

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.

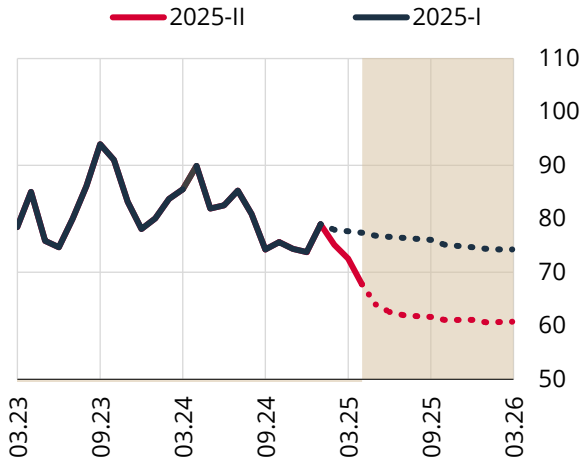
Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

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).

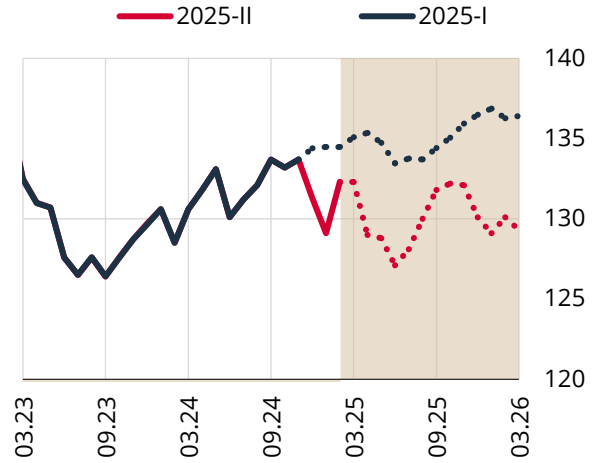
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



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)

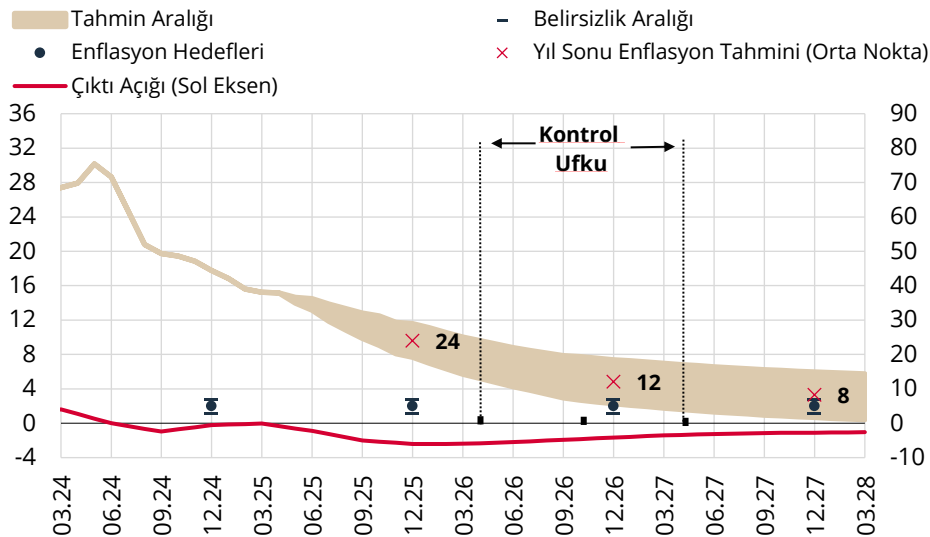
* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

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.

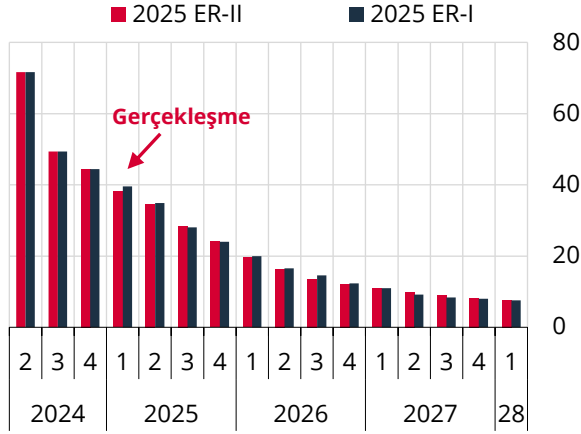
Tahminler üzerindeki yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesiyle 2025 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 24 olarak korunmuştur. 2024 yılının son ve 2025 yılının ilk çeyreğine ilişkin açıklanan verilerin, talepteki yavaşlamanın bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha sınırlı 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

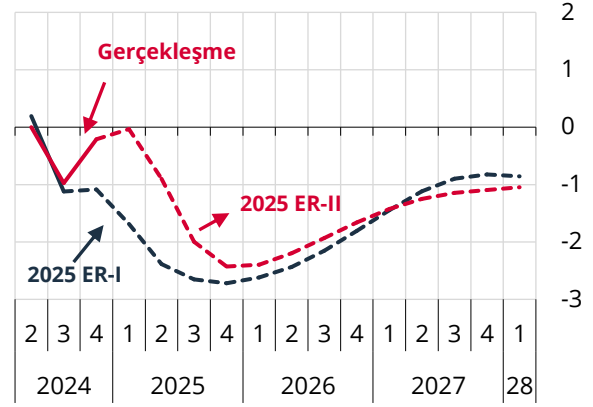
	2025
2025-I ER Tahmini (%)	24,0
2025-II ER Yıl Sonu Tahmini (%)	24,0
2025-I Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi (% Puan)	0,0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)	
Gıda Fiyatları	+0,5
Çıktı Açığı	+0,3
TL Cinsi İthalat Fiyatları	+0,1
Başlangıç Koşulları, Enflasyonun Ana Eğilimi	+0,1
Yönetilen-Yönlendirilen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

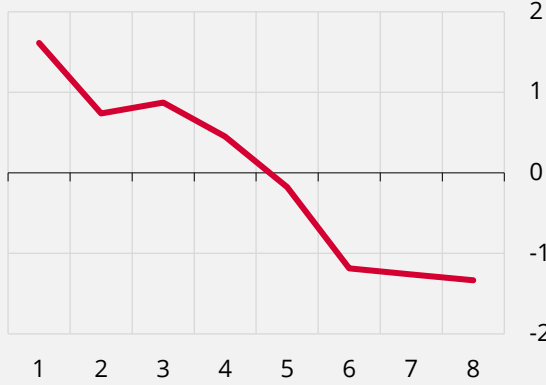
Grafik 1 ve 2'de gösterildiği üzere hesaplamalar sekiz çeyrek itibarıyla değerlendirildiğinde ilk dönem hariç kamu yatırımlarının kamu tüketimine göre daha yüksek bir çarpan değerine (daha etkin bir maliye politikası aracı) sahip olduğu görülmektedir. Diğer bir bulgu ise kamu tüketim çarpanının milli 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.

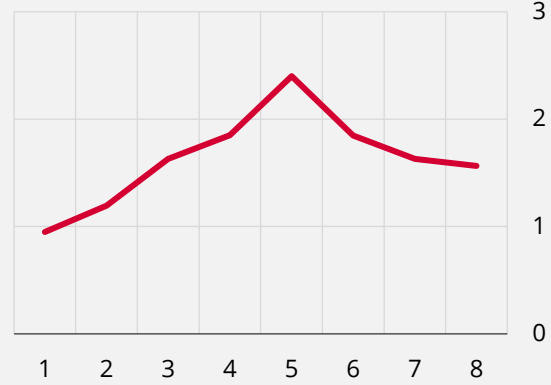
Diğer taraftan, sonuçlar dezenflasyon süreci açısından değerlendirildiğinde mali çarpanların birin üzerinde değerler alması kamu harcamalarının toplam talebin kontrol edilmesinde para politikasına anlamlı bir şekilde destek sağlayabileceğine işaret etmektedir.

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*.