeleri kaynaklı öne çekilen talebin de etkisiyle özel tüketimin katkısı pozitif yönlü olmuş, net ihracatın yıllık büyümeye katkısı ise negatif gerçekleşmiştir. Üretim tarafından bakıldığında, yıllık büyümeye en yüksek katkı hizmetler sektöründen gelirken sanayi ve tarım sektörlerinin katkısı görece daha sınırlı olmuştur. Bu çerçevede, 2024 yılı son çeyreği için çıktı açığı tahmini -0,2 puan olarak yukarı yönlü güncellenmiştir. Yakın döneme ilişkin öncü veriler, yurt içi talebin ilk çeyrekte bir miktar ivme kaybetmesine rağmen öngörülerin üzerinde seyrettiğine işaret etmektedir. Böylelikle, 2025 yılı ilk çeyreği için, bir önceki Rapor dönemine göre yukarı yönde bir güncelleme yapılmış ve çıktı açığı nötr düzeyine yakın olarak belirlenmiştir (Tablo 3.1.1). Yılın kalanında, finansal koşullardaki sıkılaşmanın ve küresel gelişmelerin sınırlayıcı etkisinin belirginleşmesi ile talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine katkısını artıracakları değerlendirilmektedir.

Nisan ayında tüketici enflasyonu yüzde 37,9 oranında gerçekleşerek bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının orta noktasının altında kalmıştır. Dezenflasyon süreci alt gruplar genelinde devam etmektedir. Hizmet enflasyonu gerilemesine rağmen, geçmişe endeksleme eğilimi güçlü olan sektörler öncülüğünde yüksek seyretmektedir. Mal enflasyonu düşük seyrederken mart ayında finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerden etkilenmiş ve ithal girdi içeriğine bağlı olarak nisan ayında bir miktar yükselmiştir. Gıda ve alkolsüz içecekler grubunda yıllık enflasyon gerilemesine rağmen, ilk çeyrekte yaşanan olumsuz hava şartlarının da etkisiyle fiyat artışları tarihsel ortalamalarının üzerinde gerçekleşmiştir. Nisan ayı enflasyonunda ise enerji ve temel mal gruplarındaki gelişmeler öne çıkmıştır. Üretici enflasyonu ise nisan ayında yıllık yüzde 22,5 seviyesinde gerçekleşerek tüketici enflasyonundan daha düşük bir seviyede seyretmeye devam etmiştir.

Çekirdek enflasyon göstergelerinin yıllık artışı yavaşlamıştır. Şubat ve mart aylarında önemli bir yavaşlama gösteren ana eğilim nisan ayında finansal piyasalardaki gelişmelerin etkisiyle kısmi bir yükseliş göstermiştir. Diğer taraftan çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonları yavaşlamaya devam etmiştir.

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2024-IV	2025-I
Çıktı Açığı (Yüzde)	-0,2 (-1,1)	0,0 (-1,7)
Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	44,4 (44,4)	37,9 (38,8)
B Endeksi Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	43,9 (43,9)	36,8 (38,4)

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

** 2024-IV için aralık, 2025-I için nisan enflasyonunu belirtmektedir.

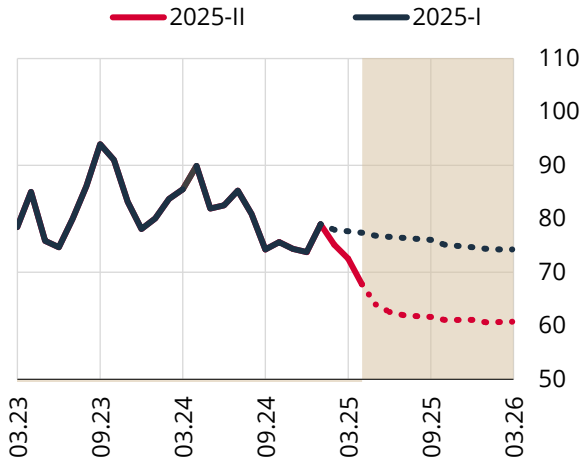
Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

Korumacı ticaret politikaları küresel büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü risklerin artmasına neden olmuştur. Nisan ayında ABD tarafından açıklanan gümrük paketi ile birlikte uluslararası ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler artmıştır. Takip eden dönemde, erteleme ve müzakere yönünde açıklamaların etkisiyle finansal piyasalardaki hareketlilik bir miktar sönümlense de küresel iktisadi faaliyete dair beklentiler olumsuz etkilenmiştir. Nisan ayında, küresel üretim ve ihracata ilişkin beklentiler artan belirsizlik karşısında düşüş yönünde sert tepki verirken büyüme tahminleri başta ABD olmak üzere birçok ülke için aşağı yönlü revize edilmiştir. Bu çerçevede, Türkiye'nin ihracat ağırlıkları kullanılarak oluşturulan küresel büyüme endeksi yıllık artış oranı varsayımı 2025 yılında yüzde 1,9, 2026 yılında ise yüzde 2,1 olarak bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla aşağı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.2).

Korumacı ticaret politikaları finansal piyasalardaki risk algısını da olumsuz etkilemiştir. Bu çerçevede, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla küresel finansal koşullarda sıkılaşma eğilimi öne çıkarken para politikalarına yönelik belirsizlikler de artış göstermiştir. Korumacı ticaret politikaları büyüme beklentilerini aşağı çekerken enflasyon beklentilerini de birçok ülke için olumsuz etkilemiştir. Bu görünüm, merkez bankaları için enflasyonla büyüme arasında ödünleşme ihtimalini beraberinde getirmekte ve para politikalarının öngörülebilirliğini azaltmaktadır. Büyüme görünümündeki bozulma nedeniyle, piyasalarda birçok ülkede 2025 yıl sonu için bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla daha düşük faiz seviyeleri fiyatlanmaktadır. Diğer taraftan, enflasyon beklentilerindeki artış merkez bankalarını faiz indirimi konusunda daha temkinli bir duruş sergilemeye yönlendirmektedir.

Küresel büyüme görünümü, jeopolitik riskler ve arz yönlü faktörler emtia fiyatları üzerinde etkili olmaya devam etmektedir. Küresel büyüme görünümündeki bozulmayla birlikte, özellikle enerji olmak üzere, emtia fiyatları gerilemiştir. Çin'de iktisadi faaliyetin zayıf olması ve küresel talep görünümündeki bozulma nedeniyle endüstriyel emtia fiyatları gerilemiş, tarımsal emtia endeksinde de bir önceki Rapor dönemine göre genele yayılan bir düşüş gözlenmiştir. Bu çerçevede, vadeli fiyatları da göz önünde bulundurarak oluşturulan petrol fiyatları varsayımı bir önceki Rapor döneminde 2025 yılı için ortalama 76,5 ABD doları iken mevcut Rapor döneminde 65,8 ABD doları seviyesine güncellenmiştir (Grafik 3.1.1). 2026 yılı için ise petrol fiyatları varsayımı 60,6 ABD doları seviyesinde oluşturulmuştur. İthalat fiyatlarının genel seviyesine ilişkin oluşturulan varsayımlar 2025 yılı için yüzde 1,1; 2026 yılı için ise yüzde 1,3 düşüşe işaret etmektedir (Grafik 3.1.2, Tablo 3.1.2).

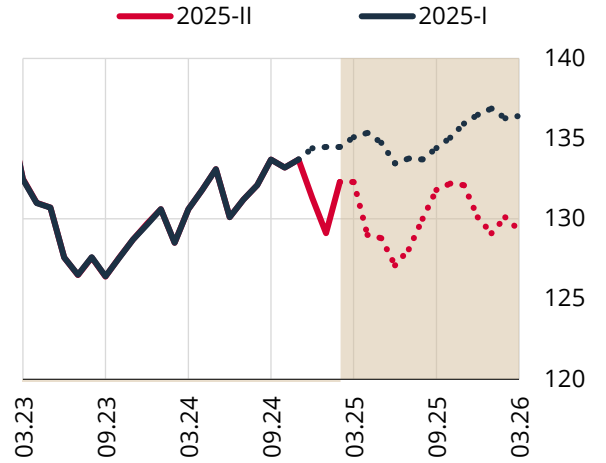
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

2025 yılı gıda fiyatlarına ilişkin varsayım yukarı yönlü güncellenmiştir. Gıda enflasyonu 2024 yılını yüzde 43,6 ile tamamlamış, mart ayında ise yüzde 37,1'e gerilemiştir. Yaşanan olumsuz hava koşullarının taze meyve ve sebze fiyatlarını etkilemesiyle, gıda grubu yıllık enflasyonundaki gerileme eğilimi ilk çeyrek sonunda kesintiye uğramıştır. Taze meyve ve sebze dışındaki gıdalarda ise yıllık enflasyon azalmaya devam etmiştir. Bununla birlikte, nisan ayında yurt geneline yaygın bir biçimde gerçekleşen zirai don hadisesi önümüzdeki döneme dair başta meyve olmak üzere taze meyve ve sebze fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskleri artırmıştır. 2025 yılına ilişkin gıda fiyat enflasyonu varsayımı yüzde 26,5'e güncellenmiş, 2026 yılı için ise yüzde 13,5 olarak korunmuştur (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

	2025	2026
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,9 (2,2)	2,1 (2,4)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	65,8 (76,5)	60,6 (74,0)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-1,1 (2,6)	-1,3 (0,6)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	26,5 (24,5)	13,5 (13,5)

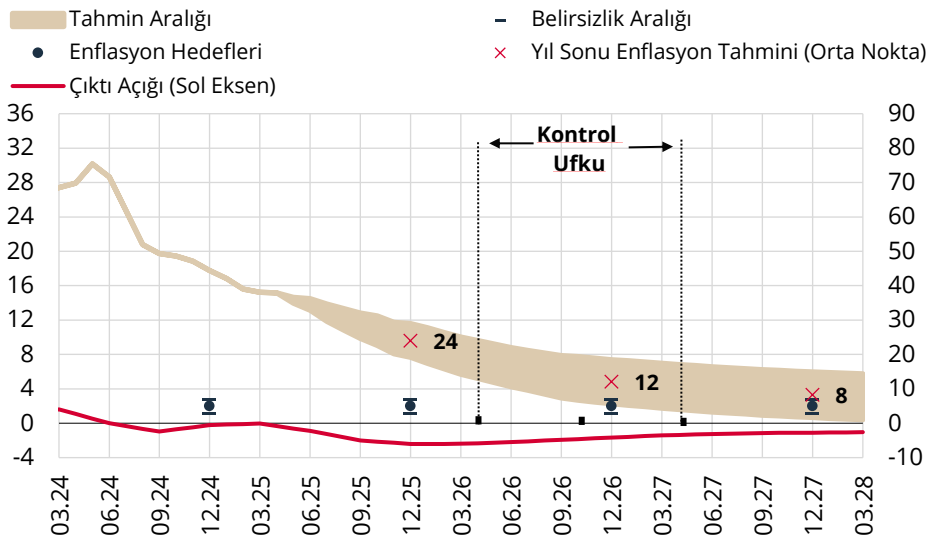
* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

Tahminler üretilirken makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı ve koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu kapsamda, orta vadeli tahminler oluşturulurken maliye politikasının artan eş güdümünün dezenflasyon sürecine önemli katkı sağlayacağı ve kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyat, borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır.

3.2 Orta Vadeli Görünüm

Yıl sonu enflasyon tahmini 2025 ve 2026 yılları için sırasıyla yüzde 24 ve yüzde 12 olarak korunmuştur.

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). Son dönem artan belirsizlikler nedeniyle tahmin aralıkları bir önceki Rapor aralıklarıyla aynı tutulmuştur. Tahminler oluşturulurken enflasyonda kalıcı bir düşüş ve fiyat istikrarı sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunun sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eş güdümün güçleneceği bir görünüm esas alınmıştır.

Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri* (%)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

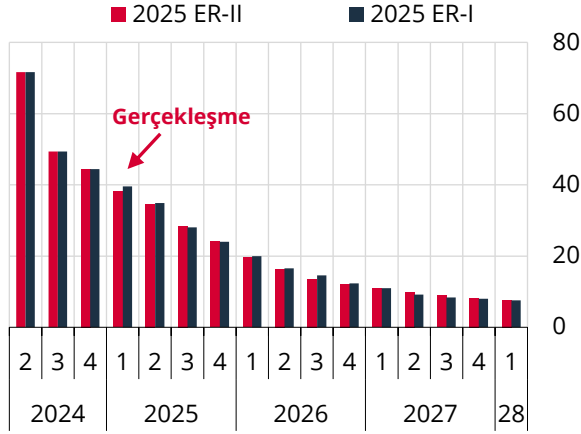
Tahminler üzerindeki yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesiyle 2025 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 24 olarak korunmuştur. 2024 yılının son ve 2025 yılının ilk çeyreğine ilişkin açıklanan verilerin, talepteki yavaşlamanın bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha sınırlı kaldığına işaret etmesi nedeniyle çıktı açığı tahmini yukarı yönlü güncellenmiştir. Enflasyonun ana eğiliminin nisan ayında finansal piyasalardaki gelişmelerin etkisiyle geçici olarak yükseldiği ve önümüzdeki dönemde kademeli olarak yavaşlamaya devam edeceği öngörülmektedir. Enflasyon beklentilerindeki gerileme öngörülenden daha yavaş olmuş ve döviz kuru sepeti finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler nedeniyle yükselmiştir. Atılan politika adımları sayesinde talep koşulları, enflasyon ana eğilimi ve beklentilerinin yıl sonu enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi sınırlanmıştır. Ayrıca, işlenmemiş gıda fiyat gerçekleştirmeleri kaynaklı olarak gıda enflasyonu varsayımı yükseltilmiştir. Söz konusu bu unsurlar, enflasyon tahminini yukarı yönlü etkilemiştir. Diğer yandan, son dönemdeki küresel gelişmelerin etkisiyle petrol ve ithalat fiyatları varsayımlarının aşağı yönlü güncellenmesi ve SUT muayene katılım paylarına ocak ayında yapılan artışın bir kısmının şubat ayında geri alınması enflasyon tahminini aşağı yönlü etkilemiştir. Politika tepkisinin etkisiyle söz konusu yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesi nedeniyle 2025 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 24 olarak korunmuştur. Parasal duruştaki sıkılığın korunması ile 2026 yıl sonunda enflasyonun yüzde 12 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir (Tablo 3.2.1).

Tablo 3.2.1: 2025 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncelleme ve Kaynakları

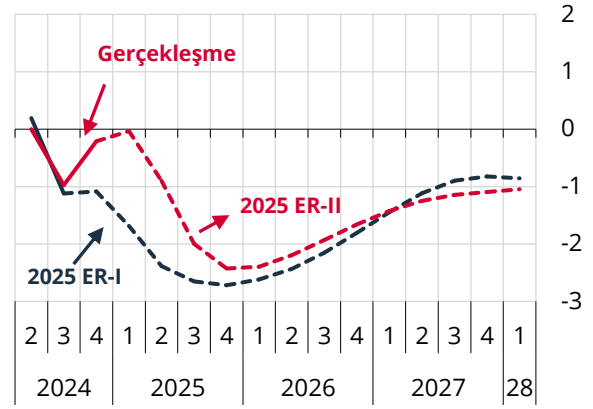
	2025
2025-I ER Tahmini (%)	24,0
2025-II ER Yıl Sonu Tahmini (%)	24,0
2025-I Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi (% Puan)	0,0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)	
Gıda Fiyatları	+0,5
Çıktı Açığı	+0,3
TL Cinsi İthalat Fiyatları	+0,1
Başlangıç Koşulları, Enflasyonun Ana Eğilimi	+0,1
Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar	-1,0

Kaynak: TCMB.

2025 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 24 seviyesinde korunmuştur (Grafik 3.2.2). İşlenmemiş gıda fiyatları kaynaklı olarak gıda fiyatları varsayımında yapılan güncelleme enflasyon tahminini 0,5 puan yükseltmiştir. Talep koşulları bir önceki Rapor öngörülerine kıyasla dezenflasyon sürecine daha sınırlı katkı vermiştir. Ancak, atılan sıkılaştırma adımları sayesinde bu sapmanın net etkisi 0,3 puan ile sınırlı kalmıştır. Petrol ve ithalat fiyatları varsayımındaki düşüşe karşın, sepet döviz kurundaki gelişmeler kaynaklı olarak TL cinsi ithalat fiyatlarından gelen katkı 0,1 puan olmuştur. Başlangıç koşulları ve enflasyon ana eğiliminin yıl sonu enflasyon tahminine toplam etkisi 0,1 puan artırıcı yönde olmuştur. Son dönemde uygulanan para politikası enflasyon ana eğiliminde ciddi bir bozulmanın önüne geçmiştir. Yönetilen ve yönlendirilen sağlık hizmetleri fiyatlarından olan SUT'ta şubat ayında yapılan yeniden düzenleme tahminleri 1,0 puan aşağı çekmiştir.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini (%)

Kaynak: TCMB.

Tahminler oluşturulurken küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizliklerin azalacağı ve ülke risk priminde küresel ya da yurt içi gelişmeler kaynaklı ilave bir artış olmadığı bir görünüm esas alınmıştır.

Son dönemde, tarifelerde erteleme ve müzakere yönünde açıklamaların etkisiyle finansal piyasalardaki hareketlilik bir miktar azalsa da tarifelerin ne oranda uygulamaya geçeceğine dair belirsizlikler sürmektedir. Bu durum küresel enflasyon ve büyüme görünümünü olumsuz etkilemekte ve küresel risk iştahının zayıf seyretmesine neden olmaktadır. Tahminler oluşturulurken küresel ticaret belirsizliklerinin önümüzdeki dönemde azalacağı ve küresel finansal piyasalarda ek bir dalgalanma yaratmayacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Enflasyonun ana eğiliminde kalıcı bir düşüş ve fiyat istikrarı 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 sıkı para politikası duruşunun enflasyonda kalıcı düşüş ve fiyat istikrarı sağlanana kadar 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. Son dönemde finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin etkisiyle nisan ayında enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin duraksadığı görülmektedir. Enflasyon beklentilerinin seviyesi dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir. Para politikası duruşundaki sıkılaştırmanın etkisiyle enflasyon beklentilerinin yeniden düşüş eğilimine girerek dezenflasyon patikasıyla uyumlu seviyelere gerilemesi beklenmektedir. Politika faizinde yapılan artış ve sıkı parasal duruşu destekleyici tedbirlerin de etkisiyle finansal koşullar sıkılaştırmıştır. Bunun yanı sıra para politikası duruşunun sıkılaştırması talep, reel kur ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini desteklemektedir. Parasal aktarım mekanizmasını destekleyen makroihtiyati politikaların etkisiyle kredi büyümesinin öngörülen dezenflasyon patikası ile uyumlu bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir. Son olarak, tahmin döneminde diğer ekonomi politikalarının para politikası ile eş güdümünü 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 düzelme vasıtasıyla güçleneceği öngörülmektedir.

Çıktı açığının yılın ilk çeyreğinde nötr seviyeye yakın olduğu ve toplam talep koşullarının enflasyonu düşürücü etkisinin zayıfladığı tahmin edilmektedir. Ancak, öncü göstergeler, yılın ikinci çeyreğinden itibaren talep koşullarının alınan sıkılaştırma tedbirleri ve küresel belirsizliklerin de etkisiyle güç kaybedeceğine işaret etmektedir. Çıktı açığı görünümünün enflasyondaki düşüşe katkısı, finansal koşullardaki sıkılaştırmanın ve sıkı parasal duruşun birikimli etkileri dikkate alındığında, yılın ikinci yarısında belirginleşecektir (Grafik 3.2.3). Böylece talep koşullarına duyarlılığı yüksek kalemlerde enflasyonun yavaşlama eğiliminin sürmesi öngörülmektedir. Ayrıca, emtia fiyatlarının gerilemesi ve talep koşullarının zayıf seyretmesi nedeniyle sepet döviz kurunda yaşanan artışın kısa vadeli enflasyon görünümü üzerindeki etkisinin sınırlı olacağı tahmin edilmektedir. Hizmet enflasyonu gerilemekle birlikte yüksek seyrini sürdürmüştür. Ancak, önümüzdeki dönemde talep koşullarının daha zayıf bir seyir izleyecek olmasının, özellikle talebe duyarlı kalemlerde hizmet enflasyonunun ataletindeki zayıflamayı destekleyeceği öngörülmektedir. Döviz kuru gelişmelerine

hassasiyeti yüksek olan bazı temel mal kalemlerinde fiyat artışları bir miktar güç kazanmış olmakla birlikte üretici fiyatlarının ılımlı seyrini sürdürmesi mal enflasyonundaki düşük seyrin devamına katkı sağlayacaktır. Nisan ayında, finansal piyasalardaki gelişmelerin etkisiyle enflasyonun ana eğilimde kısmi bir yükseliş gözlenmiştir. Bununla birlikte, reel birim maliyetlerdeki zayıflamanın belirginleşmesi, hizmet enflasyonundaki katılığın zayıflaması ve sıkı parasal duruşun korunması sonucu enflasyonun ana eğiliminin gerileyeceği 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.

Küresel ticarette artan korumacı eğilimlerin küresel iktisadi faaliyet, emtia fiyatları ve sermaye akımları kanalıyla dezenflasyon sürecine olası etkileri yakından takip edilmektedir. Tarife kararlarının önemli bir kısmının ertelenmesine ve çeşitli anlaşma kararlarına karşın, küresel ticaret ve ekonomi politikalarına ilişkin yüksek belirsizlik devam etmektedir. Tarife politikalarındaki değişikliğin küresel büyümeyi aşağı yönlü etkileyeceği değerlendirilmektedir. Para ve maliye politikalarının destekleyici görünümüne rağmen küresel büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesi yurt içi enflasyon üzerinde aşağı yönlü riskler yaratmaktadır. Diğer taraftan tarife adımlarının geri alınması risk algısını, küresel büyüme görünümünü ve emtia fiyatlarının son aylardaki seyrini değiştirebilecektir.

Küresel talep görünümüne ilişkin beklentilerin aşağı yönlü güncellenmesine karşın tarife politikalarına dair belirsizlikler enflasyon üzerinde her iki yönde risk oluşturmaktadır. Küresel büyümedeki belirsizlikler, enerjide daha belirgin olmak üzere emtia fiyatlarında gerilemelere sebep olmuştur. Küresel büyüme görünümündeki bozulma ve emtia fiyatlarındaki düşüş enflasyon üzerinde aşağı yönlü risk oluştururken Türk lirası üzerinde artabilecek baskılar yukarı yönlü risk teşkil etmektedir. Finansal piyasalarda artan belirsizliklerin küresel risk iştahını azaltması ve varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarını etkilemesi Türk lirası üzerinde baskı yaratabilecektir. Ayrıca, tarife adımlarında piyasaların şu ana kadar fiyatladığının ötesinde bir geri adım atılması küresel büyümeyi, emtia fiyatlarını ve risk algısını artırabilecek ve bahsi geçen kanallar üzerinden tersi yönde bir etki yaratabilecektir.

Yurt içinde nisan ayında meydana gelen ve geniş alana yayılan zirai don olayları, özellikle taze meyve fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. İlk çeyrekte mevsim normallerinin üzerinde seyreden hava sıcaklıkları ve nisan ayında görülen don olayı ile taze meyve sebze fiyatlarında arz yönlü baskılar artmıştır. Don olaylarının tarımsal rekolte üzerindeki etkisinin yılın ilerleyen aylarında da devam etmesi halinde özellikle meyve sebze kaynaklı olarak işlenmemiş gıda fiyatlarında yukarı yönlü riskler oluşturabilecektir. İlgili kalemlerde yaşanacak fiyat artışlarının doğrudan etkisinin yanı sıra, işlenmiş gıda grubu üzerinden dolaylı etkileri de enflasyonu yukarı yönlü etkileyebilecektir.

Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları dezenflasyon süreci açısından risk oluşturmaktadır. Tüketicilerin, firmaların ve piyasa katılımcılarının beklentilerinin yüksek seviyelerde seyretmesi, portföy tercihleri, tüketim eğilimi, kredi talebi ve fiyatlama davranışları üzerinden dezenflasyon süreci üzerinde etkili olmaktadır. Kısa dönemli veri sürprizlerine olan hassasiyetin yüksek seyretmesi, beklentilerin çıpılanması açısından ilave risk oluşturmaktadır. Ayrıca, artan küresel enflasyon belirsizliği ile küresel enflasyon beklentileri de bir miktar yukarı güncellenmiştir. Bu durum yurt içi enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü ikincil etkiler yaratabilecektir.

Fiyatlama davranışlarında geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin güçlü seyretmesi dezenflasyon sürecini yavaşlatmaktadır. Bu durum, özellikle hizmet grubu başta olmak üzere bazı alt kalemlerde belirgin şekilde hissedilmektedir. Kira alt grubunda süregelen fiyat artış eğilimi ile bazı hizmet kalemlerinde zamana bağlı ve geçmişe endeksli fiyatlamada davranışlarının devam etmesi, hizmet enflasyonundaki katılığın desteklemektedir. Kira dışındaki hizmetlerde daha ılımlı bir seyir gözlenmekle birlikte, konut sektörüne özgü deprem ve kentsel dönüşüm gibi unsurlar ile özel okul ücretlerinde gözlenen geçmiş enflasyona endeksli fiyatlamalar hizmet grubundaki ataletin sürmesine neden olmaktadır.

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 geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına 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 ulaşılması makroekonomik dengelenmeyi ve enflasyonla mücadeleyi destekleyecektir (Kutu 3.1). Bütçe ve nakit açığı, kamu borçlanması ile kamu iştiraklerinin kullanacağı krediler, likidite ve para arzı üzerinde etki yaratabilmekte ve enflasyon görünümünü değiştirebilmektedir.

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

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑ ↔ ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Küresel belirsizlikler ve emtia fiyatlarının seyri	- Ticaret politikalarında korumacı eğilimlerin güçlenmesi enflasyon üzerinde her iki yönlü risk oluşturmaktadır. ↔ - Küresel büyüme üzerindeki risklerin aşağı yönlü olduğu değerlendirilmektedir. ↓ - Küresel talep üzerinde aşağı yönlü risklerin artması emtia fiyatları ve dış talep kanallarından enflasyon üzerinde aşağı yönlü etkili olabilmektedir. ↓ - Türk lirası üzerinde artabilecek baskılar yukarı yönlü risk yaratabilecektir. ↑ - Tarife adımlarında piyasanın fiyatladığının üstünde geri adım atılması da bahsi geçen kanallar üzerinden enflasyon görünümünü tam tersi etkileyebilecektir. ↔	- Küresel enflasyon ve büyüme göstergeleri ile tahminleri - Küresel ekonomi ve ticaret politikaları - Küresel ticaret belirsizlik endeksi - Küresel risk iştahı göstergeleri - İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi - Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi - OPEC+ kararları - Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler - Yönetilen-yönlendirilen fiyatlar - İthalat Birim Değer Endeksi - Finansal koşullar - Kur beklentileri
Enflasyon beklentileri	Orta vadeli enflasyon beklentilerinde kısa vadeli verilere olan duyarlılığın yüksek olması ve beklentilerin hala yüksek seviyelerde olması enflasyon tahminleri üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↑	- Temel enflasyon göstergeleri - Enflasyon beklentisine ilişkin göstergeler - Sektörel enflasyon beklentileri - Enflasyon beklentilerinin dağılımı - Enflasyon belirsizliği göstergeleri - Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri

Fiyatlama davranışlarında geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin güçlü seyretmesi	Özellikle hizmet enflasyonundaki katılığın devam etmesi enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.	↑	- Temel enflasyon göstergeleri - Hizmet enflasyonu ataleti
Gıda fiyatları	Yaşanan zirai don olayı ve mevsim normallerinin üzerinde seyreden sıcaklıklar özellikle meyve sebze kaynaklı olarak işlenmemiş gıda grubu fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.	↑	- Taze meyve ve sebze fiyatları - Hal Kayıt Sistemi verileri - Uluslararası tarımsal emtia fiyatları - İklim değişikliğine ilişkin göstergeler
Para ve maliye politikalarının eş güdümünün etkinliğine dair riskler	Para ve maliye politikalarının eş güdümünün sektöre uğraması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturabilecektir.	↑	- Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları - Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler - Orta Vadeli Program ve maliye politikası tedbirleri - Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri - Yapısal bütçe dengesi tahminleri - Doğrudan vergilerin toplam vergiler içindeki payı - Asgari ücret ve kamu çalışanlarının ücret artışları

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

Kutu 3.1

Kamu Harcama Çarpanı

Mali çarpan, kamu harcamalarında veya vergi gelirlerinde meydana gelen bir birimlik dışsal değişimin milli gelir üzerinde meydana getirdiği etki olarak tanımlanmaktadır. Çarpan değeri hem milli gelirin bir bileşeni olan kamu harcamalarındaki değişimin doğrudan etkisini hem de artan kamu harcamalarının özel sektör davranışları üzerindeki etkisini (dolaylı etki) kapsamaktadır. Bu kutuda Türkiye ekonomisi için kamu tüketimi ve kamu yatırımı ayırımında çarpan değerlerinin kamu harcama şokları kullanılarak lokal projeksiyon (LP) yöntemiyle tahmin edilmesi amaçlanmıştır. Kamu harcama çarpanının birden büyük olması maliye politikasının etkin olduğuna, birden küçük olması ise maliye politikasının etkinliğinin azaldığına ve dışlama etkisinin varlığına işaret etmektedir. Maliye politikasının iki önemli politika aracı olan kamu harcama ve vergi gelirlerinin ekonomik faaliyet üzerindeki etkileri farklılık gösterirken her bir ana kalemin alt bileşenlerinin çarpan değerleri de birbirinden farklılaşabilmektedir. Örneğin kamu harcamalarının iki önemli bileşeni olan kamu tüketimi ve kamu yatırımı farklı çarpan değerleri alabilmekte ve bu harcama kalemlerinde meydana gelecek değişimlerin iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerinin zamanlaması da değişebilmektedir.

Kamu harcama çarpanının işaretini ve büyüklüğünü pek çok faktör etkilemekte, kamu harcama çarpanının boyutu ülkeden ülkeye ve hatta aynı ülke içinde zamandan zamana farklılık gösterebilmektedir. Kamu harcama çarpanının alacağı değeri etkileyen unsurlar arasında iş çevrimlerinin konumu, döviz kuru rejimi, dış ticarete açıklık derecesi, mali şokların niteliği, otomatik dengeleyiciler, kamu mali duruşu, para politikası uygulamaları, finansal sistemin sağlamlığı ve belirsizlik önemli bir yer tutmaktadır (Batini ve diğ., 2014). İktisadi yazında düşük/yüksek büyüme dönemleri ile düşük/yüksek borç stoku dönemlerinde mali şokların milli gelir üzerindeki etkisinin farklılaştığını gösteren pek çok çalışma bulunmaktadır¹.

Çalışmada kamu harcama çarpanları belirlenirken üç farklı tanım kullanılmıştır: etki çarpanı, birikimli çarpan ve maksimum birikimli çarpan. Etki çarpanı kamu harcamalarında meydana gelen bir birimlik artışın (pozitif harcama şoku) GSYH üzerindeki ilk etkisini belirlerken birikimli çarpan ise bir birimlik kamu harcama şokunu takiben milli gelirde meydana gelen toplam değişimin kamu harcamalarında meydana gelen toplam değişime oranı olarak tanımlanmaktadır. Maksimum çarpan ise zaman içerisinde birikimli mali çarpanın aldığı azami değeri temsil etmektedir.

Veri ve Model

Kamu harcamalarının alt bileşenleri olan kamu tüketimi ve kamu yatırımının milli gelir üzerindeki etkilerinin incelenmesi için oluşturulan modele kamu tüketimi, kamu yatırımı, vergi gelirleri ve GSYİH değişkenleri dahil edilmiştir. Çalışmada 2007Ç1 – 2024Ç2 dönemine ilişkin çeyreklik veri kullanılmıştır. Kullanılan bütçe verileri Hazine ve Maliye Bakanlığından (HMB), GSYH verileri ise TÜİK'ten temin edilmiştir. Kamu tüketimi için GSYH'nin bileşeni olan devletin nihai tüketim harcamaları kullanılırken kamu yatırımı için merkezi yönetim ve mahalli idareler kapsamında yapılan sermaye giderleri toplamı dikkate alınmıştır. Bütçe verilerinden elde edilen kamu yatırımları ve vergi gelirleri sırasıyla toplam yatırım deflatörü ve GSYH deflatörü kullanılarak reelleştirilmiştir. Seviye düzeyindeki reel seriler önce mevsimsellikten arındırılmış daha sonra da serilerin doğal logaritması alınmıştır.

Kamu harcama çarpanının hesaplanabilmesi için gerekli olan etki-tepki fonksiyonu Jorda (2005) tarafından geliştirilen LP yöntemi ile tahmin edilmiştir. Vektör otoregresyon (VAR) yöntemine göre modelleme hatasına daha az duyarlı olan bu yöntem etki-tepki fonksiyonunun doğrudan tahmin edilmesine imkân sağlamaktadır. LP modeline dışsal olarak giren yapısal kamu harcama şoklarının ayrıştırılmasında ise kamu tüketim harcaması, kamu yatırım harcaması, vergi ve milli gelirden oluşan dörtlü bir yapısal VAR (SVAR) modelinden faydalanılmıştır (Blanchard ve Perotti, 2002 ve Perotti, 2004). Oluşturulan tahmin modeli aşağıda verilmektedir.

¹ Baum ve Koester (2011), Auerbach ve Gorodnichenko (2012) çalışmaları birinciye, Huidrom ve diğ. (2016) ise ikinciye örnek oluşturmaktadır.

$$x_{t+h} = \alpha_h + \psi_h(L)x_{t-1} + \beta_h \text{şok}_t + \text{trend} + \varepsilon_{t+h} \rightarrow h = 0, \dots, H-1$$

Bu denklemde x_t vektörü modelde yer alan kamu tüketimi, kamu yatırımı, vergi geliri ve milli gelirden oluşan bağımlı değişkenleri temsil etmektedir.² Modele sabit terim (α_h) ve doğrusal trend (trend) de eklenmiştir. Kullanılan içsel değişkenlerin gecikme uzunluğuna bağlı olarak $\psi(L)$, tahmin edilen katsayı vektörünü, şok_t ise VAR modelinden ayrıştırılan yapısal kamu harcama şoklarını göstermektedir. β_h katsayısı t zamanında gelen şokun $t+h$ zamanında x değişkeni üzerinde meydana getirdiği etkiyi ölçmektedir. ε_{t+h} ise hata terimini temsil etmektedir.

Bulgular

Çalışmanın bulguları Tablo 1'de özetlenmiştir. Kamu tüketiminde meydana gelen 1 TL'lik artış (azalış) GSYH'yı ilk çeyrekte 1,6 TL artırırken (azaltırken) kamu yatırımlarında meydana gelen 1 TL'lik artış (azalış) GSYH'yı 0,9 TL artırmaktadır (azaltmaktadır). Bir yılın sonunda birikimli çarpan değerleri incelendiğinde kamu yatırım çarpanının kamu tüketim çarpanına göre daha büyük olduğu gözlenmektedir.

Tablo 1: Kamu Harcama Çarpanı

Tür	Formül	Kamu Tüketimi	Kamu Yatırımı
Etki (Anlık) Çarpanı	$\Delta Y_t / \Delta G_t$	1,6	0,9
Birikimli Çarpan (Bir Yıl)	$\sum_{j=0}^3 \Delta Y_{t+j} / \sum_{j=0}^3 \Delta G_{t+j}$	0,5	1,8
Maksimum Çarpan*	$\max \sum_{j=0}^7 \Delta Y_{t+j} / \sum_{j=0}^7 \Delta G_{t+j}$	1,6	2,4

* Kamu tüketimi için ilk çeyrekte, kamu yatırımı için ise beşinci çeyrekte maksimum etki görülmektedir.

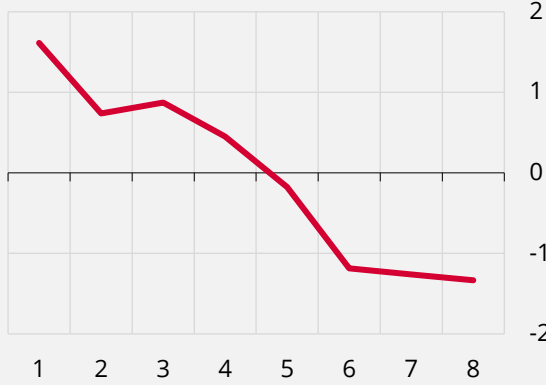
Grafik 1 ve 2'de gösterildiği üzere hesaplamalar sekiz çeyrek itibarıyla değerlendirildiğinde ilk dönem hariç kamu yatırımlarının kamu tüketimine göre daha yüksek bir çarpan değerine (daha etkin bir maliye politikası aracı) sahip olduğu görülmektedir. Diğer bir bulgu ise kamu tüketim çarpanının milli gelir üzerindeki azami etkisinin hızlı bir şekilde sönmesi ve bir yıllık birikimli çarpan değerinin 0,5'e gerilemesidir (Grafik 1). Dolayısıyla kamu tüketimi için çarpan değeri ilk anda güçlü (birin üzerinde) bir şekilde ortaya çıkmakta daha sonraki dönemlerde kamu tüketiminin özel sektör üzerindeki dışlayıcı etkisi belirginleşmektedir. Buna karşın, kamu yatırımlarının milli gelir üzerindeki azami etkisi gecikmeli olarak gerçekleşmekte (beşinci çeyrek 2,4) ve dönem boyunca mali çarpanın aldığı değerler kambur şeklinde (hump-shaped) bir davranış biçimi göstermektedir (Grafik 2). Kamu yatırım şokunun milli gelir üzerindeki etkisi başlangıçta 1'in altında (0,9) iken çarpanın boyutu pozitif sahada kademeli olarak artış kaydetmekte ve bir yılın sonunda birikimli çarpan 1,8 olmaktadır. Son olarak, kamu yatırım çarpanı sadece büyüklük olarak değil milli gelir üzerindeki etkinin kalıcılığı bakımından da kamu tüketim çarpanından ayrılmaktadır. Nitekim bir yıldan sonra kamu tüketim çarpanı hızlı bir şekilde negatif sahaya taşınırken kamu yatırım çarpanı iki yılın sonunda bile pozitif bölgede yüksek bir değerde kalabilmektedir. Bu çerçevede, kamu yatırımlarının özel sektör yatırımları için tamamlayıcılık etkisinin güçlü ve etkin olduğu değerlendirilmektedir.

Özetle, kısa vadede kamu tüketiminin orta vadede ise kamu yatırımının daha etkin bir maliye politikası aracı olduğu gözlenmektedir. Kamu tüketiminin GSYH üzerindeki azami etkisi ilk anda ortaya çıkarken kamu yatırımlarının GSYH üzerindeki azami etkisinin daha büyük ve gecikmeli olduğu gözlenmektedir.

² Çalışmada kullanılan LP modelleri 4 gecikme uzunluğu içermektedir. Alternatif olarak her bir tahmin ufkı için gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriteri kullanılarak da belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar tahmin katsayıları üzerinde anlamlı bir farklılaşma olmadığını desteklemiştir.

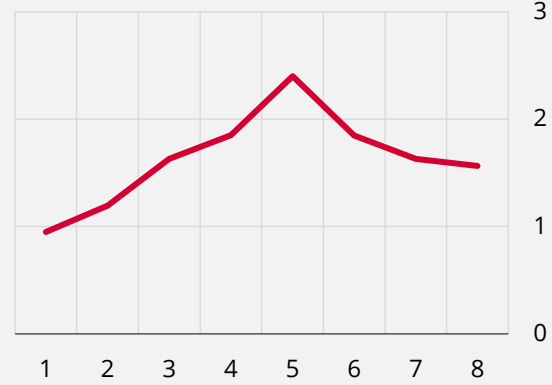
Diğer taraftan, sonuçlar dezenflasyon süreci açısından değerlendirildiğinde mali çarpanların birin üzerinde değerler alması kamu harcamalarının toplam talebin kontrol edilmesinde para politikasına anlamlı bir şekilde destek sağlayabileceğine işaret etmektedir.

Grafik 1: Kamu Tüketim Çarpanı*(Birikimli)



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.
* Çebi ve Özdemir (2025).

Grafik 2: Kamu Yatırım Çarpanı*(Birikimli)



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.
* Çebi ve Özdemir (2025).

Kaynakça

Auerbach, A.J., Gorodnichenko, Y. (2012), Measuring the Output Responses to Fiscal Policy, American Economic Journal: Economic Policy, 4(2), 1-27.

Baum, A., Koester, G.B. (2011), The Impact of Fiscal Policy on Economic Activity over the Business Cycle-Evidence from a Threshold VAR Analysis, Deutsche Bundesbank Discussion PaperNo. 03/2011.

Batini, N., Eyraud, L., Weber, A. (2014), A Simple Method to Compute Fiscal Multipliers, IMF Working Paper No 14/93.

Blanchard, O., Perotti, R. (2002), An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output, The Quarterly Journal of Economics, 117(4), 1329-1368.

Çebi, C., Özdemir, K.A. (2025). Kamu Harcama Çarpanı. TCMB Ekonomi Notları, Yayınlanma aşamasında.

Huidrom, R., Kose, M.A., Lim, J., Ohnsorge, F. (2016), Do Fiscal Multipliers Depend on Fiscal Positions? CEPR Discussion Paper No. DP11346.

Jorda, O. (2005), Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections, The American Economic Review, 95(1), 161-182.

Perotti, R. (2004), Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries, IGIER Working Paper No. 276.

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