

1.Genel Değerlendirme

Küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler imzalanan ikili anlaşmalar ile birlikte bir miktar gerilese de yüksek seviyelerini korumaktadır. Geçtiğimiz yıl sonu ile karşılaştırıldığında tarife oranlarının yükselmesi dış ticarete korumacılığın belirgin bir şekilde arttığını göstermektedir. Önceki Rapor dönemine göre belirsizliğin bir miktar azalmış olması küresel büyüme görünümünde sınırlı bir iyileşmeye neden olmuştur. Buna karşın, Türkiye'nin dış talebinin yılın ilk Enflasyon Raporu dönemine kıyasla daha zayıf olduğu görülmektedir. Zayıf küresel talep ve üretim artışları ham petrol fiyatlarını baskılamaya devam ederken enerji emtia fiyatlarında jeopolitik gelişmelere bağlı olarak dalgalanmalar olmaktadır. Tarımsal emtia fiyatları ılımlı bir seyir izlerken tarife adımları endüstriyel metal fiyatlarında artışa neden olmuştur. Birçok ülkede enflasyon hedeflere yakın ancak hedeflerin üzerindeki seyrini sürdürmektedir. Para politikası uygulamalarında ülkeler arası farklılaşma görülmekle birlikte merkez bankalarının indirim süreçleri devam etmektedir. Yüksek küresel belirsizliğe karşın, finansal piyasalardaki oynaklıklar tarihsel ortalamalarına yakın seyretmiş ve gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) hisse senedi piyasalarına girişler gözlenmiştir.

Küresel risk iştahı, önceki Rapor dönemine göre ticaret anlaşmalarına ilişkin süreçlerdeki ilerleme ve azalan jeopolitik risklerle toparlanma kaydederken TL cinsi varlıklara ilgi artmıştır. Bu görünüm altında, Türkiye CDS primi, GOÜ risk primlerindeki gerilemeye paralel bir şekilde 8 Ağustos itibarıyla önceki Rapor dönemine göre 21 baz puan azalarak 277 baz puan düzeyine inmiştir. Türk lirasının ima edilen oynaklığı, küresel ve yurt içi risk algısındaki iyileşmenin etkisiyle düşüş eğilimini sürdürmüştür. TCMB brüt uluslararası rezervleri toparlanma eğilimi sergileyerek 23,3 milyar ABD doları artışla 1 Ağustos itibarıyla 168,9 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır. Tahvil getirileri de risk algısındaki iyileşmenin ve politika faiz indirim beklentilerindeki güçlenmenin etkisiyle kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde düşüş kaydetmiştir.

Mevcut Rapor döneminde finansal koşullardaki sıkılık sürmüştür. TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu desteklemek amacıyla, finansal piyasalarda oynaklığın gözlenmeye başladığı mart ayının ortasından itibaren attığı adımların etkisiyle, mevduat faiz oranları haziran ayı başına kadar artış göstermiştir. 24 Temmuz tarihindeki PPK toplantısında politika faizi indiriminin önceden fiyatlanması ve toplantıda politika faizinin 300 baz puan indirilmesi ile beraber mevduat ve kredi faizlerinde düşüş gözlenmiştir. Kur Korumalı Mevduat (KKM) hesaplarından çıkış stratejisi kapsamında alınan kararlar ve uygulanan sıkı para politikası neticesinde KKM bakiyesi azalmaya devam etmiştir. Kredilerde bir önceki Rapor dönemine göre dengeli bir seyir izlenmektedir. Kredi kısıtları ve finansal piyasalardaki oynaklıkların neticesinde bir önceki dönem gerileyen YP kredi büyümesi mevcut Rapor döneminde yatay seyir izlemiştir. YP kredilerdeki sınırlandırmaların ikame etkisi yaratmasının da yansımalarıyla bir önceki dönem artan TL ticari kredi artış hızı mevcut Rapor döneminde bir miktar gerilemiştir. Bireysel kredi büyümesindeki kredi kartı kaynaklı artışa rağmen, kur etkisinden arındırılmış 13 haftalık yıllıklandırılmış toplam kredi büyümesi önceki Rapor dönemine göre 1 puan gerileyerek 1 Ağustos haftasında yüzde 30,3 olmuştur.

2025 yılının ilk çeyreğinde yurt içi talep zayıflamış, dış denge ise iyileşmiştir. Bu dönemde Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), yıllık bazda yüzde 2,0, çeyreklik bazda ise yüzde 1,0 oranında artmış, böylece büyüme oranları hem yıllık hem çeyreklik olarak gerilemiştir. İlk çeyrekte, nihai yurt içi talep yıllık büyümenin sürükleyicisi olmaya devam etmekle birlikte bu kalemden büyümeye gelen katkı azalmıştır. Çeyreklik olarak ise net ihracat büyümeye pozitif katkı yaparken özel tüketimin katkısı negatife dönmüştür. Böylece talep kompozisyonu dengeli bir seyir izlemiştir. Üretim tarafında hizmetler sektörü yıllık büyümenin temel belirleyicisi olmayı sürdürmüştür, sanayi sektörü ise 2024 yılının dördüncü çeyreğindeki pozitif katkısının ardından bu dönemde negatif katkı vererek yıllık büyümeyi sınırlamıştır.

Öncü veriler, yurt içi talebin ikinci çeyrekte yavaşladığına ve talep koşullarının dezenflasyonist etkisinin arttığına işaret etmektedir. Bu dönemde, perakende satış hacim endeksi aylık ve çeyreklik bazda artarken taleple daha yakın ilişkili olduğu değerlendirilen altın hariç perakende satış hacim endeksi aylık ve çeyreklik bazda daha ılımlı artış kaydetmiş ve eğiliminin altında seyretmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde otomobil satışları gerilerken beyaz eşya satışları artmıştır. Bu dönemde kartla yapılan harcamalar, çeyreklik bazda artmıştır. Temmuz ayı itibarıyla kartla yapılan harcama verileri, aylık bazda sınırlı artış ima etmektedir. Diğer yandan, kart kullanım oranında son yıllarda tüketicilerin ödeme tercihindeki dönüşüme bağlı görülen artışın etkisi dışlandığında, tüketim harcamalarının daha ılımlı gerçekleştiği değerlendirilmektedir. Nitekim, kart harcamaları üçüncü çeyrekte uzun dönem eğiliminin altında seyretmektedir. Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden edinilen tespitler de iç talepteki zayıf seyri teyit etmektedir. Üretim tarafında ise

sanayi üretimi nisan ve mayıs aylarında bayram kaynaklı köprü günleri ve tipik oynak sektörlerin üretimindeki dalgalanmaların da etkisiyle oynak seyretmiş, ikinci çeyrek genelinde artmıştır. Tipik oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında ise sanayi üretimi çeyreklik bazda sınırlı olarak gerilemiştir. İYA ve PMI gibi anket bazlı göstergeler ise temmuz ayı itibarıyla yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretimindeki zayıf seyrin devam ettiğini ima etmektedir. Hizmet ve inşaat üretim endeksleri ilk çeyrekteki güçlü görünümün ardından mayıs ayı itibarıyla ikinci çeyrekte gerilemiştir.

İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğine kıyasla daha az sıkıdır. İkinci çeyrekte, mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam çeyreklik bazda yüzde 0,1 oranında (41 bin kişi) azalmıştır. İşsizlik oranı bir önceki çeyreğe kıyasla 0,3 puan artmış, işgücüne katılım oranı değişmemiştir. Atıl işgücü oranının çeyreklik olarak 3,5 puan artarak yüksek seviyesini sürdürmesi işgücü piyasasının, ana göstergelerin ima ettiği ölçüde sıkı olmayabileceğine işaret etmektedir. Ücret gelişmelerine bakıldığında, 2025 yılının ilk 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 ikinci çeyrekte artmıştır. Enerji dış ticaret açığının gerilediği bu dönemde, altın dış ticaret açığı ile altın ve enerji hariç dış ticaret açığındaki yükseliş kaynaklı olarak ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı artmıştır. Geçici veriler temmuz ayında, ihracatın artması, ithalatın da düşmesi sonucunda dış ticaret dengesinde iyileşmeye işaret etmiştir. İkinci çeyrekte dış ticaret miktar endeksleri, ihracatta yatay bir seyir, ithalatla artış ima etmiştir. Ticaret politikaları kaynaklı belirsizliklerin halihazırda Türkiye'nin toplam ihracatı üzerinde belirgin olumsuz etkisi gözlenmemekle birlikte, ithalatla gerçekleşen artışta, söz konusu belirsizliklere bağlı olarak talebin öne çekilmesinin de özellikle nisan ayında etkili olduğu değerlendirilmektedir. İthalat miktarındaki artış alt gruplar geneline yayılırken tüketim ve yatırım mallarındaki yükseliş ön plana çıkmıştır. Hizmetler dengesi fazlası ikinci çeyrekte yatay seyretmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ziyaretçi sayısının da yükseldiği bu dönemde seyahat gelir dengesi iyileşmiştir. İkinci çeyrekte doğrudan yatırım ve yurt dışı yerleşiklerin yurt içindeki mevduatları kaynaklı net sermaye girişleri, portföy yatırımları ve kredilerde ise net sermaye çıkışları gözlenmiştir. Net hata noksan kaleminden girişler ve gerileyen mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmamış cari açıkla birlikte finansman ihtiyacı ikinci çeyrekte azalmıştır. Net sermaye çıkışlarının gerçekleşmesiyle birlikte ikinci çeyrekte dış finansman ağırlıklı olarak resmi rezervlerden karşılanmıştır. Buna karşılık, temmuz ayına yönelik veriler hem hisse senedi hem de borç senedi piyasasına net girişlerin eşliğinde rezervlerde güçlü bir toparlanma olduğunu göstermektedir.

2024 yılı haziran ayında başlayan dezenflasyon süreci mevcut Rapor döneminde sürmüştür. Yıllık tüketici enflasyonu temmuz ayında yüzde 33,5 ile bir önceki Raporda sunulan tahmin aralığının üst bandının bir miktar altında gerçekleşmiştir. Mart ayından itibaren gerileme eğiliminde olan küresel emtia fiyatları, jeopolitik gerilimler sonucu haziran ayında enerji grubu öncülüğünde artış kaydettikten sonra temmuz ayında sınırlı bir miktar azalmıştır. Son üç aylık dönemde nominal döviz kuru sepetindeki artış oranı bir önceki döneme kıyasla yavaşlamıştır. Yurt içi üretici enflasyonu enerji grubu kaynaklı olarak bir miktar güçlenmiş, ancak yıllık üretici enflasyonu tüketici yıllık enflasyonunun altındaki seyrini sürdürmüş ve temmuz ayı itibarıyla yüzde 24,2 olmuştur. Toplam talep koşullarının ikinci çeyrekte zayıfladığı ve dezenflasyon sürecine desteğini artırdığı tahmin edilmektedir. Enflasyon beklentileri ve firmaların fiyatlama davranışları bir miktar iyileşmekle birlikte dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmayı sürdürmüştür. Yıllık enflasyon gerek B gerekse C göstergesinde gerileme eğilimini korumuştur. Mal enflasyonunda yakın dönem döviz kuru gelişmelerinin etkileri zayıflayarak da olsa hissedilmeye devam etmiştir. Hizmet grubunda, talebe duyarlı kalemlerde daha ılımlı fiyat hareketleri izlenirken geriye doğru endeksleme ve zamana bağlı fiyatlama davranışı güçlü kalemler grup enflasyonunun seyrinde önemli rol oynamıştır. Kira enflasyonu ataletini koruyarak hizmet grubu enflasyonunun daha dirençli olmasını beraberinde getirmiştir. Son üç aydaki gelişmeler alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık tüketici enflasyonundaki düşüşe en önemli katkı gıda grubundan gelirken bunu hizmet grubu takip etmiştir. Mevcut Rapor döneminde, enerji tarifelerindeki düzenlemeler ile temmuz ayında yapılan maktu vergi güncellemeleri, öne çıkan vergi ve yönetilen fiyat gelişmeleri olmuştur. Enflasyonun ana eğilimi nisan ayında yükseliş kaydettikten sonra izleyen aylarda daha ılımlı bir seyir izlemiştir. Temmuz ayında ise enflasyonun ana eğilimi döneme özgü unsurların etkisiyle geçici olarak yükselirken üç aylık ortalamalar bazında kademeli yavaşlamanın sürdüğünü izlenmiştir.

Enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2025 yıl sonunda yüzde 25 ile yüzde 29 aralığında; 2026 yıl sonunda ise yüzde 13 ile yüzde 19 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun 2027 yıl sonunda tek haneli seviyelere geriledikten sonra orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Küresel belirsizliklerdeki azalma ve enflasyonun daha düşük seviyelere gelmesinin bir yansıması olarak tahmin aralığı önceki Rapor dönemine göre daraltılmıştır. Ayrıca, Mercek Altı 3.1'de anlatıldığı üzere TCMB orta vadeli tahmin iletişimi çerçevesinde değişikliğe giderek tahmin patikasının yanı sıra her yıl için yıl sonu odaklı bir ara hedef tanımlamıştır. 2025, 2026 ve 2027 yılları için ara hedefler sırasıyla yüzde 24, yüzde 16 ve yüzde 9 olarak belirlenmiştir.

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

Enflasyon beklentilerinin kısa vadede ara hedeflere, orta vadede ise yüzde 5 hedefine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Enflasyon beklentileri bir önceki Rapor dönemine kıyasla iyileşmekle birlikte öngörülen dezenflasyon patikasının üzerinde seyretmeye devam etmiştir. Bu durum para politikasında sıkı duruşun sürdürülmesini gerekli kılmaktadır. Tahminler, ara hedefler göz önünde bulundurularak para politikasının enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir çerçevede oluşturulmuştur. Sıkı para politikası duruşu talep, reel kur ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini desteklemeye devam etmektedir. 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 sürdürmesi talep, maliyet ve beklenti kanalları üzerinden enflasyondaki düşüşe katkı sağlayacaktır.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, politika faizini haziran ayında sabit tutmuş, temmuz ayında ise 300 baz puan indirmiştir. Haziran ayındaki toplantısında, enflasyonun ana eğiliminin mayıs ayında gerilediğini, haziran ayında da ana eğilimdeki düşüşün devam ettiğini değerlendiren TCMB, politika faizinin yüzde 46 oranında sabit tutulmasına karar vermiştir. Temmuz ayında, talep koşullarının dezenflasyonist etkisinin arttığını belirten TCMB, politika faiz oranını yüzde 46'dan yüzde 43'e indirmiştir. Bununla birlikte TCMB, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam ettiğinin altını çizmiş, jeopolitik gelişmelerin ve küresel ticarete artan korumacılığın dezenflasyon sürecine olası etkilerinin yakından takip edildiğini ifade etmiştir.

Parasal aktarım mekanizmasını güçlendirmek ve TL'ye geçişi desteklemek amacıyla makroihtiyati politikalarda bir dizi adım atılmıştır. 24 Mayıs 2025 tarihli duyuru ile Türk lirası cinsi yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan fonlar ve yurt dışından kullanılan krediler için 1 yıla kadar vadede yüzde 12 olan zorunlu karşılık oranı vadeye göre farklılaştırılarak; 1 aya kadar vadede yüzde 18'e, 3 aya kadar vadede yüzde 14'e yükseltilmiştir. 21 Haziran 2025 tarihinde yapılan duyuru ile gerçek kişi TL mevduat payı yüzde 60'ın altında olan bankalar için hedef oranlar artırılırken yüzde 60 ile yüzde 65 arasında olan bankalara aylık 0,4 puan artış hedefi getirilmiştir. Kur Korumalı Mevduat (KKM) hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranı yüzde 33'ten yüzde 40'a yükseltilmiştir. Bu hesaplar için belirlenen asgari faiz oranı politika faizinin yüzde 50'sinden yüzde 40'ına indirilmiştir. KKM'den TL'ye geçiş hedefi kaldırılırken KKM'nin yenilenmesi ve TL'ye geçişine ilişkin toplam hedef korunmuştur. 1 aydan uzun vadelerde de değişken faizli TL mevduat hesabı açılabilmesine imkân sağlanmıştır. TÜFE, ÜFE ve TLREF'e endeksli mevduat için zorunlu karşılık oranı tüm vadelerde yüzde 10 olarak belirlenmiştir. Yabancı para mevduat için TL cinsinden tesis edilmesi gereken zorunlu karşılık oranı yüzde 4'ten yüzde 2,5'e indirilmiştir. 5 Temmuz 2025 tarihinden itibaren KKM'nin yenilenmesi ve TL'ye geçişine ilişkin toplam hedef yüzde 60'tan yüzde 40'a düşürülmüştür.

Kredi kartı işlemlerinde uygulanan azami faiz oranlarında indirim yapılmıştır. 1 Ağustos 2025 tarihinden geçerli olmak üzere, dönem borcu bakiyesi 25 bin TL altında olan bireysel kredi kartları için uygulanan oran sabit kalmak üzere, kredi kartı işlemlerinde uygulanan diğer aylık azami faiz oranlarında 25 baz puan indirim yapılmıştır. Ayrıca, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun 10 Temmuz 2025 tarihli kararı kapsamında son ödeme tarihinde dönem borcu kısmen ya da tamamen ödenmemiş bireysel kredi kartı borçlarının yeniden yapılandırılmasında kullanılacak azami akdi faiz oranı referans oran ile sınırlandırılmıştır.

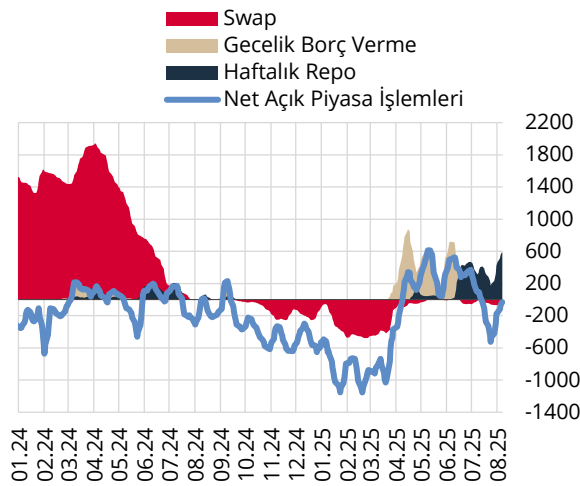
TCMB, politika faizine ilişkin atılacak adımların, enflasyonun ana eğilimi, enflasyon gerçekleşmeleri ve beklentileri göz önünde bulundurularak, öngörülen dezenflasyonun gerektirdiği sıkılığı sağlayacak şekilde belirleneceğini vurgulamıştır. Politika faizine ilişkin atılacak adımların büyüklüğünün, enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla gözden geçirileceğini ifade eden TCMB, enflasyonda belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda tüm para politikası araçlarını etkili şekilde kullanacağını tekrarlamıştır. TCMB, fiyat istikrarı sağlanana kadar sürdürülecek sıkı para politikası duruşunun, talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinde düzelme vasıtası ile dezenflasyon sürecini destekleyeceğini belirtmiştir. Ayrıca, maliye politikası eşgüdümünün de bu sürece katkı sağlayacağı yinelenmiştir.

Mevcut Enflasyon Raporu döneminde sistemin fonlama ihtiyacı gerileme kaydetmiş, 11 Temmuz tarihi itibarıyla sistemde yeniden likidite fazlası oluşmuştur. Haziran ayı sonuna kadar sistemin fonlama ihtiyacı dalgalı bir seyir izlemiştir. 23 Mayıs - 30 Haziran döneminde ortalama 336 milyar TL düzeyinde seyreden sistemin fonlama ihtiyacı, bu dönemin ilk yarısında TCMB'nin ağırlıklı olarak gecelik vadede yaptığı fonlama ile karşılanmıştır. 13 Haziran tarihinden itibaren TCMB, fonlamanın tamamını haftalık repo ihaleleri kanalıyla yapmaya başlamıştır. Temmuz ayı ile birlikte TCMB'nin döviz işlemleri neticesinde piyasadaki likidite açığı azalmaya başlamış ve 11 Temmuz tarihinde piyasada fazla likidite oluşmuştur. 11-24 Temmuz döneminde piyasadaki likidite fazlası, TCMB döviz işlemlerine ek olarak Hazine ve Maliye Bakanlığı TL hesap bakiyesi ile bankaların serbest mevduat taleplerindeki değişimlerin etkisiyle artış kaydetmiştir. Temmuz ayı PPK toplantısı sonrasında bankaların serbest mevduat bakiyelerini belirgin ölçüde artırmalarının etkisiyle sistemdeki fazla likidite gerilemiştir (Grafik 1.1.1).

Mevcut Rapor döneminde TCMB'nin likidite yönetimi işlemleri de likidite gelişmelerine bağlı olarak değişim göstermiştir. 23 Mayıs - 5 Haziran döneminde TCMB sterilizasyonu ağırlıklı olarak gecelik ve 4 haftalık depo alım ihaleleri kanalıyla yapılmıştır. Bu dönemde piyasadaki fazla likiditenin önemli bir kısmı, TCMB gecelik borç verme faiz oranına yakın seviyelerden kesilen gecelik depo alım ihaleleri ile çekilmiştir. 10-30 Haziran döneminde depo alım ihalelerine ara veren TCMB, 1 Temmuz tarihinden itibaren tekrar düzenlemeye başladığı ve TCMB politika faiz oranından kestiği gecelik depo alım ihaleleri ile sterilizasyon yapmaktadır.

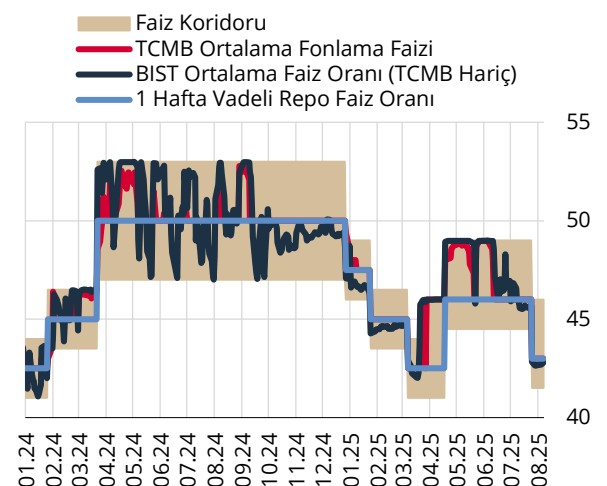
TCMB'nin ağırlıklı olarak gecelik vadede fonlama yapmasının etkisiyle 12 Haziran tarihine kadar gecelik faizler, Merkez Bankası gecelik borç verme faiz oranına yakın düzeylerde hareket etmiştir (Grafik 1.1.2). 13 Haziran tarihinden itibaren TCMB fonlamanın tamamının haftalık repo ihaleleri kanalıyla karşılanması ile gecelik faiz oranları da TCMB politika faiz oranı etrafında dalgalanmaya başlamıştır.

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



Kaynak: TCMB.

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



Kaynak: BİST, TCMB.