

### 3. Orta Vadeli Öngörüler

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

##### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

**İktisadi faaliyet 2025 yılı ilk çeyreğinde yıllık bazda hız kesmeye devam etmiştir.** Çeyreklik büyüme potansiyele yakın gerçekleşmekle birlikte, özel tüketim ve yatırımların etkisiyle iç talep dönemsel olarak gerilemiştir. 2024 yılı son çeyreğinde kampanyalar ve yaklaşan ücret güncellemeleri kaynaklı öne çekilen talebin de etkisiyle artan özel tüketim, ilk çeyrekte azalmıştır. Bu çerçevede, 2025 yılı ilk çeyreği için çıktı açığı tahmini -0,1 puan olarak sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellenmiştir. Yakın döneme ilişkin öncü veriler, yurt içi talebin ikinci çeyrekte zayıflamaya devam ettiğine işaret etmektedir. Kartla yapılan harcamalar ve altın hariç perakende satış hacim endeksi eğilimlerine kıyasla daha sınırlı yükselerek talep koşullarının dezenflasyonist etkisinin arttığını göstermektedir. İkinci çeyrekte, sanayi üretimi artışı yavaşlarken, hizmet ve inşaat üretimi ile ilgili göstergeler Mayıs ayı itibarıyla gerilemektedir. Ayrıca, İYA ve PMI verileri Temmuz ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte sanayi faaliyetinin zayıf seyrini sürdürdüğünü ima etmektedir. Bu doğrultuda, çıktı açığı tahminlerinde 2025 yılı ikinci çeyreği için, bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı miktarda aşağı yönde güncelleme yapılmıştır (Tablo 3.1.1). Yılın kalanında, finansal koşullardaki sıkılığın sürmesi ve küresel gelişmelerin sınırlayıcı etkisi ile talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine olan katkısının artacağı değerlendirilmektedir.

**Temmuz ayında tüketici enflasyonu yüzde 33,5 oranı ile bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığı üst bandının bir miktar altında gerçekleşmiştir.** 2024 yılı Haziran ayında başlayan dezenflasyon süreci 2025 yılı ikinci çeyreğinde tüm alt kalemlerde devam etmiştir. Döviz kurundaki artıştan etkilenerek Nisan ayında bir miktar yükselen temel mal enflasyonu, takip eden dönemde yeniden gerilemiştir. Hizmet tarafında ise enflasyon, geçmişe endeksleme eğilimi güçlü olan eğitim ve kira kalemlerinin öncülüğünde yüksek seyretmektedir. Diğer taraftan talebe duyarlı hizmet kalemlerinde enflasyon daha ılımlı hareket etmektedir. Temmuz ayında, jeopolitik gelişmelere bağlı olarak yükselen petrol fiyatları ile yönetilen-yönlendirilen fiyatlar ve vergi düzenlemelerinin etkisiyle aylık enflasyon bir miktar yükselmiştir. Söz konusu unsurlardan gelen yansımaların azalması ve talep koşullarındaki zayıf seyrin etkisiyle dezenflasyon sürecinin devam edeceği değerlendirilmektedir. Üretici enflasyonu enerji grubu kaynaklı olarak son dönemde artış gösterse de tüketici yıllık enflasyonundan daha düşük seviyede seyretmeye devam etmektedir.

**Çekirdek enflasyon göstergelerindeki yıllık artış yavaşlamasını sürdürmüştür.** Şubat ve mart aylarında önemli bir yavaşlama gösteren ana eğilim Türk lirasındaki değer kaybının etkisiyle Nisan ayında yükselmiş, takip eden dönemde ılımlı bir seyir izlemiştir. Temmuz ayında ise aya özgü unsurlarla enflasyonun ana eğilimi geçici olarak bir miktar yükselmiştir. Bununla birlikte, 3 aylık ortalamalar bazında ana eğilimdeki yavaşlama devam etmektedir.

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

|                                              | 2025-I         | 2025-II        |
|----------------------------------------------|----------------|----------------|
| Çıktı Açığı<br>(Yüzde)                       | -0,1<br>(0,0)  | -1,1<br>(-0,9) |
| Tüketici Enflasyonu**<br>(Yıllık % Değişim)  | 38,1<br>(38,1) | 33,5<br>(32,1) |
| B Endeksi Enflasyonu**<br>(Yıllık % Değişim) | 37,0<br>(37,0) | 33,8<br>(32,5) |

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

\*\* 2025-I için mart, 2025-II için temmuz enflasyonunu belirtmektedir.

##### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

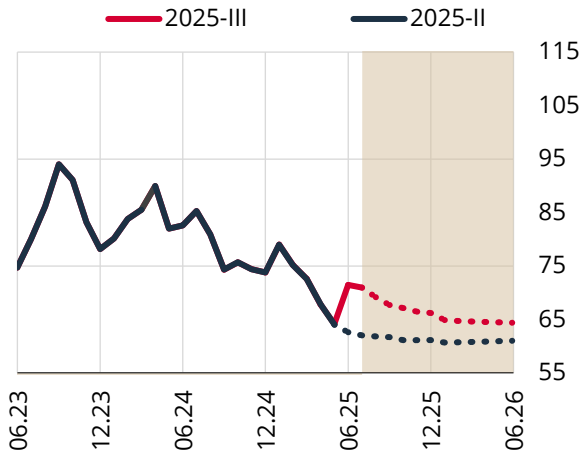
**Küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizliklerin sürmesine rağmen, imzalanan ikili anlaşmaların etkisiyle bir miktar gerilemesi, küresel büyüme görünümünü sınırlı da olsa olumlu yönde etkilemiştir.** Nisan ayında ABD tarafından açıklanan gümrük paketi ile birlikte uluslararası ticaret politikalarına ilişkin

belirsizlikler artmıştır. Takip eden dönemde, ABD ile Japonya, Avrupa Birliği ve Birleşik Krallık arasında, önceki açıklananlara kıyasla daha düşük tarife oranları içeren ikili anlaşmalar imzalanırken; Kanada, Meksika ve Çin ile müzakereler sürmektedir. Bu gelişmelerin etkisiyle ticaret politikalarına ilişkin belirsizliklerin bir miktar azalması küresel büyüme beklentilerinde ılımlı bir artış sağlamıştır. Bu doğrultuda, Türkiye'nin ihracat ağırlıkları esas alınarak hesaplanan küresel büyüme endeksinin yıllık artış oranı varsayımı, 2025 yılı için yüzde 2,0, 2026 yılı için ise yüzde 2,3 olarak bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla yukarı yönlü revize edilmiştir (Tablo 3.1.2).

**Yüksek küresel belirsizliğe karşın GOÜ hisse senedi piyasalarına girişler gözlenmektedir.** Ülkeler arası farklılaşma görülmekle birlikte merkez bankaları faiz indirimlerine devam etmiştir. Mevcut Rapor döneminde, gelişmiş ülkelerde faiz indirim sürecinin yavaşladığı; bazı merkez bankalarının ise indirimlere ara verdiği görülmüştür. Vadeli işlemler piyasasında ima edilen politika faizleri, GOÜ merkez bankalarının parasal sıkılığı koruyarak politika faizlerini enflasyon oranlarının üzerinde belirlemeye devam edeceklerine işaret etmektedir. Bir önceki Rapor döneminde artan oynaklık göstergeleri bu dönemde gerilemiştir. Bu gelişmelerin etkisiyle küresel hisse senedi piyasalarında genel olarak olumlu bir performans gözlenmiştir. Öte yandan, küresel ekonomi ve ticaret politikalarına ilişkin süregelen belirsizlikler ile son dönemde artan jeopolitik riskler, GOÜ'lere yönelen portföy akımları üzerinde önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir.

**Emtia fiyatları, tarımsal emtia fiyatları hariç, bir önceki Rapor dönemine kıyasla artarken; enerji emtia fiyatları, jeopolitik gelişmelere bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemektedir.** Değerli emtia fiyatları, ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler ve merkez bankalarının artan altın talebi nedeniyle yükselmeye devam etmektedir. Aynı dönemde endüstriyel metal fiyatları da artış gösterirken, tarımsal emtia fiyatlarındaki düşüş, emtia endeksindeki yükselişi sınırlamıştır. Ham petrol fiyatları ise haziran ayında jeopolitik gelişmelere bağlı olarak yeniden artış göstermiştir. Buna karşın, OPEC+ üyesi ülkelerin petrol üretimini beklentilerin üzerinde artırması, küresel talep görünümündeki zayıflığın sürmesi ve jeopolitik gerilimlerin kısmen azalması, petrol fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskının hafiflemesine neden olmuştur. Bu çerçevede, vadeli piyasa fiyatları da dikkate alınarak oluşturulan petrol fiyatı varsayımı, bir önceki Rapor döneminde 2025 yılı için ortalama 65,8 ABD doları iken, mevcut Rapor döneminde 69,8 ABD doları seviyesine güncellenmiştir (Grafik 3.1.1). 2026 yılı için petrol fiyatı varsayımı ise 64,4 ABD doları seviyesinde belirlenmiştir. İthalat fiyatlarının genel seviyesine ilişkin varsayımlar, 2025 yılı için yüzde 0,3 yükselişe işaret etmektedir. Ancak, ticaret ve jeopolitik riskler kaynaklı artış gösteren değerli metal fiyatlarının önümüzdeki dönemde normalleşmesi ve ilerleyen dönemde arz fazlası oluşabileceği beklentisi ile petrol fiyatlarında öngörülen gerilemenin 2026 yılında ithalat fiyatlarının düşmesine katkıda bulunacağı tahmin edilmektedir. Bu nedenlerle, ithalat fiyatlarının genel seviyesinin 2026 yılında yüzde 1,3 oranında azalacağı varsayılmıştır (Grafik 3.1.2 ve Tablo 3.1.2).

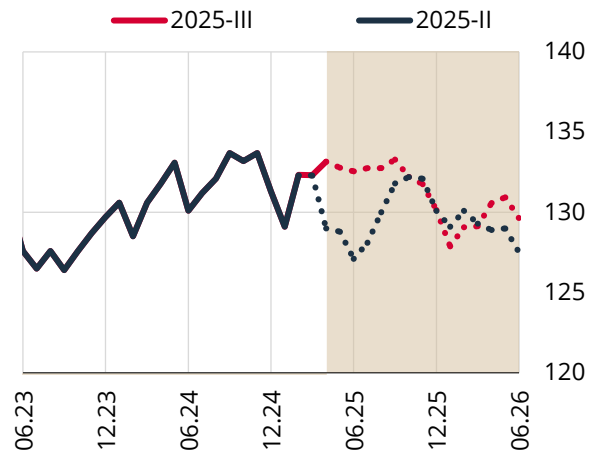
**Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

**2025 yılına ilişkin gıda fiyatları varsayımı korunmuştur.** Gıda ve alkolsüz içecekler grubunun yıllık enflasyonu, mevcut Rapor döneminde 8,1 puan azalarak temmuz ayı itibarıyla yüzde 28,0 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde hem işlenmemiş hem de işlenmiş gıda enflasyonunda düşüş gözlenmiştir. Şubat ve nisan aylarında yaşanan zirai don olayı taze meyve fiyatlarını olumsuz etkilerken, sebze fiyatlarındaki olumlu seyir bu etkiyi kısmen dengelemiştir. Bu çerçevede, 2025 yılı gıda enflasyonu varsayımı yüzde 26,5 olarak korunmuş; 2026 yılı varsayımı ise tarımsal alım fiyatlarındaki gelişmeler de dikkate alınarak yüzde 17,0 seviyesine güncellenmiştir (Tablo 3.1.2).

**Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

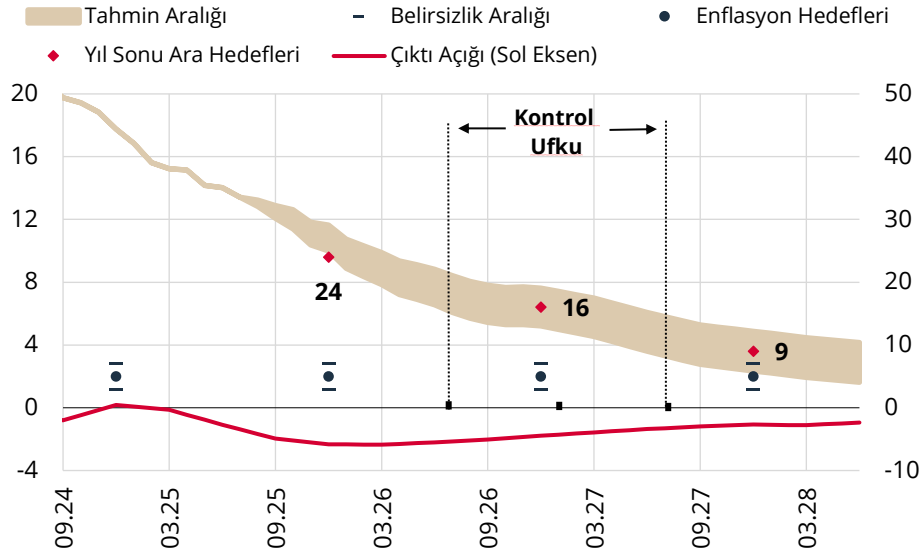
|                                             | 2025   | 2026   |
|---------------------------------------------|--------|--------|
| İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi    | 2,0    | 2,3    |
| (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)             | (1,9)  | (2,1)  |
| Petrol Fiyatları                            | 69,8   | 64,4   |
| (Ortalama, ABD Doları)                      | (65,8) | (60,6) |
| İthalat Fiyatları                           | 0,3    | -1,3   |
| (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim) | (-1,1) | (-1,3) |
| Gıda Fiyat Enflasyonu                       | 26,5   | 17,0   |
| (Yıl Sonu Yüzde Değişim)                    | (26,5) | (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 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

**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 (Grafik 3.2.1). 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. TCMB, Enflasyon Raporu dönemlerinde gerçekleşme ve varsayımlardaki değişiklikleri dikkate alarak tahminlerinde güncellemeye gidebilecektir. Ancak, taahhüt ve çıpa işlevi gören ara hedefler varsayım setinde olağanüstü bir güncelleme olmadığı sürece değiştirilmeyecek ve politika faizine ilişkin patikanın içsel olarak belirlenmesinde referans olarak alınacaktır.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Tahmin patikasının güncellenmesinde enflasyonun ana eğilimindeki ve ataletindeki iyileşmenin öngörülenden sınırlı olmasının yanı sıra Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarındaki artışlar etkili olmuştur.**

Yakın döneme ilişkin veriler, toplam talebin zayıfladığına ve öngörülerle uyumlu olarak dezenflasyon sürecine katkısının arttığına işaret etmiştir. Enflasyonun ana eğilimi Rapor döneminde ılımlı bir görünüm sergilemiş ve temmuz ayında döneme özgü unsurların etkisiyle sınırlı bir artış kaydetmiştir. Bazı yönetilen-yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının öngörülenden bir miktar yüksek olması 2025 yılı tahmin güncellenmesinde sınırlı bir etkiye bulunmuştur. Bu dönemde beklentilerdeki iyileşme öngörülenden yavaş seyretmiş, döviz kuru sepetindeki artış ise sınırlı düzeyde kalmıştır. Üretici fiyat endeksi, yıllık artış oranı tüketici enflasyonunun altında seyretmekle birlikte jeopolitik gelişmeler ve uluslararası enerji fiyatlarının etkisiyle bir miktar güçlenmiştir. Gıda enflasyonu, ikinci çeyrekte tüketici enflasyonundaki düşüşe en belirgin katkısı verirken; hizmet grubunda da zayıflama gözlenmiş, ancak kira ve eğitim kalemleri başta olmak üzere geçmişe endeksleme eğilimi yüksek kalemler enflasyondaki ataletin sürmesine neden olmuştur. Özellikle kira enflasyonu öngörülere kıyasla daha dirençli bir seyir izlemektedir. Temel mallarda ise Türk lirasındaki değer kaybı fiyatlar üzerinde sınırlı miktarda yukarı yönlü baskı yaratmıştır. Tüm bu gelişmeler, enflasyon tahmin aralığının 2025 yıl sonu ara hedefinin üzerinde kalmasına neden olmuştur.

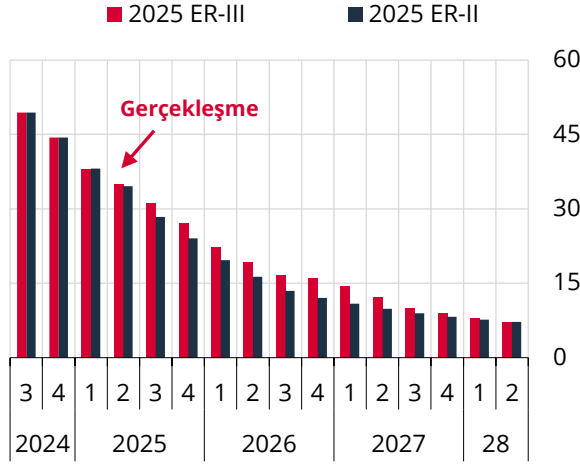
**Tablo 3.2.1: 2026 Yıl Sonu Enflasyon Ara Hedefindeki Güncelleme ve Kaynakları**

|                                                  | 2026 |
|--------------------------------------------------|------|
| 2025-II ER Tahmini (%)                           | 12,0 |
| 2025-III ER Yıl Sonu Ara Hedefi (%)              | 16,0 |
| <b>2025-II Dönemine Göre Güncelleme (% Puan)</b> | 4,0  |
| <b>Güncellemenin Kaynakları (% Puan)</b>         |      |
| Gıda Fiyatları                                   | 0,9  |
| TL Cinsi İthalat Fiyatları                       | 1,2  |
| Enflasyonun Ana Eğilimi ve Ataleti               | 1,9  |

Kaynak: TCMB.

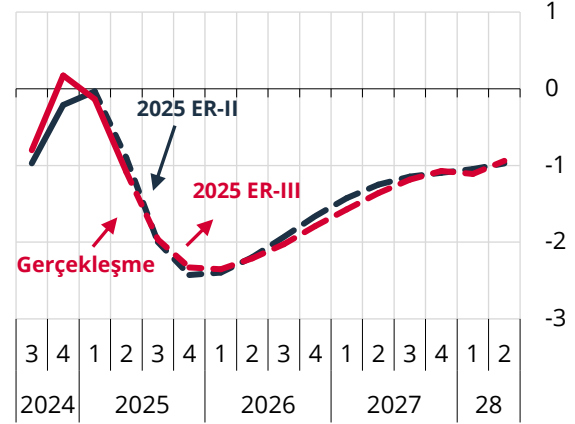
**2026 yıl sonu için yüzde 12 olan enflasyon tahmini, yüzde 16'lık ara hedef olarak güncellenmiştir** (Grafik 3.2.2). Yapılan 4 puan yukarı yönlü güncellemede enflasyonun ataletindeki iyileşmenin öngörülere göre daha yavaş gerçekleşmesinin 1,9 puan artırıcı etkisi olmuştur. Buna ilave olarak, başta petrol fiyatları olmak üzere Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları ve gıda fiyatlarındaki güncellemeler 2026 yıl sonu ara hedefine sırasıyla 1,2 ve 0,9 puan yukarı yönlü etki etmiştir.

**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 bir miktar gerilediği ve ülke risk priminde küresel ya da yurt içi gelişmeler kaynaklı ilave bir artış olmadığı bir görünüm esas alınmıştır.** Küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler son dönemde imzalanan ikili anlaşmalarla gerilemekle birlikte sürmektedir. Bu çerçevede, küresel büyüme görünümü bir miktar iyileşirken, enflasyon görünümü üzerindeki belirsizlik küresel ölçekte devam etmektedir. Yüksek küresel belirsizliğe rağmen gelişmekte olan ülke piyasalarına portföy girişleri devam etmektedir. Tahminler oluşturulurken küresel ticaret belirsizliklerinin önümüzdeki dönemde azalacağı ve küresel finansal piyasalarda ek bir dalgalanma yaratmayacağı bir çerçeve esas alınmıştır. 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 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.

**Dezenflasyon sürecinin yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinde düzelmeye vasıtasıyla güçleneceği öngörülmektedir.** Çıktı açığının yılın ilk çeyreğinde nötr seviyeye yakın olduğu, yılın ikinci çeyreğinde ise alınan sıkılaştırma tedbirleri ve küresel belirsizliklerin de etkisiyle negatif seviyeye gerileyerek dezenflasyon sürecine desteğini artırdığı tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.3). Talep koşullarının enflasyondaki düşüşe katkısı, sıkı parasal duruşun birikimli etkileri ve finansal koşullardaki sıkılığın sürmesiyle yılın ikinci yarısında belirginleşecektir. Böylece talep koşullarına duyarlılığı yüksek kalemlerde enflasyonun yavaşlama eğiliminin sürmesi öngörülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde döviz kuru gelişmelerine hassasiyeti yüksek olan bazı temel mal kalemlerinde fiyat artışları bir miktar güç kazanmakla birlikte önümüzdeki dönemde döviz kurundaki istikrarın etkisi ile bu grupta

enflasyonun ılımlı seyredeceği öngörülmektedir. Temmuz ayında enflasyonun ana eğilimi bu aya özgü unsurlarla geçici olarak yükselmiştir. Bununla birlikte, reel birim maliyetlerdeki düşüşün belirginleşmesi, hizmet enflasyonundaki katılığın zayıflaması ve sıkı parasal duruşun korunması sonucu önümüzdeki dönemde 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 ticaret politikalarındaki korumacı eğilimlerin küresel iktisadi faaliyet ve enflasyon üzerinde oluşturduğu belirsizlikler yakından takip edilmektedir.** Yeni gümrük tarifeleri ile bir önceki Rapor dönemine göre oynaklık ve belirsizlik göstergeleri azalmış olsa da küresel talep ve emtia fiyatları üzerindeki riskler önemini korumaktadır. Azalan belirsizlikler ile beraber küresel büyüme beklentilerinde sınırlı bir iyileşme görülse de korumacı tarife politikaları küresel enflasyon ve küresel büyüme üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır. Söz konusu durumun, risk algıları ve maliyet kanalları üzerinden yurt içi enflasyon tahminleri üzerindeki yukarı yönlü riskleri de artıracağı düşünülmektedir.

**Emtia fiyatları üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskler mevcuttur.** Son dönemde yaşanan jeopolitik gelişmeler kaynaklı olarak enerji emtia fiyatları dalgalı bir seyir izlemektedir. Küresel talepteki zayıf seyir ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturmakla birlikte, petrol fiyatları son aylarda yaşanan jeopolitik gerilimler kaynaklı tekrar yükselmiştir. Öte yandan, OPEC+'ya üye ülkelerin petrol arzını artırmaları, jeopolitik gelişmeler kaynaklı petrol fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri bir miktar sınırlamıştır. Bu kapsamda emtia fiyatları üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskler mevcut olup söz konusu riskler küresel enflasyon görünümü üzerindeki belirsizlikleri canlı tutmaktadır.

**Yaz aylarında yurt genelinde yaşanan kuraklık gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.** Yılın ikinci çeyreğinde mevsim normallerinin üzerinde seyreden sıcaklıklar ve düşük yağış oranlarına bağlı olarak ortaya çıkan kuraklık riski tarımsal üretim üzerinde baskıları artırmaktadır. Bu koşulların yılın ilerleyen aylarında da devam etmesi gıda fiyatlarının genelinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.

**Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir.** Tüketici, firma ve piyasa katılımcıları beklentilerinin yüksek seviyelerde seyretmesi, portföy tercihleri, tüketim eğilimi, kredi talebi ve fiyatlama davranışları üzerinden dezenflasyon süreci üzerinde etkili olmaktadır. Enflasyon beklentilerinin Enflasyon Raporu tahminleri ile uyumlu oluşması fiyatlama davranışları kaynaklı riskleri sınırlayacaktır. Ayrıca beklentilerin enflasyon açısından olumlu yönde gelen veri sürprizlerine düşük hassasiyet gösterirken olumsuz yönde olanlara ise yüksek hassasiyet göstermesi, beklentilerin çıpanması açısından ilave risk oluşturmaktadır.

**Fiyatlama davranışlarında geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin güçlü seyretmesi dezenflasyon sürecini yavaşlatmaktadır.** Bu durum, yıllık enflasyon seviyesindeki düşüşle birlikte zayıflarken risk unsuru olmaya devam etmektedir. Kira alt grubunda süregelen fiyat artış eğilimi ile bazı hizmet kalemlerinde zamana bağlı ve geçmişe endekli fiyatlama davranışlarının devam etmesi, hizmet enflasyonundaki katılığı beslemekte ve para politikasının söz konusu kalemlere etkisini sınırlamaktadır (Kutu 3.1). Kira enflasyonu öngörülenden daha dirençli bir seyir izlemektedir. Eylül döneminde güncellenecek olan özel üniversite ücretleri, eğitim hizmet fiyatları üzerinde risk oluşturmaktadır. Özel eğitim ücretlerindeki geçmiş enflasyona endekli fiyatlamalar hizmet grubundaki ataletin sürmesine neden olmaktadır.

**Dezenflasyon sürecinde para ve maliye politikaları arasındaki eş güdümün sürmesi büyük önem arz etmektedir.** Gelirler politikası üretim maliyeti ve talep kanalları ile enflasyon ve beklentiler üzerinde etkili olabilmektedir. Vergi ve yönetilen-yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin ara hedeflerle uyumlu olması geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına katkı sağlayacaktır. Söz konusu düzenlemeler dolaylı olarak beklentiler üzerinden de 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. Bütçe ve nakit açığı, kamu borçlanması ile kamu iştiraklerinin kullanacağı krediler, likidite ve para arzı üzerinde etki yaratabilmekte ve enflasyon görünümünü etkileyebilmektedir.

**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                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>Ticaret politikalarında korumacı eğilimler enflasyon üzerinde her iki yönlü risk oluşturmaktadır. ↔</li> <li>Petrol fiyatları üzerinde küresel talepteki zayıf seyir aşağı yönde etkide bulunurken, jeopolitik riskler kaynaklı baskılar yukarı yönlü etkide bulunmaktadır. ↔</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Küresel enflasyon ve büyüme göstergeleri ile tahminleri</li> <li>Küresel ekonomi ve ticaret politikaları</li> <li>Küresel ticaret belirsizlik endeksi</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi</li> <li>Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>OPEC+ kararları</li> <li>Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler</li> <li>Yönetilen-yönlendirilen fiyatlar</li> <li>İthalat Birim Değer Endeksi</li> </ul> |
| Enflasyon beklentileri                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyon beklentilerinin veri sürprizlerine asimetrik tepki vermesi ve beklentilerin ara hedeflerden yüksek seviyelerde olması yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↑</li> </ul>                                                                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Sektörel enflasyon beklentileri</li> <li>Enflasyon beklentilerinin dağılımı</li> <li>Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>Enflasyon beklentilerinin Enflasyon Raporu tahminleriyle uyumu</li> <li>Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> </ul>                                                                                                                                                                                           |
| Fiyatlama davranışlarında geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin güçlü seyretmesi | <ul style="list-style-type: none"> <li>Özellikle hizmet enflasyonundaki katılığın devam etmesi enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. ↑</li> <li>Kira ve eğitim alt gruplarında öne çıkan geçmiş enflasyona endeksleme davranışı riskleri belirginleştirmektedir. ↑</li> </ul>                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Hizmet enflasyonu ataleti</li> <li>Kira fiyatları</li> <li>Eğitim fiyatları</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Gıda fiyatları                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>Yüksek sıcaklık ve düşük yağışlara bağlı oluşan kuraklığın devam etmesi, tarımsal üretimi olumsuz etkileyerek gıda fiyatları üzerinde arz kaynaklı yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. ↑</li> </ul>                                                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Taze meyve ve sebze fiyatları, ekmek ve tahıl başta olmak üzere işlenmiş gıda fiyatları</li> <li>Uluslararası tarımsal emtia fiyatları</li> <li>Sıcaklık ve yağış gibi meteoroloji ve iklim istatistikleri</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                      |

|                                                                      |                                                                                                                                                                                              |   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Para ve maliye politikalarının eş güdümünün etkinliğine dair riskler | <ul style="list-style-type: none"> <li>Para ve maliye politikalarının eş güdümünün sekteye uğraması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturabilecektir.</li> </ul> | ↑ | <ul style="list-style-type: none"> <li>Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları</li> <li>Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler</li> <li>Orta Vadeli Program ve maliye politikası tedbirleri</li> <li>Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri</li> <li>Yapısal bütçe dengesi tahminleri</li> <li>Doğrudan vergilerin toplam vergiler içindeki payı</li> <li>Asgari ücret ve kamu çalışanlarının ücret artışları</li> </ul> |
|----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

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

## Mercek Altı 3.1

### Orta Vadeli Tahminlerin İletişim Stratejisinde Değişiklik – Ara Hedefler

**Bu Enflasyon Raporu’ndan itibaren orta vadeli tahminlerin iletişim stratejisinde değişikliğe gidilmiştir.** Böylece orta vadede yüzde 5’e ulaşmayı hedefleyen dezenflasyon sürecinde merkez bankasının taahhüt ettiği ve iktisadi birimlerin referans olarak alabilecekleri yıl sonu odaklı ara hedefler belirlenmiştir. Bu mercek altında ara hedef kavramı tanımlanacak ve ara hedef ile tahminler arasındaki ilişki irdelenecektir.

**Yeni yaklaşımda tahmin ufku (önümüzdeki üç yıl) için belirlenen ara hedefler taahhüt ve çıpa işlevi görmektedir.** Ara hedefler, orta vadeli enflasyon hedefi olan yüzde 5’e ulaşırken içsel para politikası patikasıyla daha kısa bir vadede ulaşılması taahhüt edilen manşet enflasyon düzeyleri olarak tanımlanabilir. Enflasyon Raporu dönemleri arasında varsayım setinde olağanüstü (uç değer olarak tanımlanabilecek) güncellemeler olmadığı sürece ara hedefler değiştirilmeden korunacaktır. Bu sayede, mevcut ve yakın dönemdeki para politikası sıklık düzeyinin ayarlanmasında ara hedefler referans olarak alınacaktır. Raporlarda enflasyon patikasına dair tahminler veri ve model belirsizlikleri altında kamuoyu ile paylaşılmaya devam edilecektir. Bununla birlikte, tahminler Rapor dönemleri arasında güncellenebilecektir. Raporlarda tahmin güncellemelerinin nedenleri niteliksel olarak paylaşılacaktır. Yıl sonu enflasyon gerçekleşmesinin ara hedeften sapması durumunda, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkesi ile uyumlu olarak, söz konusu sapmanın muhasebesi takip eden yılın ilk Enflasyon Raporu’nda kamuoyu ile paylaşılacaktır.

**Ara hedeflere ulaşmayı engelleyebilecek ve para politikasının etki alanı dahilinde gelişmelerin öngörülmesi durumunda para politikası sıklığı bu unsurlara göre ayarlanacaktır.** Böylece kontrol ufkuna<sup>1</sup> içerisinde enflasyonun ara hedeflere yakınsaması sağlanacaktır. Ancak, yakınsamanın zorlaştığı durumlarda tahminler ara hedeflerden bir miktar sapabilecektir. Bu tür sapmaların nedenlerinin açık bir şekilde kamuoyu ile paylaşılması, şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından önem taşımaktadır. Bu çerçevede, bazı somut örnekler üzerinden yapılacak bir anlatı tahminler ile ara hedefler arasındaki kavramsal farklılaşmayı netleştirmek açısından faydalı olacaktır.

### **Tahminlerin Ara Hedeflerden Sapmasına Yol Açabilecek Bazı Durumlar**

#### **Para politikasının görece etki alanı dışında kalan unsurlar**

Gıda ve enerji fiyatlarındaki geçici arz yönlü unsurlara bağlı olarak kaydedilen artışlar para politikasının görece etki alanı dışında yer almaktadır. Örneğin, olumsuz hava koşullarına bağlı olarak (kuraklık, zirai don vb.) taze meyve-sebze fiyatlarında görülen geçici artışların (geçici arz şokları) birincil etkileri sadece para politikası tepkisi<sup>2</sup> ile giderilemez. Bu durumda, enflasyon üzerindeki birincil etkilere tepki verilmez; ancak fiyat artışının beklentiler ve fiyatlama davranışları üzerinde ikincil etkiler oluşturma riski varsa, bu etkileri sınırlamak için para politikası sıkılaştırılır. Böylece, tahminler yalnızca birincil etkiye yakın bir düzeyde ara hedeflerden farklılaşırken, para politikası tepkisi verilerek ikincil etkiler oluşmadan bertaraf edilir. Tek seferlik olan ve aylık enflasyon gerçekleştirmelerinde oynaklık oluşturan bazı şoklar bu gruba girebilmektedir. Yüksek enflasyon ortamında bu tarz tek seferlik şoklar daha sık olabilmektedir.

#### **Kontrol ufkuna göre çok yakın tarihlerde meydana gelen şoklar**

Parasal aktarımın enflasyona etkisi zaman aldığı için, kontrol ufkunun dışında ve yakın tarihte gerçekleşen şoklara karşı alınan para politikası önlemleri kısa vadede hemen etkili olamayabilir. Örneğin, kasım ya da aralık ayında ortaya çıkan bir gelişmeye karşı verilen para politikası tepkisi, bir iki ay içinde enflasyonu o yıl sonundaki ara hedefe çekemeyebilir; ancak sonraki yıllarda enflasyonun ara hedeflere yakınsamasını sağlayabilir. Dolayısıyla ilk yıl için tahmin o yılın ara hedefinden sapabilecektir. Bu durumun şeffaf bir şekilde iletişimi piyasa aktörlerinin ara hedeflere olan güvenini koruyacaktır.

#### **Ekonomik işleyiş ve gelişmelerin niteliğine ilişkin belirsizlikler**

Ekonominin yapısı dinamik ve karmaşık olduğundan, tüm unsurları kapsayan kusursuz modeller oluşturabilmek mümkün değildir. Ekonomide zaman zaman yapısal dönüşümler de görülebilmektedir. Ayrıca, bir şokun mahiyeti, örneğin geçici mi yoksa kalıcı mı olduğu kısa bir dönem zarfında anlaşılamayabilir. Bu gibi durumlarda, tahminler veri ve bilgi güncellemeleri geldikçe revize edilebilir. Ara hedefler ise tanım gereği sabit kaldığından, tahmin ve ara hedef arasında farklılaşmalar oluşabilir. Bu tip farklılaşmaların etkin iletişimi şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri ile beklenti yönetimini destekleyecektir.

#### **Politika İletişimine ve Beklenti Yönetimine Katkılar**

Bu yenilenen strateji çerçevesinde, ara hedefler para politikası açısından “taahhüt teknolojisi” işlevi görüp, para politikasının daha etkin bir şekilde iletişimini sağlar. Tahminler ile ara hedefler arasındaki ayrımı netleştirmek; hanehalkı, firmalar ve piyasa aktörlerinin politika sinyallerini daha doğru yorumlamasına katkı sunacaktır. Ayrıca, beklentilerin ara hedeflerle uyumlu olarak çıpalandırılması sağlayarak geçici nitelikteki şokların enflasyon görünümü üzerindeki etkilerini sınırlayacaktır. Bunun yanı sıra, sapmaların nedenlerinin ve verilen politika tepkilerinin gerekçelerinin açıkça paylaşılması, şeffaflık, hesap verebilirlik ve etkin iletişim ilkelerini güçlendirecektir.

<sup>1</sup> Kontrol ufkuna, para politikasında yapılan bir değişikliğin enflasyon üzerinde gözlenen nihai etkisinin en yüksek düzeylere ulaştığı dönemi ifade etmektedir. Türkiye için kontrol ufkuna 12 ila 24 ay sonrasındaki dönem aralığı olarak tanımlanabilir.

<sup>2</sup> Para politikası kısa vadede meyve ve sebze arzını değiştiremez. Bu ürünlerin birincil etkilerine verilecek bir politika tepkisi diğer ürünlerin fiyatlarını düşürür. Taze meyve-sebzedeki geçici etki ortadan kalkınca verilecek yeni tepki de hem politika faizinde hem de göreceli fiyat ile enflasyon oranlarında oynaklıklar yaratacak ve politika etkinliğini azaltabilecektir.

## Kutu 3.1

### Para Politikasının Fiyatlara Geçişkenliği

Sıkı para politikası duruşu, talep, döviz kuru ve enflasyon beklentileri kanalları üzerinden tüketici enflasyonunun zirve seviyesinden önemli ölçüde gerilemesini sağlamıştır. Öte yandan, literatürde yapılan çalışmalar tüketici fiyat endeksini oluşturan alt kalemlerin para politikasına aynı hızda ve büyüklükte tepki vermediğini göstermektedir (Aruoba ve Drechsel, 2024; Allayioti ve diğ., 2024; Arnaut ve Bengali, 2024). Bu farklılaşan tepki, para politikasının fiyatlar genel seviyesi üzerindeki etkisinin zamanlamasını ve büyüklüğünü değerlendirmek açısından kritik bir öneme sahiptir.

Bu kutuda, para politikasının B fiyat endeksini oluşturan dört basamak düzeyindeki 68 adet mal ve hizmet kalemi ile işlenmiş gıda grubu fiyatlarına etkisi analiz edilmektedir.<sup>1</sup> Bu amaçla, stokastik oynaklığa ve uç değerlere olanak sağlayan BVAR-SVO modeli (*BVAR with Cholesky Stochastic Volatility Outlier-Adjusted*) kullanılmıştır. Kasım 2008-Mart 2025 dönemi verileriyle denklem (1) her bir alt kalem için tahmin edilmiştir.<sup>2</sup>

$$y_{i,t} = a_0 + A_1 y_{i,t-1} + \dots + A_p y_{i,t-p} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Burada,  $i$  her bir alt kalemi temsil etmektedir. Her bir  $i$  için,  $y_t = (y_{1,t}, \dots, y_{n,t})'$  değişkeni sırasıyla para politikası şoku<sup>3</sup>, 3 aylık devlet iç borçlanma senedi (DİBS) faizi, sepet kur, toplam krediler, kart harcamaları<sup>4</sup>, kamu harcamaları, İktisadi Yönelim Anketi (İYA) son üç ayda alınan toplam sipariş endeksi, kapasite kullanım oranı (KKO), aylıklandırılmış reel GSYH, işsizlik oranı, özel sektör ücretleri, yurt içi üretici fiyat endeksi (Yİ-ÜFE), B endeksi ve son olarak ilgili kaleme ait tüketici fiyatı endeksini içermektedir.<sup>5</sup> İşsizlik oranı, KKO ve İYA sipariş endeksi verileri seviye olarak kullanılırken 3 aylık DİBS faizinin aylık farkı alınmıştır. Kamu ve kart harcamaları ile toplam krediler aylık farkları üzerinden standardize edilmiştir. Diğer değişkenlerin ise aylık frekansta logaritmik farkları alınmıştır. Tüm seriler mevsimsellikten arındırılmıştır.  $n$ , değişken sayısını temsil etmektedir. Gecikmeli değer  $p$  ile gösterilip 6 ay olarak belirlenmiştir.

Her bir  $i$  için hata terimi ve kovaryans matrisi aşağıdaki gibidir:

$$\varepsilon_t \sim N(0, \Sigma_t), \quad \Sigma_t^{-1} = B_0' D_t^{-1} B_0 O_t^{-2}$$

Burada,  $B_0$  köşegeninde birler bulunan  $n \times n$  alt üçgen matrisidir.  $D_t = \text{diag}(e^{h_{1,t}}, \dots, e^{h_{n,t}})$ .  $h_t = (h_{1,t}, \dots, h_{n,t})'$  ve her bir elemanı bağımsız otoregresif süreç izlemektedir:

$$h_{j,t} = \mu_j + \phi_j(h_{j,t-1} - \mu_j) + u_{j,t}^h,$$

$$u_{j,t}^h \sim N(0, \sigma_j^2),$$

$$j = 1, \dots, n.$$

<sup>1</sup> İşlenmiş gıda kalemleri grup bazında analiz edilmiştir.

<sup>2</sup> Önsel dağılımlar ve model tahminlerinde Chan (2023) makalesi yakından izlenmiştir.

<sup>3</sup> Para politikası şoku, Bloomberg'ten elde edilen para politikası sürprizlerinin toplantı tarihine kadar açıklanan enflasyon, 12 ay ve 24 ay sonrası enflasyon beklentileri, reel büyüme ve büyüme beklentisi, kur ve kur beklentisi, BIST100 ve ithalat ürünleri enflasyonu değişkenlerinin bir ay önceki değerlerine kıyasla değişimlerine regresyonundan elde edilen hata terimleriyle oluşturulmuştur. (Checo ve diğ., 2024). Bu çalışmada, bu şokların B matrisinin ilk sütununda yer aldığı varsayılmaktadır. Bu yaklaşım, yapısal bir şok için araç değişkeni (instrumental variable) kullanan ve bunu modele ek bir içsel değişken olarak dahil eden içsel araç yaklaşımı literatürüyle uyumludur (Ramey, 2011; Allayioti ve diğ., 2024).

<sup>4</sup> Kart harcamaları için, Taşan-Özel ve diğ. (2025) çalışmasında oluşturulan düzeltilmiş seri kullanılmıştır.

<sup>5</sup> Farklı spesifikasyonlar denenerek sağlamlık analizi yapılmıştır.

Aykırı değer parametresi  $o_t$ ,  $1 - p_o$  olasılıkla 1 değerini almakta,  $p_o$  olasılıkla ise  $o_t \sim U(2, 40)$  dağılmaktadır (Stock ve Watson, 2016; Carriero ve diğ., 2022). BVAR-SVO modelinin iki temel esnekliği: (i) her bir makroekonomik değişkene özgü  $n$  tane stokastik oynaklık sürecinin tanımlanması ve (ii) tüm kovaryans yapısını etkileyebilecek aykırı değer değişkeninin ( $o_t$ ) modele dahil edilmesidir. Modelin bu aykırı değer bileşeni, belirli zamanlarda tüm içsel değişkenlerin oynaklığını eş zamanlı olarak artırıp azaltarak ortak bir şok mekanizması olarak işlemektedir. Bu sayede model, finansal krizler, jeopolitik gelişmeler veya pandemi gibi durumları etkin bir şekilde yakalamaktadır.

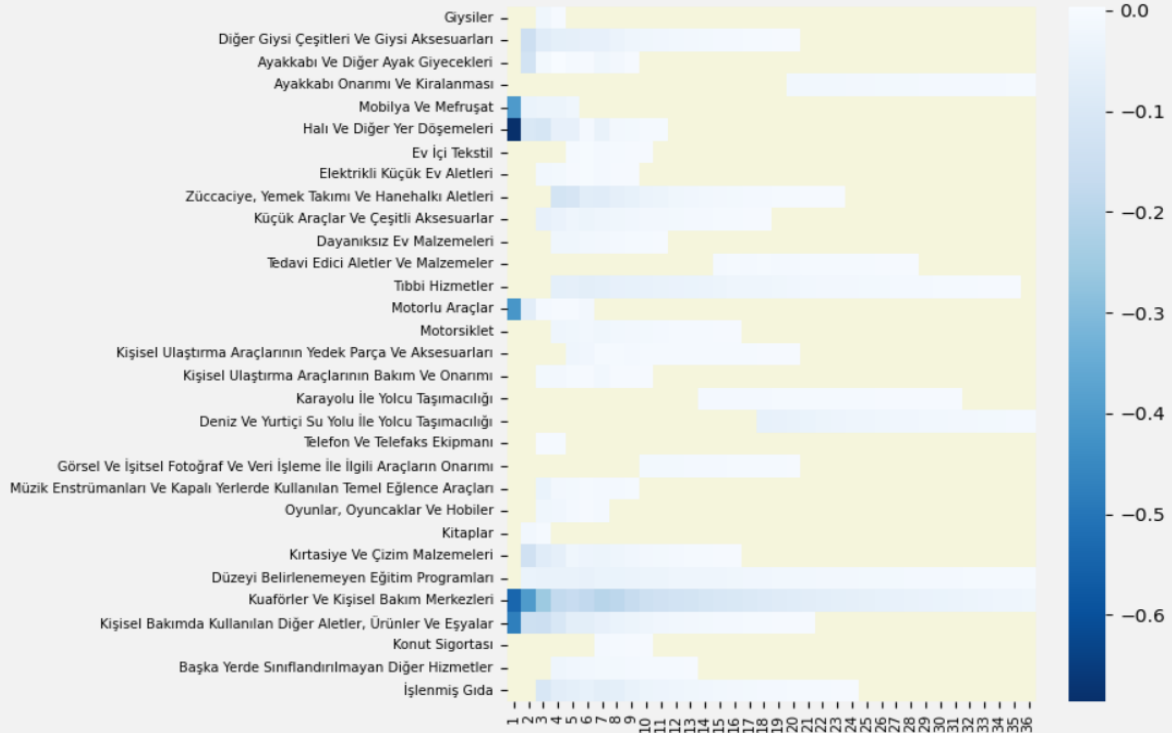
**Tablo 1: Para Politikasına Duyarlı/Daha Az Duyarlı Kalemlerin TÜFE İçerisindeki Payı**

|                      | Duyarlı | Daha Az Duyarlı | Eklenen/Çıkan | B Endeksi |
|----------------------|---------|-----------------|---------------|-----------|
| <b>Kalem Sayısı</b>  | 31      | 38              | 6             | 75        |
| <b>TÜFE Ağırlığı</b> | 42,8    | 31,1            | 0,2           | 74,1      |
| <b>Temel Mallar</b>  | 23,8    | 5,9             | 0,2           | 29,9      |
| <b>Hizmet</b>        | 5,7     | 25,2            | 0,0           | 31,0      |
| <b>İşlenmiş Gıda</b> | 13,3    | -               | -             | 13,3      |

Sonuçlara göre, para politikası şokuna en az iki ay üst üste istatistiksel olarak anlamlı tepki veren kalemler, para politikasına duyarlı kalemler olarak sınıflandırılmıştır. Diğer kalemler ise en az iki ay üst üste istatistiksel olarak anlamlı bir etki göstermemektedir. Ancak, para politikası genel enflasyon seviyesi ve enflasyon beklentileri üzerinden bu kalemleri de dolaylı olarak etkilemektedir. Bu nedenle, söz konusu kalemler para politikasına daha az duyarlı kalemler olarak adlandırılmıştır. 2025 yılı tüketici sepeti ağırlıkları dikkate alındığında duyarlı kalemlerin TÜFE içerisindeki ağırlığı yüzde 42,8, daha az duyarlı kalemlerin ağırlığı ise yüzde 31,1'dir (Tablo 1).<sup>6</sup>

Grafik 1'de para politikası şokuna duyarlı olan kalemler ve verdikleri tepkilerin büyüklükleri ısı haritasında sunulmuştur:

**Grafik 1: Para Politikasına Duyarlı Olan Kalemlerin Isı Haritası\***



Kaynak: TCMB, TÜİK.

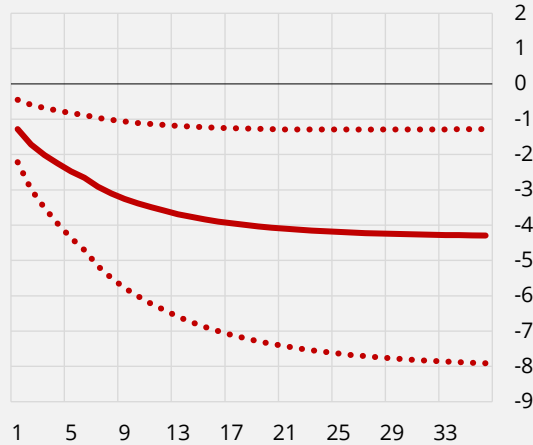
\* Sarı alanlar istatistiksel olarak anlamlı tepki verilmeyen dönemleri göstermektedir.

<sup>6</sup> İncelenen dönemde (Kasım 2008-Mart 2025) sepete eklenen/sepetten çıkan kalemler analize dahil edilmemiştir.

Para politikasına duyarlı grupta ağırlıklı olarak temel mal kalemleri yer almaktadır. Bu kalemlerin tüketiminin genellikle krediyle finanse edilmesi, zorunlu tüketim niteliği taşıyamaları ve döviz kuru geçişkenliğinin yüksek olması para politikasına duyarlılığını artırmaktadır. Buna karşılık, para politikasına daha az duyarlı kalemlerin büyük bölümü, kira, eğitim ve sağlık hizmetleri gibi gerek yönetilen/yönlendirilen gerekse zamana bağlı fiyatlandırma davranışı sergileyen ürünlerdir. Bu tür ürünlerde fiyat değiştirme sıklığı çoğunlukla düzenlemelere veya rutinlere bağlıdır (Özcan-Kodaz ve Yürek, 2024). Ayrıca, birçok kalemden fiyat güncellemeleri geriye dönük endeksleme davranışı göstermektedir. Dolayısıyla, bu ürünlerin istatistiksel olarak para politikasına duyarlı kalemler arasında yer almamasının nedenlerinden biri fiyatlandırma yapılarındaki bu özgün dinamiklerdir. Öte yandan, istatistiğin doğası gereği, para politikasına duyarlı olmadığı halde duyarlı olarak sınıflandırma (*type II error*) veya tam tersi (*type I error*) gibi riskler söz konusudur.

Bulgular doğrultusunda, kalemler B endeksi içerisindeki ağırlıklarına göre toplulaştırılmış ve para politikasına duyarlı ve daha az duyarlı olmak üzere iki farklı fiyat endeksi oluşturulmuştur. Bu endeksler üzerinden yapılan analizlere göre, para politikası şokunun duyarlı kalemlerin aylık enflasyonuna etkisi istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bulunmuştur. Diğer taraftan, daha az duyarlı olan kalemlerin aylık enflasyonuna etkisi düşürücü yönde olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır (Grafik 2 ve 3).

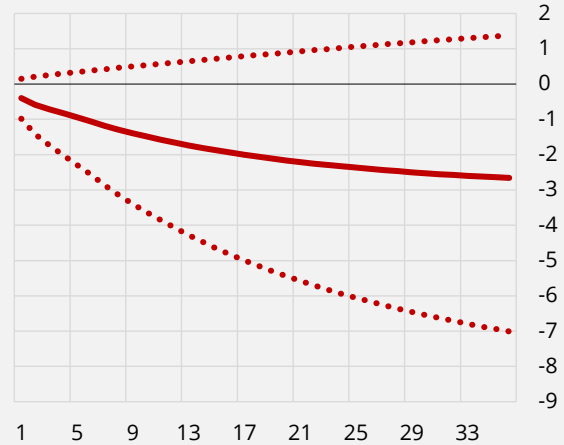
**Grafik 2: Duyarlı Kalemlerin Aylık Enflasyonunun Para Politikası Şokuna Karşı Birikimli Tepkisi\***



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Kırmızı çizgiler, B içerisindeki ağırlıklarıyla toplulaştırılmış 4 basamak kalemlerin para politikası şokuna tepkisinin medyan değerlerini göstermektedir. Kesikli çizgiler %68 güven aralığını temsil etmektedir.

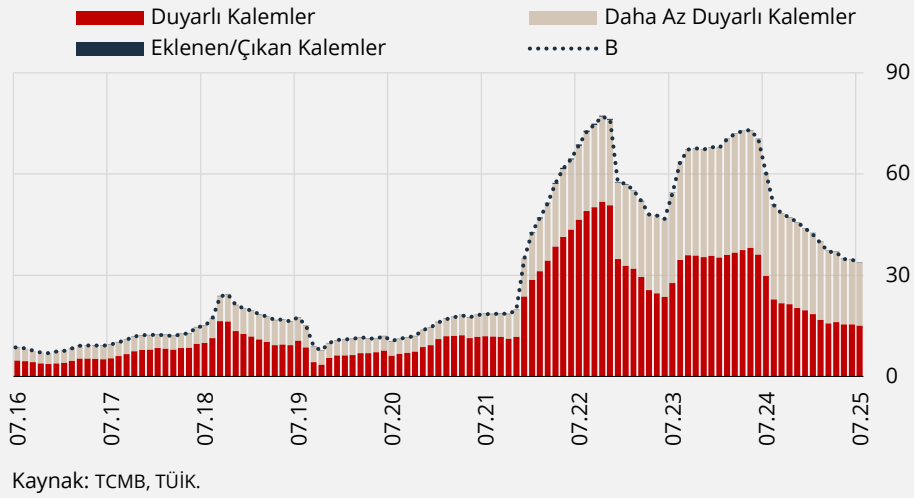
**Grafik 3: Daha Az Duyarlı Kalemlerin Aylık Enflasyonunun Para Politikası Şokuna Karşı Birikimli Tepkisi**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Kırmızı çizgiler, B içerisindeki ağırlıklarıyla toplulaştırılmış 4 basamak kalemlerin para politikası şokuna tepkisinin medyan değerlerini göstermektedir. Kesikli çizgiler %68 güven aralığını temsil etmektedir.

Grafik 4 ise para politikasına duyarlı ve daha az duyarlı endekslerin B endeksine katkısını göstermektedir. 2023 yılı ikinci yarısından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın duyarlı grup enflasyonu üzerindeki aşağı yönlü etkisi, 2024 yılı ortalarında belirginleşmiştir. Sıkı duruşun korunmasıyla bu grupta enflasyon yavaşlamaya devam etmektedir. Öte yandan, her iki grubun enflasyon dinamiklerinde baz etkileri ve dışsal şoklar da önemli bir rol oynamaktadır.

**Grafik 4: B Endeksi Yıllık Enflasyonuna Katkılar (% Puan ve %)**

Sonuç olarak, tüketici fiyat endeksini oluşturan alt kalemler para politikasına farklı hızda ve şiddette tepki vermektedir. Bulgular, para politikasındaki sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle birlikte duyarlı olan grubun enflasyona katkısının azaldığını göstermektedir. Ek olarak, bu grubun önümüzdeki dönemde de dezenflasyon sürecini desteklemeye devam edeceği öngörülmektedir. Manşet enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki gerileme, daha az duyarlı olan grubun enflasyona katkısının da düşmesine destek olmaktadır. Söz konusu kalemlerin fiyatları çoğunlukla zamana bağlı fiyatlandırma davranışı sergileyen veya yönetilen/yönlendirilen niteliktedir. Bu nedenle, fiyat güncellemelerinde esas alınan düzenlemelerin ara hedeflerle uyumlu olacak şekilde yapılması dezenflasyon sürecini desteklemesi açısından önem taşımaktadır.

### Kaynakça

- Allayioti, A., Górnica, L., Holton, S., & Hernández, C. M. (2024). Monetary policy pass-through to consumer prices: Evidence from granular price data. *ECB Working Paper Series*, No 3003.
- Arnaut, Z. & Bengali, L. (2024). How Quickly Do Prices Respond to Monetary Policy?. *FRBSF Economic Letter*, 10.
- Aruoba, S. B. & Drechsel, T. (2024). The long and variable lags of monetary policy: Evidence from disaggregated price indices. *Journal of Monetary Economics*, 148, 103635.
- Carriero, A., Clark, T. E., Marcellino, M. & Mertens, E. (2022). Addressing COVID-19 Outliers in BVARs with Stochastic Volatility. *The Review of Economics and Statistics*, pages 1–38.
- Chan, J. C. (2023). Comparing stochastic volatility specifications for large Bayesian VARs. *Journal of Econometrics*, 235(2): 1419-1446.
- Checo, A., Grigoli, F. & Sandri, D. (2024). Monetary policy transmission in emerging markets: proverbial concerns, novel evidence. *BIS Working Papers*, No 1170.
- Özcan-Kodaz, E. F. & Yürek, S. (2024). Fiyatlandırma Davranışları Açısından Tüketici Sepetinin Kompozisyonu. *TCMB Ekonomi Notları* No. 24/14.
- Ramey, V., A. (2011). Identifying Government Spending Shocks: It's All in the Timing. *Quarterly Journal of Economics*.
- Stock, J. H. & Watson, M. W. (2016). Core inflation and trend inflation. *Review of Economics and Statistics*, 98(4), 770-784.
- Taşan-Özel, E., Özel, O. & Süleyman T. (2025). Kart Kullanım Oranı ve Kartla Yapılan Harcamalar. *Merkezin Güncesi*. 14/07/2025.