

ENFLASYON RAPORU

2025-III

14 Ağustos 2025



İçindekiler

1. Genel Değerlendirme.....	1
1.1 Para Politikası Kararları	3
2. Ekonomik Görünüm.....	5
2.1 Küresel Ekonomi.....	5
2.2 Finansal Koşullar.....	9
2.3 İktisadi Faaliyet.....	14
2.4 Enflasyon	26
3. Orta Vadeli Öngörüler	50
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar.....	50
3.2 Orta Vadeli Görünüm	52
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları	55
Kutular	
Kutu 2.1 Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular	36
Kutu 2.2 Türkiye’de Potansiyel İşgücü.....	39
Kutu 2.3 Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi (BİPE).....	42
Kutu 2.4 Ankete Dayalı Ekonomik Belirsizlik Endeksi	47
Kutu 3.1 Para Politikasının Fiyatlara Geçişkenliği	59

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.

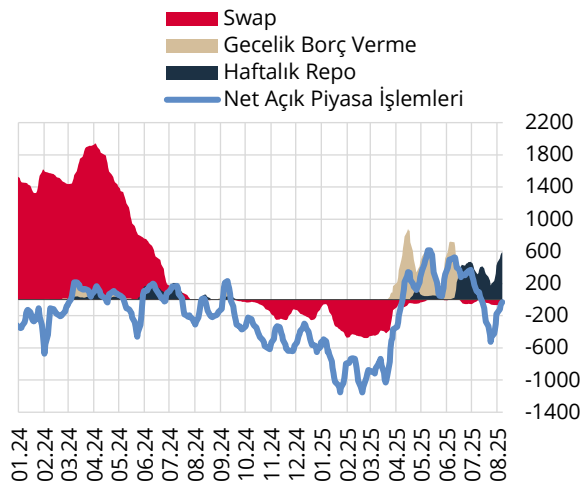
TCMB, politika faizine ilişkin atılacak adımların, enflasyonun ana eğilimi, enflasyon gerçekleşmeleri ve beklentileri göz önünde bulundurularak, öngörülen dezenflasyonun gerektirdiği sıkılığı sağlayacak şekilde belirleneceğini vurgulamıştır. Politika faizine ilişkin atılacak adımların büyüklüğünün, enflasyon 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.

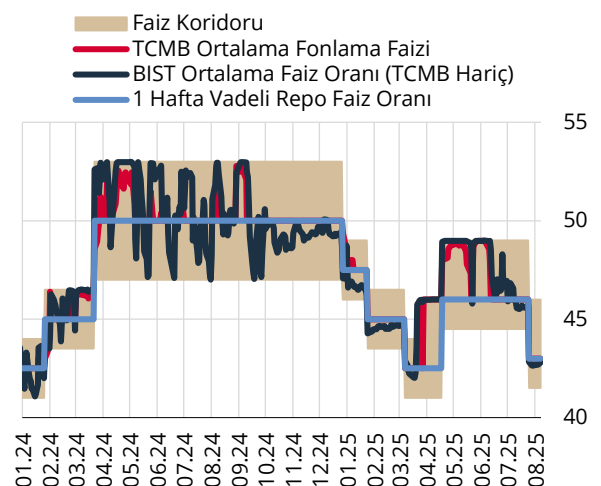
TCMB'nin ağırlıklı olarak gecelik vadede fonlama yapmasının etkisiyle 12 Haziran tarihine kadar gecelik faizler, Merkez Bankası gecelik borç verme faiz oranına yakın düzeylerde hareket etmiştir (Grafik 1.1.2). 13 Haziran tarihinden itibaren TCMB fonlamanın tamamının haftalık repo ihaleleri kanalıyla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



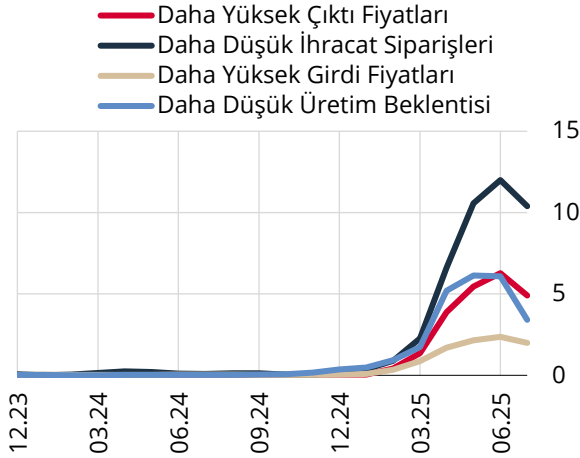
Kaynak: BİST, TCMB.

2. Ekonomik Görünüm

2.1 Küresel Ekonomi

Küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler, imzalanan ikili anlaşmalar ile birlikte bir miktar gerilese de yüksek seviyelerini korumaktadır. ABD ile Japonya, Avrupa Birliği ve İngiltere gibi büyük ekonomiler arasında önceki açıklananlara kıyasla daha düşük tarife oranlarından ikili anlaşmalar imzalanmıştır. Diğer taraftan ABD'nin önemli ticaret ortakları olan Kanada, Meksika ve Çin ile müzakereler devam etmektedir. Ayrıca 1 Ağustos'ta açıklanan kararname ile Türkiye'nin de içinde bulunduğu birçok ülke için tarife oranları artırılmıştır. ABD'nin çelik, alüminyum, bakır ve otomotiv sektörüne getirdiği yüksek oranlı tarifeler ise geçerliliğini korumaktadır. Tüm bu gelişmeler, 2024 yıl sonu ile karşılaştırıldığında küresel ticarete korumacılığın önemli oranda arttığına işaret etmektedir. Korumacı önlemlerin üretim ve enflasyon üzerindeki etkileri öncü göstergelere de yansımıştır (Grafik 2.1.1). Belirsizliğin azalması küresel büyüme görünümünün bir miktar iyileşmesine neden olmuştur. Türkiye'nin birçok ticaret ortağının 2025-2026 yılları birikimli büyüme tahminleri, geçtiğimiz Rapor dönemine göre sınırlı oranda artış göstermiştir. Bu çerçevede, Türkiye'nin dış ticaret ortaklarının ihracat paylarıyla ağırlıklandırılan küresel büyüme endeksinin aynı dönemdeki birikimli büyüme tahmini, yaklaşık 0,2 puanlık bir artışla yüzde 4,3 olmuştur. Bununla birlikte, küresel büyüme görünümünün yılın ilk Enflasyon Raporu dönemine kıyasla daha zayıf olduğu görülmektedir (Grafik 2.1.2). Çin ekonomisi ertelenen tarifeler nedeniyle ihracatın öne çekilmesinin etkisiyle ikinci çeyrekte mevsimsellikten arındırılmış serilere göre yüzde 1,1 ile ilk çeyrekteki yakını oranda büyümüştür. Temmuz ayı itibarıyla Çin'in büyüme görünümünün yılbaşına göre iyileştiği görülmektedir. Diğer taraftan ABD ekonomisinde 2025-2026 yılları için birikimli büyüme tahminlerinde yılbaşına göre yaklaşık 1 puanlık aşağı yönlü güncelleme olmuştur.

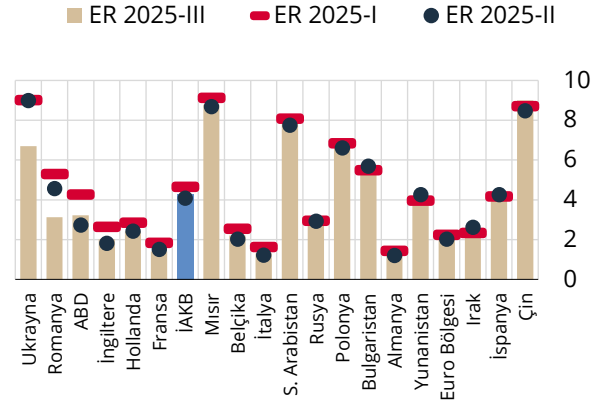
Grafik 2.1.1: PMI Tarife Göstergeleri
(Raporlama Sayısı, MA, Uzun Dönem Ortalamasından Sapma*)



Kaynak: S&P Global.

* PMI anketlerinde tarifeler nedeniyle daha yüksek girdi ve çıktı fiyatları ve daha düşük ihracat siparişleri ile karşı karşıya kaldıklarını ve üretim beklentilerinin düştüğünü raporlayan katılımcı sayısının uzun dönem ortalamasından sapmasını göstermektedir.

Grafik 2.1.2: Türkiye'nin Ana Ticaret Ortaklarının 2025-2026 Birikimli Büyüme Tahminleri (%)



Kaynak: Consensus Economics, S&P Global, TCMB.

Emtia fiyatları, tarımsal emtia fiyatları hariç, bir önceki Rapor dönemine kıyasla artarken; enerji emtia fiyatları, jeopolitik gelişmelere bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemektedir. Küresel talep görünümündeki zayıflama nedeniyle nisan ve mayıs aylarında keskin bir şekilde düşen ham petrol fiyatları, haziran ayında jeopolitik gelişmelere bağlı olarak tekrar yükselmiştir. Buna karşın, OPEC+'ya üye ülkelerin petrol üretimini beklentilerden daha fazla artırmaları, küresel talep görünümündeki zayıflığın sürmesi ve jeopolitik gerilimlerin bir miktar azalması, petrol fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri sınırlamaktadır. Jeopolitik gelişmeler nedeniyle oynaklık gösteren Avrupa doğal gaz fiyatları ise talep görünümü ve mevsimsel etkiler nedeniyle bir önceki Rapor dönemine göre yüzde 11,5 oranında gerilemiştir. Enerji hariç emtia fiyatlarında görülen sınırlı azalışta tarımsal emtia fiyatlarındaki düşüş etkili olmuştur. Çin'in büyüme tahminlerinin

yukarı yönlü güncellenmesi ve ABD tarafından bakır, çelik ve alüminyuma getirilen tarife artışları, endüstriyel metal fiyatlarının bir önceki Rapor dönemine göre yüzde 3,5 oranında yükselmesine neden olmuştur. Değerli metal fiyatları ise ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler ve merkez bankaların altın talebi nedeniyle artmaya devam etmektedir (Tablo 2.1.2).

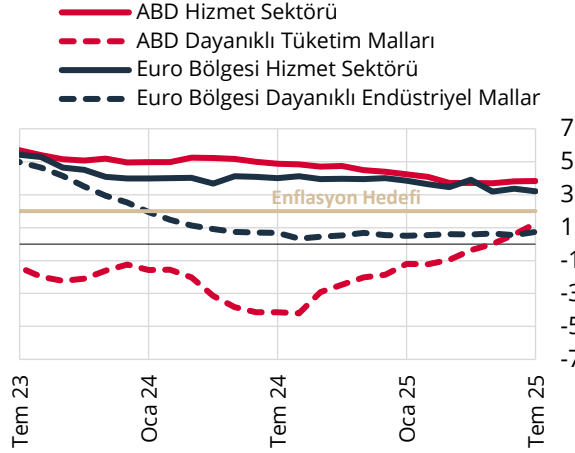
Tablo 2.1.2: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)

	Mayıs 2025	Haziran 2025	Temmuz 2025	Ağustos 2025	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
Emtia Ana Endeksi	-0,5	4,4	-0,6	-1,8	0,2	0,9
Enerji	-2,3	8,3	0,0	-3,0	-9,4	2,8
Tarımsal Emtia	-1,6	-3,1	-4,5	-2,6	-1,0	-10,1
Endüstriyel Metal	2,8	2,0	1,7	-1,1	5,1	3,5
Değerli Metal	2,3	2,5	0,7	1,4	36,7	5,9
Enerji Hariç	1,4	0,6	-1,2	-0,4	12,7	-0,8
Brent Petrol	-5,4	11,4	-0,7	-2,1	-14,1	4,9
Doğal Gaz (ABD)	1,1	5,9	-9,6	-8,5	45,1	-8,1
Doğal Gaz (Avrupa)	0,4	3,8	-7,1	-1,5	-12,8	-11,5
Kömür	3,4	6,3	5,2	2,7	-21,5	13,1
Alüminyum	3,0	3,1	3,3	-0,9	9,4	6,4
Bakır	-0,2	5,1	11,2	-18,6	7,7	-3,8
Demir	-0,8	-4,3	2,8	3,5	1,8	1,8
Buğday	-1,9	3,3	-0,4	-4,9	-2,6	-5,5
Soya	2,2	0,0	-3,8	-4,4	-1,8	-9,4
Pirinç	-3,3	5,0	-7,0	-0,1	-16,5	-1,5
Mısır	-5,1	-4,2	-5,5	-5,7	2,0	-17,3
Pamuk	0,7	-1,7	1,2	-1,9	-4,4	-0,5
Şeker	-4,1	-6,9	0,9	-1,4	-12,4	-6,6

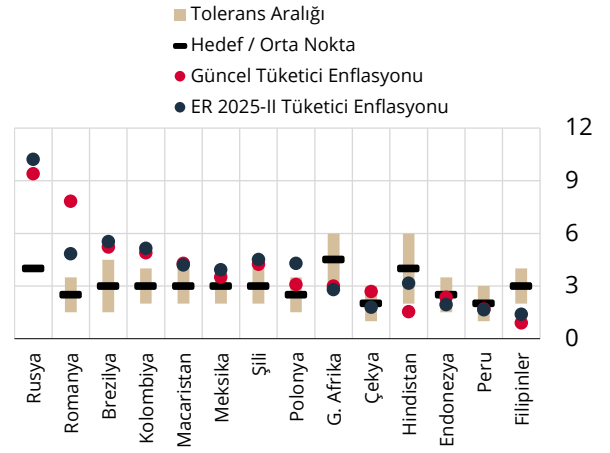
Kaynak: Bloomberg.

* 8 Ağustos 2025 ile 22 Mayıs 2025 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir. Renklendirmenin kırmızı ve yeşil olması, fiyatlarda sırasıyla artış ve düşüş olduğunu göstermektedir.

Ticaret politikaları kaynaklı enflasyon belirsizliği sürerken son dönemde gelişmiş ülkelerin manşet enflasyonlarında artış görülmüştür. Gerek enerji fiyatlarının jeopolitik gelişmelere bağlı olarak daha yüksek seyretmesi, gerekse daha önce enflasyonu düşürücü rol oynayan mal fiyatlarının tarife uygulamalarının da etkisiyle artış eğilimine girmesi, küresel enflasyon üzerinde etkili olmuştur. ABD ve Euro Bölgesinde, hizmet enflasyonu hedef üzerinde yatay bir eğilim sergilerken; dayanıklı mal fiyatlarından gelen olumlu katkının azalması, tarife belirsizlikleri ile birlikte enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmaktadır (Grafik 2.1.3). Manşet enflasyon birçok gelişmiş ülkede yüzde 2 hedefinin üzerinde kalmaya devam etmiştir. Dış ticarete artan korumacılık eğilimi ve enerji fiyatlarındaki dalgalanmalar gelişmekte olan ülkelerde enflasyon görünümünü farklı etkilemektedir (Grafik 2.1.4). Bu çerçevede, 2023 yılı son çeyreğinden bu yana küresel ölçekte görülen dezenflasyon süreciyle enflasyon oranlarının hedeflere yaklaştığı, ancak son dönemde artan küresel belirsizliğin söz konusu süreci sekteye uğrattığı değerlendirilmektedir.

Grafik 2.1.3: ABD ve Euro Bölgesi Mal-Hizmet Enflasyonları (Yıllık, %)

Kaynak: Eurostat, St. Louis Fed.

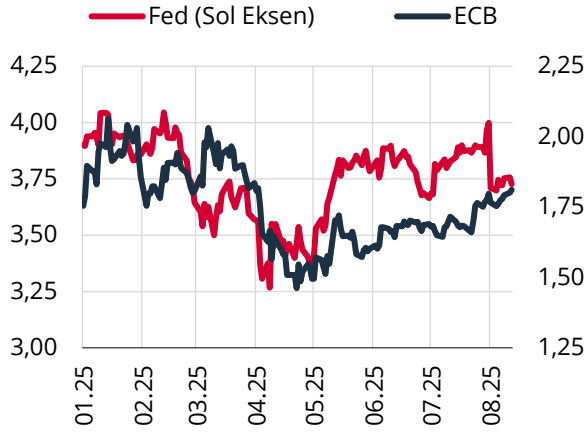
Grafik 2.1.4: Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu (Yıllık, %)

Kaynak: Bloomberg, Merkez Bankaları.

Ülkeler arası farklılaşma görülmekle birlikte merkez bankalarının indirim süreçleri devam etmektedir.

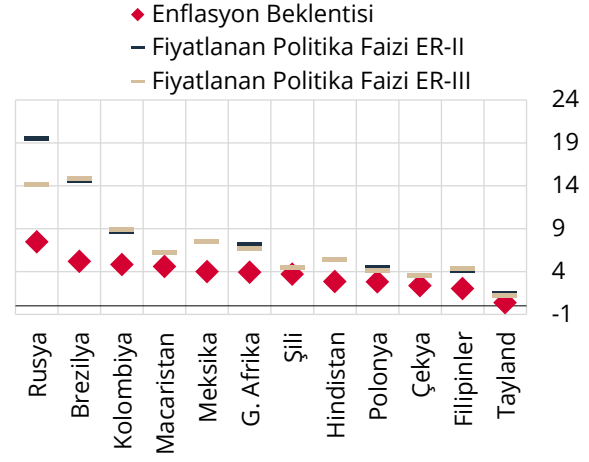
Mevcut Enflasyon Raporu döneminde gelişmiş ülkelerde faiz indirim süreçleri devam etmekle birlikte yavaşlamış ve bazı merkez bankalarının indirimlere ara vermeleri dikkat çekmiştir. Fed yılın beşinci toplantısında da faiz indirimine gitmezken ECB haziran ayı toplantısında yaptığı 25 baz puan faiz indiriminin ardından temmuz ayında indirimde ara vermiştir. Japonya, Kanada merkez bankaları da son toplantılarında politika faizlerini sabit tutmuştur. İlgili dönemde, İngiltere, Güney Kore, Norveç, Avustralya, Yeni Zelanda, İsveç ve Danimarka merkez bankaları ise 25'er baz puan faiz indirimi gerçekleştirmiştir. Piyasa fiyatlamaları 2025 yıl sonuna kadar Fed için 60 ve ECB için 11 baz puan faiz indirimine işaret etmektedir. Bu oranlar geçtiğimiz Rapor dönemine göre Fed için sınırlı oranda daha hızlı, ECB için ise sınırlı oranda daha yavaş bir faiz indirim fiyatlaması ima etmektedir. Fed faizine ilişkin fiyatlamalar, tarifelere ilişkin gelişmelere ve reel ekonomiye ilişkin verilere bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemektedir. Temmuz ayında enflasyon verileri, tarife kararları ve Fed toplantısı sonrası yükselen yıl sonu politika faizi fiyatlaması, beklentilerin gerisinde kalan temmuz ayı istihdam verileri sonrasında belirgin şekilde düşmüştür. Bununla birlikte mevcut fiyatlama, Fed üyelerinin haziran ayındaki medyan projeksiyonu olan 50 baz puanlık indirime oldukça yakındır (Grafik 2.1.5). Mevcut Rapor döneminde, GOÜ merkez bankalarından Meksika 75 baz puan, Hindistan ve Güney Afrika 50'er baz puan; Şili, Filipinler, Endonezya ve Polonya 25'er baz puan faiz indirimine giderken; Tayland, Macaristan, Romanya, Çekya, Kolombiya ve Peru ise politika faizlerini sabit tutmuşlardır. Öte yandan, Brezilya Merkez Bankası enflasyon görünümünü dikkate alarak 25 baz puan ile faiz artırımlarına devam ederken 2024 yılı içerisinde toplam 500 baz puanlık faiz artırımını gerçekleştiren Rusya Merkez Bankası, son iki toplantısında politika faizini toplam 300 baz puan aşağı çekmiştir. Çin ise mevcut Rapor döneminde parasal genişlemeye dönük adımlara ara vermiştir. Vadeli işlemlerin ima ettiği politika faizleri, geçtiğimiz Rapor dönemine benzer şekilde, GOÜ merkez bankalarının parasal sıkılığı koruyarak politika faizlerini enflasyon beklentilerinin üzerinde belirlemeye devam edeceklerine işaret etmektedir (Grafik 2.1.6).

Grafik 2.1.5: 2025 Yılı Sonu İçin Piyasa Fiyatlamalarının İma Ettiği Politika Faizleri (Efektif, %)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.1.6: 2025 Yılı Sonu İçin Vadeli İşlemlerin İma Ettiği Politika Faizi ve Enflasyon Beklentileri* (% Puan)

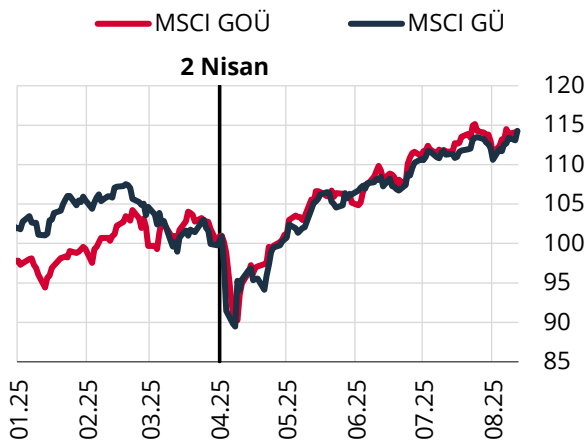


Kaynak: Bloomberg.

* Enflasyon beklentileri Bloomberg anketinden alınmıştır.

Küresel belirsizliğin devam etmesine karşın GOÜ hisse senedi piyasalarına girişler gözlenmektedir. ABD tarafından 2 Nisan'da açıklanan yeni gümrük tarifeleri sonrasında bir önceki Rapor döneminde küresel finansal piyasalarda artan oynaklık mevcut Rapor döneminde gerilemiştir. Bu süreçte küresel ölçekte hisse senedi piyasaları olumlu bir performans göstermiştir (Grafik 2.1.7). GOÜ'lere yönelik portföy akımları birikimli olarak incelendiğinde, nisan ayı başındaki çıkışların ardından GOÜ hisse senedi piyasalarına girişler gözlenmiştir (Grafik 2.1.8). 22 Mayıs 2025-8 Ağustos 2025 döneminde Çin hariç GOÜ hisse senedi piyasalarına 17 milyar ABD doları fon girişi olurken tahvil piyasalarından 2,8 milyar ABD doları fon çıkışı gerçekleşmiştir. Bu dönemde, Çin'in hisse senedi piyasalarına 8,8 milyar ABD doları fon girişi olduğu görülmektedir. Buna karşın, küresel ekonomi ve ticaret politikalarına ilişkin süregelen belirsizlikler ile son dönemde devam eden jeopolitik riskler GOÜ'lere yönelik portföy hareketleri üzerinde önemli risk faktörleri olmaya devam etmektedir.

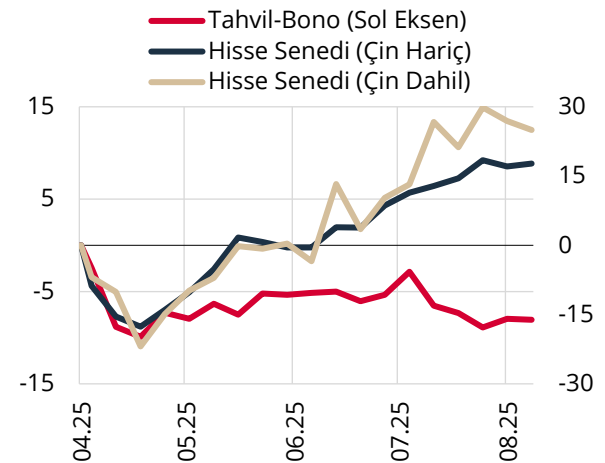
Grafik 2.1.7: Hisse Senedi Endeksleri* (Günlük)



Kaynak: Bloomberg.

* 2024 yılının Eylül ayı ortalaması 100'e eşit olacak şekilde hesaplanmıştır.

Grafik 2.1.8: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Akımları (1 Nisan 2025'ten İtibaren Birikimli, Milyar ABD Doları)

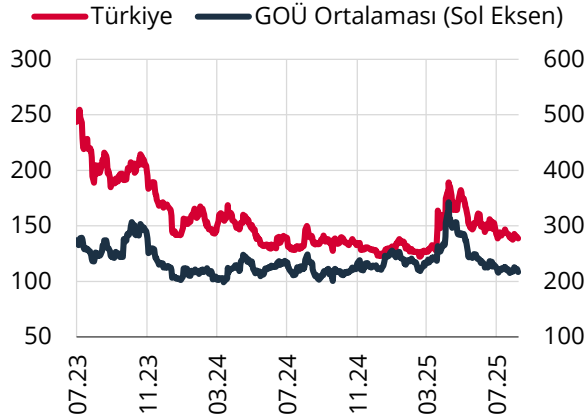


Kaynak: IIF.

2.2 Finansal Koşullar

Küresel risk iştahı, önceki Rapor dönemine göre ticaret anlaşmalarına ilişkin süreçlerdeki ilerleme ve azalan jeopolitik risklerle toparlanma kaydederken TL cinsi varlıklara ilgi artmıştır. Yurt içi belirsizliklerin ve jeopolitik gerilimlerin azaldığı dönemde enflasyonun öngörülen dezenflasyon süreci ile uyumlu seyri, TL varlıklara yönelik ilgiyi desteklemiştir. Bu görünüm altında, Türkiye CDS primi, GOÜ risk primlerindeki düşüşün de etkisiyle 8 Ağustos itibarıyla 277 baz puan düzeyine gerilemiştir (Grafik 2.2.1). Küresel risk iştahındaki toparlanma ile mevcut Enflasyon Raporu döneminde GOÜ varlıklarına girişler yeniden ivme kazanmıştır. Söz konusu gelişmeler ışığında, Türkiye Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) piyasasına 3,8 milyar ABD doları, hisse senedi piyasasına ise 2,0 milyar ABD doları net giriş olmak üzere toplamda 5,8 milyar ABD doları portföy girişi kaydedilmiştir (Grafik 2.2.2).

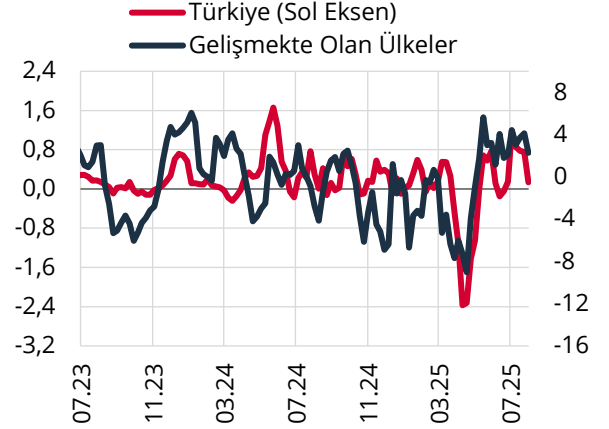
Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke CDS Primleri* (5 Yıl Vadeli, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

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

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

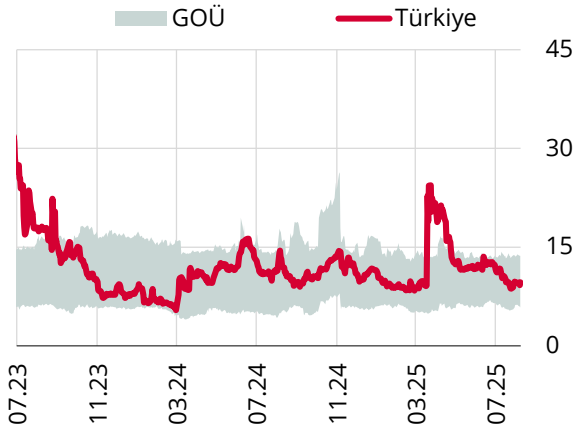


Kaynak: IIF, TCMB.

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

Türk lirasının ima edilen oynaklığı gerilemiştir. Geçtiğimiz Rapor döneminde artış kaydeden kur oynaklıkları, küresel ve yurt içi risk algısındaki toparlanmanın etkisiyle gerilemiştir. Bu doğrultuda, Türk lirasının ima edilen oynaklığı 1 ay vadede yüzde 9,7 düzeyine, 12 ay vadede ise yüzde 19,6 seviyesine gerilemiştir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). 1 ay vadeli oynaklık GOÜ ortalamalarına yakınsarken 12 ay vadeli oynaklıkta gözlenen seyir, uzun vadeye ilişkin kur riski algısının azalmakla birlikte devam ettiğine işaret etmektedir.

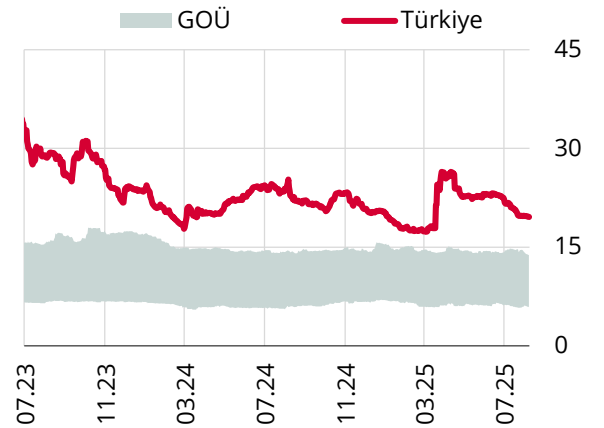
Grafik 2.2.3: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı* (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

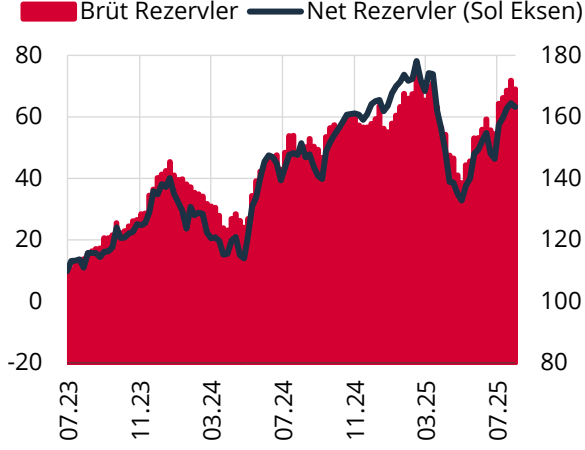
* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan.

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



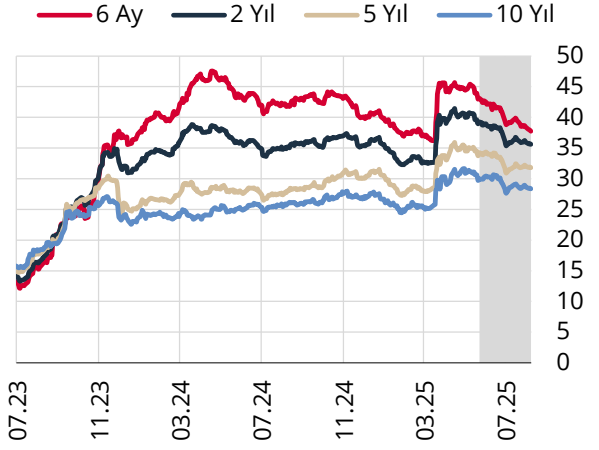
TCMB rezervleri güçlü bir toparlanma eğilimi sergilemiştir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde, TCMB brüt uluslararası rezervleri, 23,3 milyar ABD doları artışla 168,9 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir (Grafik 2.2.5). Mayıs ayı başına göre toparlanma ise 30,5 milyar ABD doları düzeyinde olmuştur. TCMB rezervlerinin, dezenflasyon odaklı sıkı parasal duruş ve yaz aylarında cari dengein olumlu seyretmesinin etkisiyle artış eğilimini sürdürmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, küresel risk algısında oluşabilecek oynaklıkların rezervlerde kısa süreli dalgalanmalara yol açabileceği değerlendirilmektedir.

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)

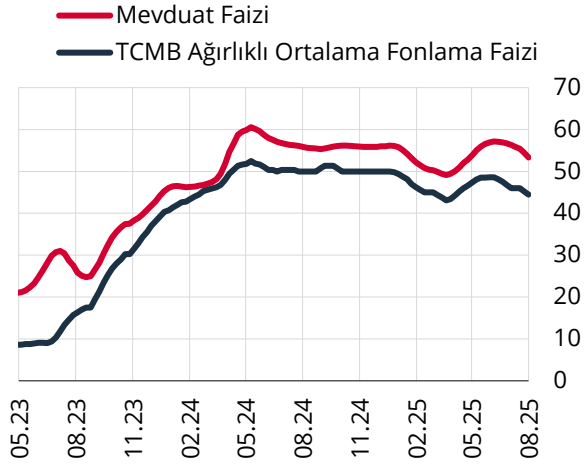


Kaynak: Bloomberg.

DİBS getirileri tüm vadelerde gerilemiştir. DİBS getirileri yurt içi risk algısındaki toparlanmaya ek olarak, politika faizi indirim beklentilerinin etkisiyle, kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde gerilemiştir (Grafik 2.2.6). 24 Temmuz 2025 tarihindeki Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında politika faizinde indirime gidilmiş ve takip eden toplantılarda politika faizine ilişkin atılacak adımların büyüklüğünün, enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla gözden geçirileceği belirtilmiştir. Öte yandan, uzun vadeli getirilerdeki katılığın devam ettiği gözlenmektedir. Yurt içi ve küresel gelişmelere bağlı olarak TL varlıklara yönelik risk algısının iyileşmesiyle birlikte DİBS getirilerinin enflasyon ve para politikası görünümü ile daha uyumlu hale gelmesi beklenmektedir.

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. 1 Ağustos itibarıyla mevduat faiz oranları gerileyerek yüzde 53,3 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.7). Aynı tarihte TL ticari kredi faiz oranları yüzde 53,9, ihtiyaç kredisi faiz oranları ise yüzde 66,8 olarak gerçekleşmiştir. Yatay seyreden konut kredisi faiz oranları söz konusu haftada yüzde 42,1; taşıt kredisi faiz oranları ise yüzde 44,3 olmuştur (Grafik 2.2.8).

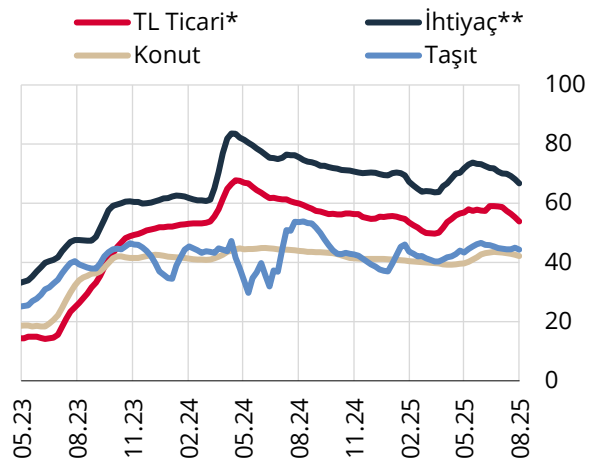
Grafik 2.2.7: Türk Lirası Fonlama Faizleri*
(4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

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

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



Kaynak: TCMB.

* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

** Kredili mevduat hesapları hariç.

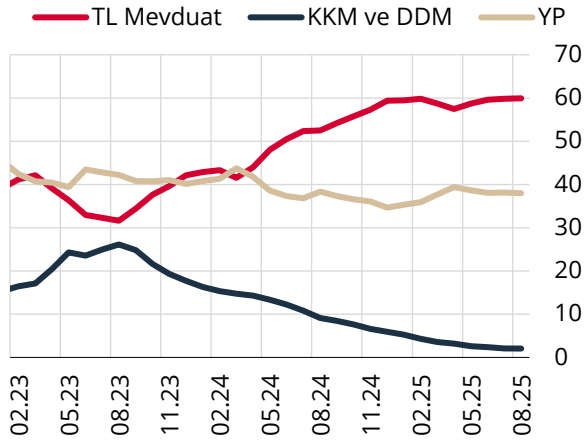
*** Kredi faizleri bileşik faizdir.

Bankaların mevduat kompozisyonunda kur korumalı mevduat payı azalmaya devam etmektedir. Kur Korumalı Mevduat (KKM) hesaplarından çıkış stratejisi kapsamında alınan kararların etkisi¹ ve uygulanan sıkı para politikasının katkısıyla KKM bakiyesi 1 Ağustos itibarıyla 478 Milyar TL'ye gerilemiştir. Diğer taraftan, mevduat kompozisyonunda KKM hariç TL hesapların payı mart ayının ikinci yarısında gözlenen finansal oynaklıklardan dolayı bir miktar geriledikten sonra 1 Ağustos itibarıyla şubat ayı sonundaki yüzde 60 seviyesine dönmüştür. (Grafik 2.2.9 ve Grafik 2.2.10).

Parasal aktarım mekanizmasını güçlendirmek ve TL'ye geçişi desteklemek amacıyla makroihtiyati politikalarda bir dizi adım atılmıştır. Zorunlu karşılık oranları, yabancı para mevduatlarda tüm vadelerde; 1 yıla kadar vadeli yurt içi yerleşiklerle yapılan yabancı para cinsinden repo işlemlerinden sağlanan fonlarda ve 1 yıla kadar vadeli Türk lirası cinsi yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan fonlar ile yurt dışından kullanılan kredilerde vadeye göre farklılaşacak biçimde artırılmıştır.² 21 Haziran 2025 tarihli duyuru ile yabancı para mevduat için TL cinsinden tesis edilmesi gereken zorunlu karşılık oranı yüzde 4'ten yüzde 2,5'e indirilmiştir. 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. Ayrıca, kredi büyüme sınırından muaf tutulan kalemlerde değişiklikler yapılmıştır.

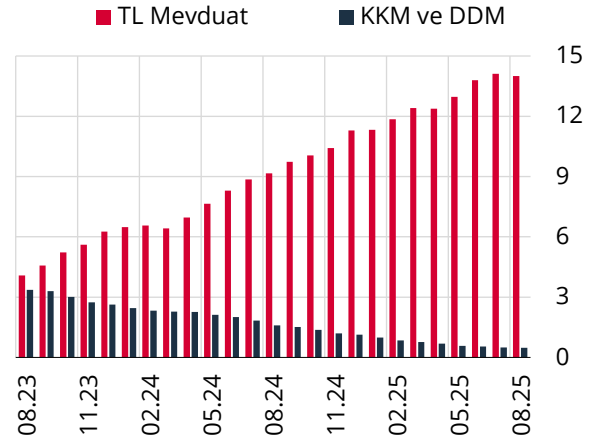
¹ 21 Haziran 2025 tarihinde yapılan duyuru ile gerçek kişi TL mevduat payı yüzde 60'ın altında olan bankalar için hedef oranlar artırılırken yüzde 60 ile yüzde 65 arasında olan bankalara aylık 0,4 puan artış hedefi getirilmiştir. Kur Korumalı Mevduat (KKM) hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranı 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.

² 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.

Grafik 2.2.9: Mevduat Kompozisyonu* (% Pay)

Kaynak: TCMB.

* TL mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

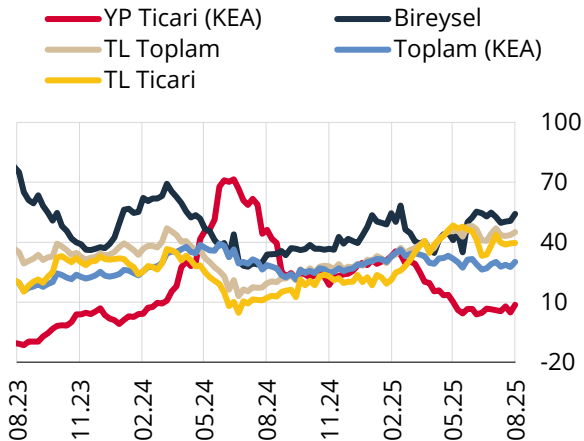
Grafik 2.2.10: TL Mevduat Kompozisyonu* (Trilyon TL)

Kaynak: TCMB.

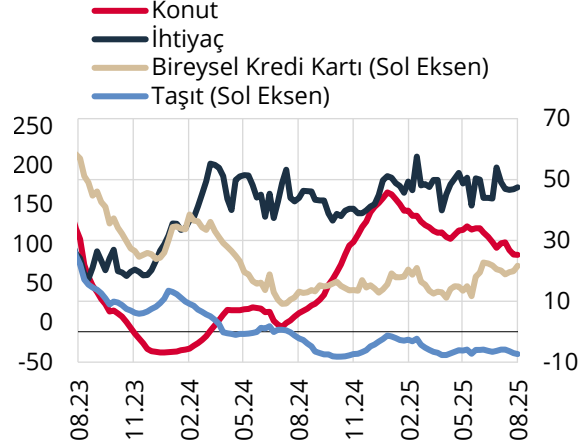
* TL mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

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 bir seyir izlemiştir. YP kredilerdeki sınırlandırmaların³ ikame etkisi yaratmasının da yansımasıyla bir önceki dönem artan TL ticari kredi artış hızı, mevcut Rapor döneminde bir miktar gerilemiştir. 1 Ağustos itibarıyla kur etkisinden arındırılmış 13 haftalık yıllıklandırılmış YP ticari kredi büyümesi yüzde 8,7 seviyesinde seyrederken TL ticari kredi büyümesi yüzde 39,7 olmuştur. Kur etkisinden arındırılmış toplam kredi büyümesi bir miktar gerileyerek söz konusu haftada yüzde 30,3 olmuştur (Grafik 2.2.11).

Bireysel kredi büyümesi bireysel kredi kartı (BKK) kullanımı kaynaklı olarak mevcut Rapor döneminde bir miktar artmıştır. Bireysel kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı BKK büyümesine bağlı olarak 1 Ağustos itibarıyla yüzde 54,2 olarak gerçekleşmiştir. BKK büyümesinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı ise yüzde 72,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Mevcut Rapor döneminde ihtiyaç kredilerinin ilgili büyüme oranı görece yatay seyrederek yüzde 47,5 seviyesinde gerçekleşirken konut kredilerinin büyüme oranı yüzde 25,3'e gerilemiştir. Taşıt kredilerinin ilgili büyüme oranı ise mevcut Rapor döneminde de negatif bölgede kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.2.12).

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

Kaynak: TCMB.

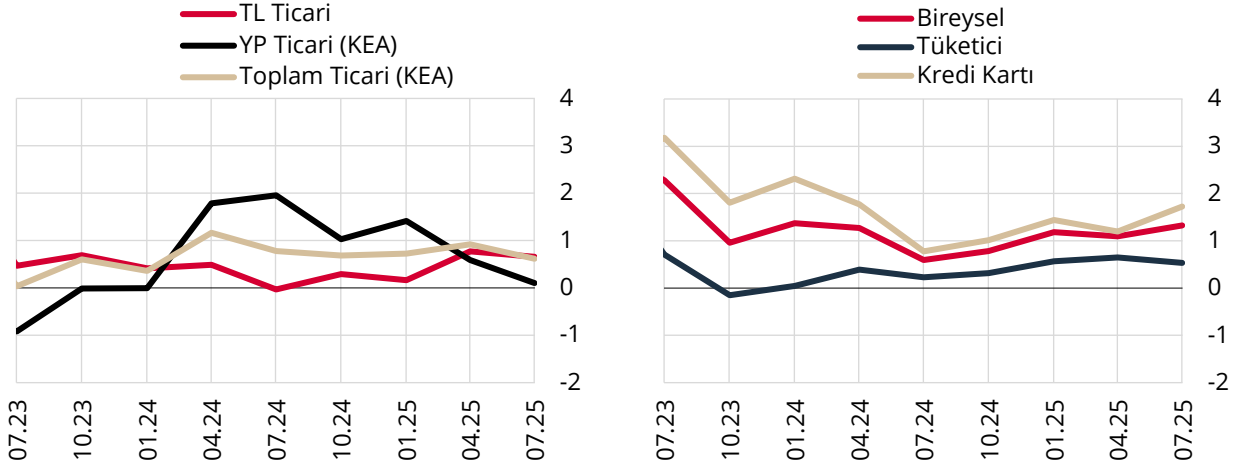
Grafik 2.2.12: Bireysel Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, %)

Kaynak: TCMB.

³ YP krediler için aylık yüzde 1 olan büyüme sınırı 1 Mart 2025 tarihinden itibaren yüzde 0,5'e düşürülmüş iken YP kredi büyüme sınırından istisna tutulan kredilerin kapsamı daraltılmıştır.

Reel kredi kullanımı ticari kredilerde uzun dönem ortalamalarına yakinken bireysel kredilerde ise BKK kaynaklı olarak uzun dönem ortalamalarının bir miktar üzerinde seyretmektedir. Kur etkisinden arındırılmış reel standardize toplam ticari (KEA) kredi değişimi bir önceki Rapor döneminden bu yana düşmüştür. Bu düşüşte yabancı para cinsi ticari (KEA) kredi değişiminin kredi büyüme kısıtlarının da etkisiyle belirgin biçimde gerilemesi etkili olmuştur. Bireysel kredilerin standardize reel değişimleri BKK kaynaklı olarak uzun dönem ortalamalarının üzerinde seyretmiştir (Grafik 2.2.13).

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



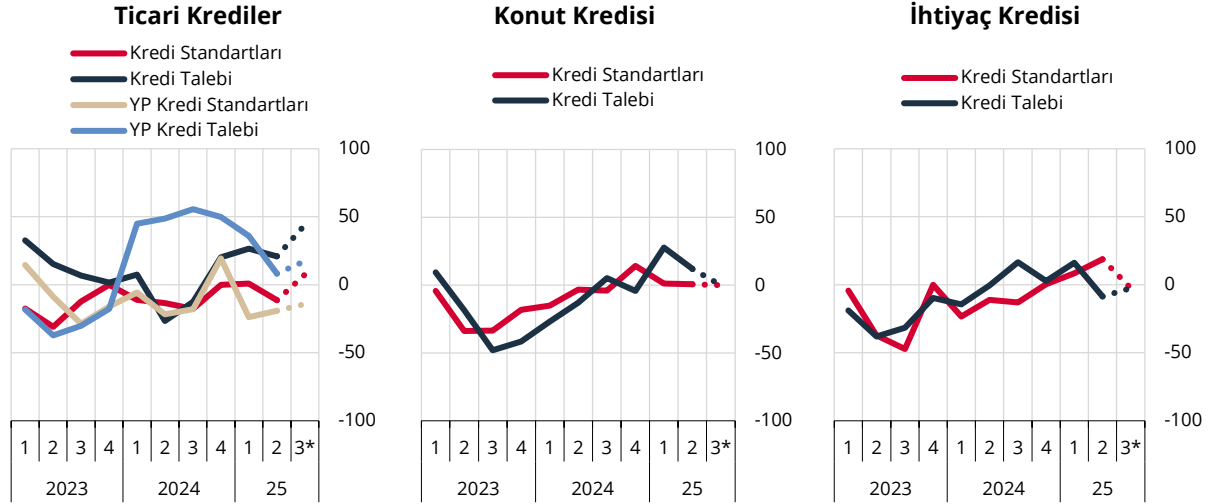
Kaynak: TCMB.

* Seriler TÜFE kullanılarak reelleştirilmiştir. Serilerin ortalama ve standart sapmaları 2006-2019 dönemi esas alınarak hesaplanmıştır. Kredilerin stok bakiyelerindeki haftalık reel değişimler standardize edildikten sonra 13 haftalık ortalamaları alınmıştır. Tüketici kredileri, konut, taşıt ve ihtiyaç kredilerinin; bireysel krediler ise tüketici kredileri ve bireysel kredi kartlarının toplamından oluşmaktadır.

Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne (BKEA) göre, bankalar 2025 yılının üçüncü çeyreğinde ticari kredi talebinin artmasını ve ticari kredi standartlarının gevşemesini beklemektedir. Yılın ikinci çeyreğinde işletme kredilerinde standartların sıkılaştığı ve talebin güçlü olduğu görülmektedir. YP ticari kredilerde ise standartların ikinci çeyrekte kredi büyüme kısıtları kaynaklı olarak belirgin sıkı olduğu bu durumun üçüncü çeyrekte de sürmesinin beklendiği belirtilmiştir. YP kredi talebinin ise üçüncü çeyrekte bir miktar yükselmesinin beklendiği raporlanmıştır (Grafik 2.2.14).

Yılın ikinci çeyreğinde konut kredilerine uygulanan standartların önceki çeyrekteki seviyesini koruduğu, konut kredi talebinin bir miktar yavaşlayarak da olsa arttığı görülmektedir. İhtiyaç kredilerinde ise kredi standartları ikinci çeyrekte bir miktar gevşemiş, kredi talebi ise zayıflamıştır. Yılın üçüncü çeyreği için bankaların beklentileri hem konut kredilerinde hem de ihtiyaç kredilerinde standartların ve talebin değişmeyeceği yönündedir. (Grafik 2.2.14).

Grafik 2.2.14: Kredi Standartları ve Kredi Talebi



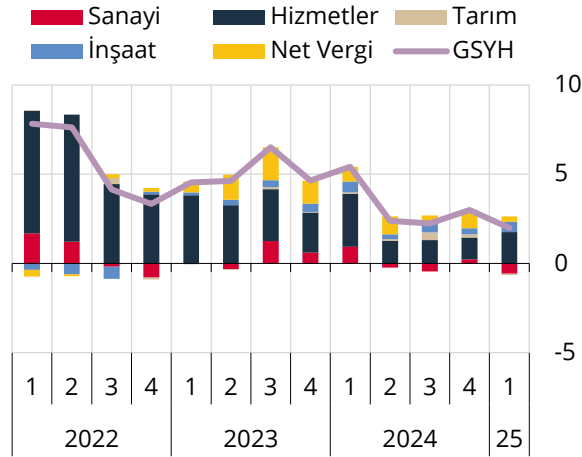
Kaynak: BKEA, TCMB.

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

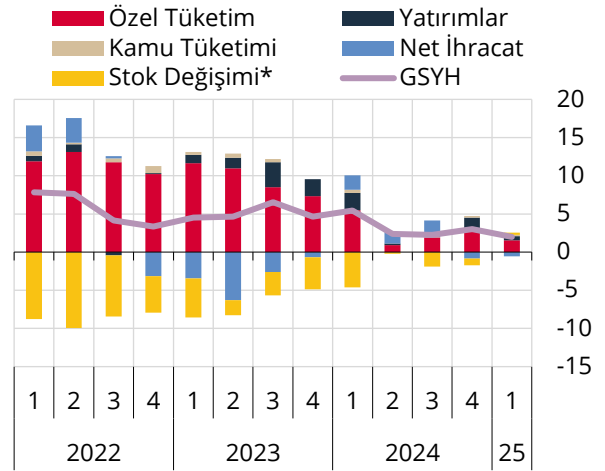
2.3 İktisadi Faaliyet

Arz ve Talep Gelişmeleri

2025 yılının ilk çeyreğinde yurt içi talep zayıflamış, dış denge ise iyileşmiştir. Birinci çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH) yıllık ve çeyreklik büyüme oranları gerilemiş, artış yıllık bazda yüzde 2,0, çeyreklik bazda ise yüzde 1,0 oranında gerçekleşmiştir. Bu dönemde, yıllık büyümenin üretim yönünden temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam etmiştir (Grafik 2.3.1). Sanayi sektörü, 2024 yılının dördüncü çeyreğindeki pozitif katkısının ardından ilk çeyrekte negatif katkı vererek yıllık büyümeyi sınırlamıştır. Üretim yönünden sanayi ve tarım dışındaki tüm sektörler yıllık büyümeye pozitif katkı vermiştir. Çeyreklik büyümeye en yüksek katkı hizmet sektöründen gelmiş, inşaat ve sanayi sektörleri de pozitif katkı sunmuştur. Harcama yönünden ise, nihai yurt içi talep yıllık büyümenin sürükleyicisi olmaya devam ederken bu kalemden büyümeye gelen katkı azalmıştır. Bu dönemde kamu tüketiminin ılımlı katkısı sürmüş, özel tüketimin yıllık büyümeye katkısı ise gerilemiştir. Toplam yatırımlar yıllık büyümeye pozitif katkı vermeye devam etmiş, net ihracat ise yıllık büyümeyi azaltıcı yönde etkilemiştir (Grafik 2.3.2). Çeyreklik bazda ise net ihracat büyümeye pozitif katkı yaparken özel tüketimin katkısı bir önceki çeyrekteki belirgin artışın ardından bu çeyrekte negatif olmuştur. Özetle, yılın ilk çeyreğinde finansal koşullardaki sıkılığın devamının da etkisiyle yurt içi talep zayıflamış, dış denge ise iyileşmiştir. Bu çerçevede, toplam talep koşulları dezenflasyonist etkide bulunmuştur.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

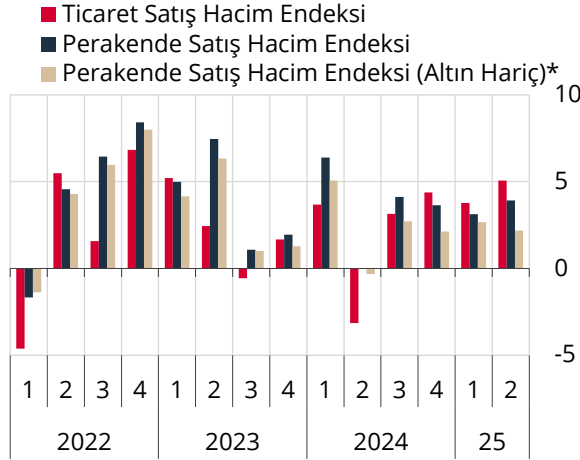
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiki sapmayı içermektedir.

Öncü veriler, yurt içi talebin ikinci çeyrekte yavaşladığına işaret etmektedir. Haziran ayında perakende satış hacim endeksi hem aylık hem de çeyreklik bazda artmıştır (Grafik 2.3.3). Bununla birlikte, aylık ve çeyreklik bazdaki artışı daha ılımlı seyreden ve yurt içi taleple daha yakın ilişkili olan altın hariç perakende satış hacim endeksi eğiliminin altında seyretmektedir (Grafik 2.3.4). Bu dönemde, ticaret satış hacim endeksi aylık ve çeyreklik bazda artmıştır. Yılın ikinci çeyreğinde otomobil satışları gerilerken beyaz eşya satışları artmıştır (Grafik 2.3.5). Bununla birlikte, beyaz eşya satışları 2010-2018 dönemi eğiliminin sınırlı üzerindedir. Temmuz ayı verileri otomobil satışlarında aylık bazda gerileme ima etmektedir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, ikinci çeyrekte kayıtlı iç piyasa siparişlerinin bir önceki çeyreğe kıyasla gerilediğine ve söz konusu gerilemenin temmuz ayında da devam ettiğine işaret etmektedir. Kartla yapılan harcamalar, nisan ayındaki sınırlı artışın ardından mayıs ayında yükselmiş, haziran ayında yataya yakın seyretmiştir. Böylece, kart harcamaları ikinci çeyrekte artmıştır. Temmuz ayında ise kartla yapılan harcamalar aylık bazda sınırlı artış kaydetmiştir. Diğer yandan, kart kullanım oranında son yıllarda görülen artışın etkisi dışlandığında tüketim harcamalarının daha ılımlı gerçekleştiği değerlendirilmektedir.⁴ Kart harcamalarının yakın dönemde eğiliminin altında seyretmesi de bu değerlendirme ile uyumludur (Grafik 2.3.6). Firma görüşmelerinden edinilen tüketim harcamalarına ilişkin tespitler de iç talepteki zayıf seyri teyit etmektedir (Kutu 2.1). Özetle, yakın döneme ilişkin veriler, talep koşullarının dezenflasyonist etkisinin arttığını göstermektedir.

⁴ Konu ile ilgili olarak "Kart Kullanım Oranı ve Kartla Yapılan Harcamalar", Merkezin Güncesi (14 Temmuz 2025) bakılabilir.

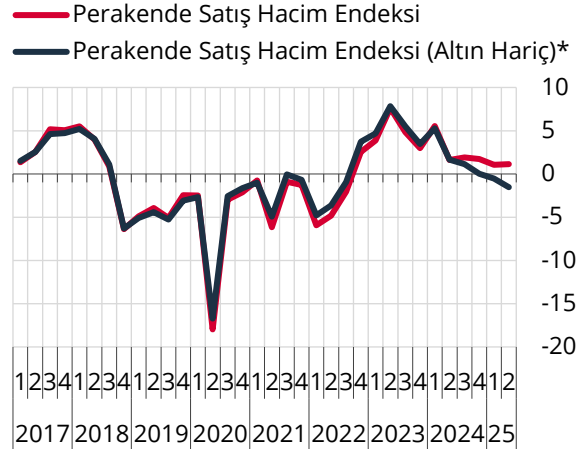
Grafik 2.3.3: Tüketim Göstergeleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

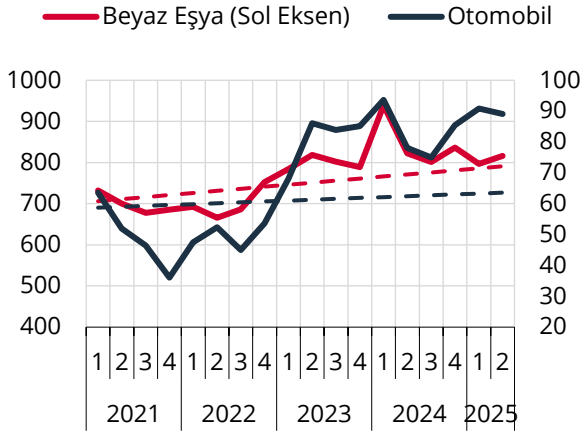
Grafik 2.3.4: Perakende Satış Hacim Endeksi (HP-Trendden Sapma, %)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

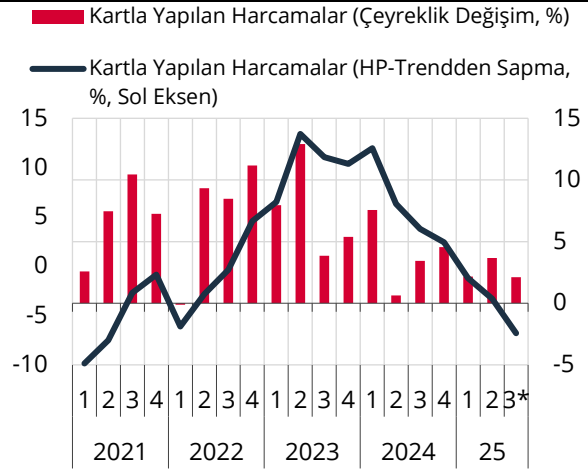
Grafik 2.3.5: Beyaz Eşya ve Otomobil Satışları* (Bin Adet, Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış)



Kaynak: ODMD, TCMB, TURKBESD.

* Kesikli çizgiler 2010-2018 dönemi eğilimini göstermektedir.

Grafik 2.3.6: Kartla Yapılan Harcamalar** (Reel)



Kaynak: TCMB.

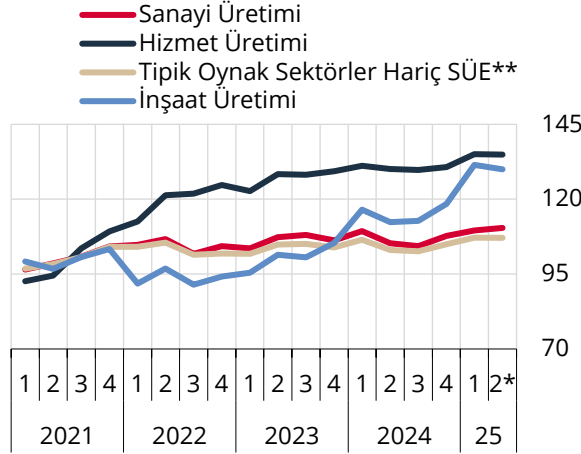
* Temmuz itibarıyla.

** TÜFE ile reelleştirilmiştir.

Üretim göstergeleri ikinci çeyrekte genel olarak yavaşlama eğilimi sergilemiştir. Nisan ve mayıs aylarında sanayi üretiminde, Ramazan Bayramı ile bağlantılı köprü günleri ve tipik oynak sektörlerin üretimindeki dalgalanma kaynaklı oynaklık gözlenmiştir. Bu çerçevede, sanayi üretimi nisan ayında gerilerken mayıs ayında söz konusu gerilemeyi telafi edecek şekilde bir düzeltme hareketi sergilemiştir. Böylece sanayi üretim endeksi ikinci çeyrekte artmıştır (Grafik 2.3.7). Bununla birlikte, çeyreklik artış oranı yavaşlamış ve tipik oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında sanayi üretimi çeyreklik bazda sınırlı olarak gerilemiştir. Hizmet üretimi, 2025 yılı ilk çeyreğindeki ivmelenmenin ardından, nisan ayında gerilemiş mayıs ayında ise mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler ile bilgi ve iletişim gibi hanehalkı talebi ile nispeten daha zayıf ilişkili olduğu değerlendirilen sektörler öncülüğünde artmıştır. Böylece çeyreklik bazda, yılın ilk çeyreğindeki yüzde 3,3 oranında yükselişinin ardından, mayıs ayı itibarıyla sınırlı olarak azalmıştır. İnşaat üretim endeksi ilk çeyrekteki kuvvetli artışın ardından mayıs itibarıyla ikinci çeyrekte gerilemiştir. İYA ve PMI gibi anket bazlı göstergeler, ikinci çeyrekte sanayi faaliyetindeki zayıflamanın iç talep kaynaklı olduğuna işaret etmektedir. Bu dönemde, mevcut üretim ve siparişlere ilişkin anket göstergeleri bir önceki çeyreğe göre azalış

kaydetmiştir. PMI üretim göstergesi, ikinci çeyrekte de eşik değerin altında kalmış, temmuz ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte eşik değerin altındaki seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.3.8). Kapasite kullanım oranı ikinci çeyrekte gerilemeye devam ederek yüzde 74,7 seviyesinde gerçekleşmiş, temmuz ayı itibarıyla ise yüzde 74,1 olmuştur. Özetle, yılın ikinci çeyreğinde üretim göstergeleri hem sanayi hem de hizmet üretiminde yavaşlamaya işaret etmektedir. Anket bazlı göstergeler ise temmuz ayı itibarıyla yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretimindeki zayıf seyrin devam ettiğini ima etmektedir.

Grafik 2.3.7: Sanayi, Hizmet ve İnşaat Üretim Endeksleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2021=100)

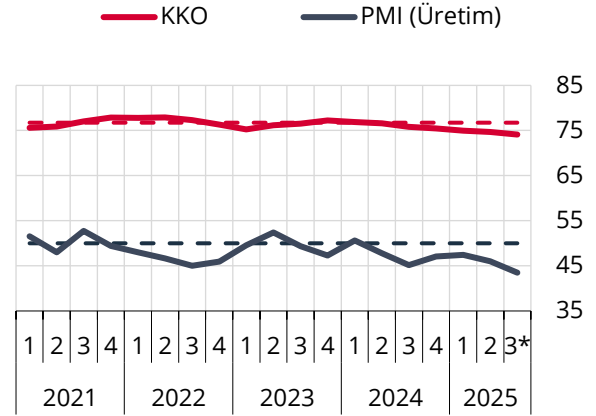


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Hizmet ve inşaat üretimi Mayıs ayı itibarıyla.

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

Grafik 2.3.8: Kapasite Kullanım Oranı ve PMI** (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



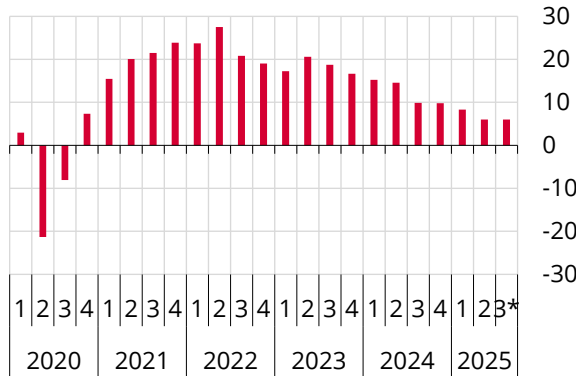
Kaynak: S&P, TCMB, TÜİK.

* Temmuz itibarıyla.

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

İmalat sanayi firmalarının yatırım beklentileri gerilemeye devam etmiştir. Firmaların yatırım eğiliminde, 2023 yılı ikinci yarısından itibaren gözlenen gerileme 2025 yılının ikinci çeyreğinde de sürmüştür (Grafik 2.3.9). 2025 yılı ilk çeyreğinde artış kaydeden taşıt ve diğer ulaşım hariç sermaye malları üretiminde ikinci çeyrekte sınırlı bir yavaşlama izlenmiştir. Buna karşılık, taşımacılık araçları hariç sermaye malları ithalatı, çeyreklik bazda artmıştır (Grafik 2.3.10). İktisadi Yönelim Anketi verileri, temmuz ayında yatırım beklentilerinde bir miktar iyileşmeye işaret etmektedir.

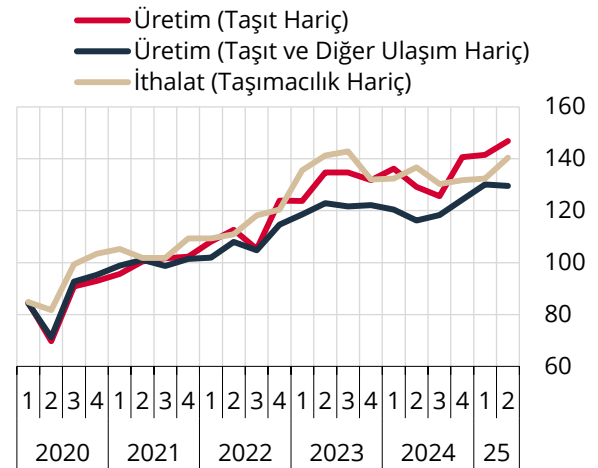
Grafik 2.3.9: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması Beklentileri (Artacak-Azalacak, Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

* Temmuz itibarıyla.

Grafik 2.3.10: Taşıt Hariç Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2021=100)

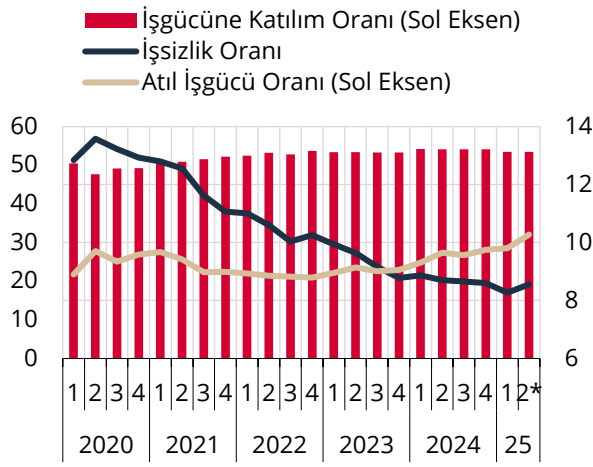


Kaynak: TCMB, TÜİK.

İşgücü Piyasası Gelişmeleri

İstihdam yılın ikinci çeyreğinde sınırlı oranda gerilemiş, işsizlik oranı ise artmıştır. İkinci çeyrekte mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam yüzde 0,1 oranında (41 bin kişi) azalmıştır. Bu dönemde mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı çeyreklik bazda 0,3 puan artarken işgücüne katılım oranı değişmemiştir (Grafik 2.3.11). İşsizlik oranı üzerinde, nüfus artışının 0,17 puan, istihdamdaki gerilemenin 0,12 puan yükseltici etkisi olmuştur (Grafik 2.3.12 ve Grafik 2.3.13). Öte yandan, işgücü piyasasının tamamlayıcı göstergelerinden olan atıl işgücü oranı çeyreklik olarak 3,5 puan artarak yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 2.3.11 ve Kutu 2.2). Bu çerçevede, işgücü piyasasının, ana göstergelerin ima ettiği ölçüde sıkı olmayabileceği değerlendirilmektedir. Nitekim manşet göstergelerin yanı sıra daha kapsamlı bir veri setini dikkate alan Bileşik İşgücü Piyasası Göstergesi (BİPE), daha az sıkı bir görünüme işaret etmektedir (Kutu 2.3).

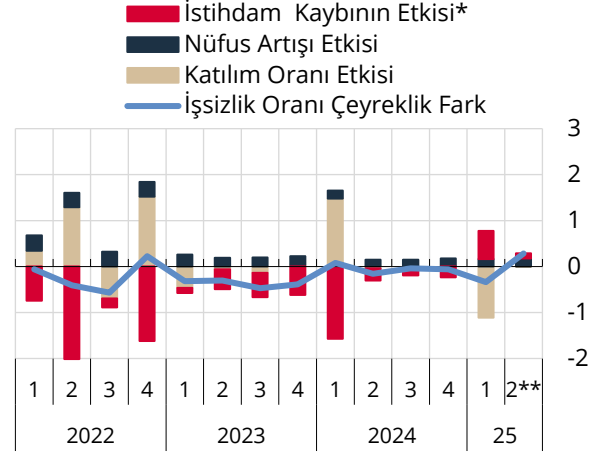
Grafik 2.3.11: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Aylık verilerin ortalamasıdır.

Grafik 2.3.12: Toplam İşsizlik Oranı Değişimine Katkıları (Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)



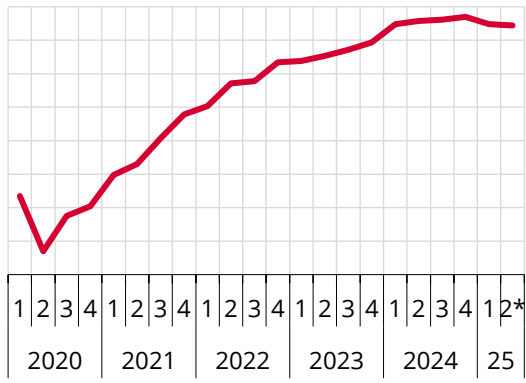
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

** Aylık verilerin ortalamasıdır.

Anket göstergeleri, imalat sanayi firmalarının geleceğe yönelik istihdam beklentilerinde tarihsel ortalamasının altındaki seyrin devamına işaret etmektedir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, ikinci çeyrekte firmaların istihdam beklentilerinin önceki çeyreğe göre gerileyerek tarihsel ortalamasının altında seyretmeye devam ettiğini göstermektedir (Grafik 2.3.14). Temmuz ayı İYA verileri ise imalat sanayi firmalarının istihdam beklentilerinin sınırlı olarak iyileştiğine işaret etmiştir.

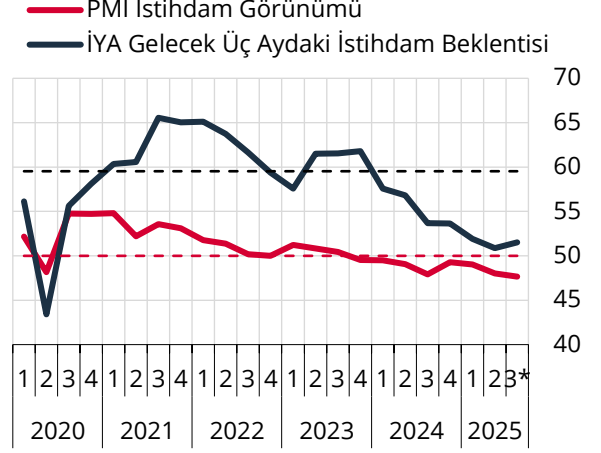
Grafik 2.3.13: Toplam İstihdam
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

* Aylık verilerin ortalamasıdır.

Grafik 2.3.14: Sanayi Sektöründe İstihdam Görünümü ve Beklentisi** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak)



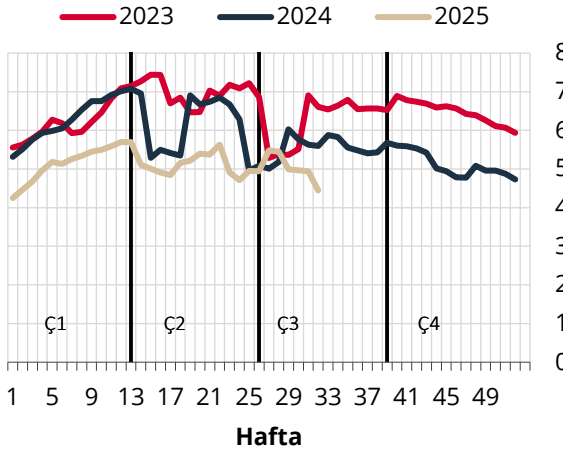
Kaynak: S&P Global, TCMB.

* Temmuz ayı itibarıyla.

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

Yüksek frekanslı veriler, önceki yıla kıyasla işgücü talebinin daha zayıf seyrettiğini, yılın ilk yarısında gücünü koruyan işgücü arzının ise yakın dönemde zayıfladığını ima etmektedir. Kariyer.net'ten alınan verilere göre, yeni iş ilanları ikinci çeyrek başında bayram kaynaklı etkilerle de bir miktar gerilemiş, haziran ayında ise hızlı bir artış kaydetmiştir. Böylece çeyreklik bazda artan yeni iş ilanları, halen geçen yılki seviyesinin altındadır (Grafik 2.3.15). İlk çeyreğin ortasından itibaren düşüş eğilimine giren iş başvuruları ise ikinci çeyrekte bayram kaynaklı oynak bir seyir izlemişse de ağustos ayının ilk haftası itibarıyla önceki yıl seviyesinin altında seyretmektedir (Grafik 2.3.16).

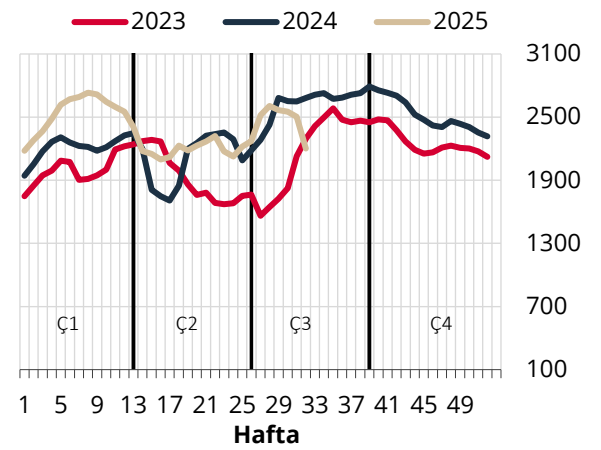
Grafik 2.3.15: Kariyer.net - Yeni İş İlanı* (4 Haftalık Ortalama, Bin Adet)



Kaynak: Kariyer.net.

* Son gözlem 6 Ağustos itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

Grafik 2.3.16: Kariyer.net - Toplam İş Başvurusu* (4 Haftalık Ortalama, Milyon Adet)



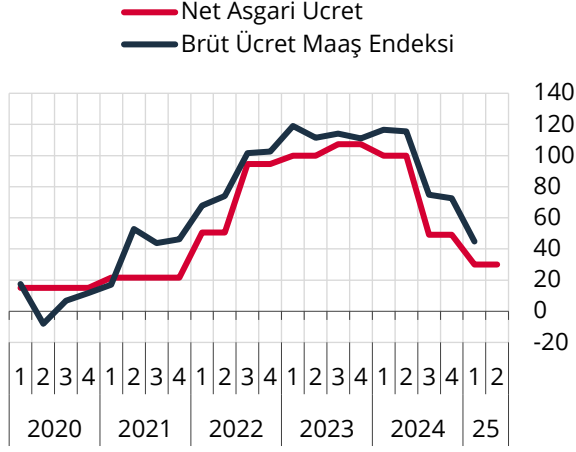
Kaynak: Kariyer.net.

* Son gözlem 6 Ağustos itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

Tarım dışı nominal ücretlerdeki yıllık artış oranı 2025 yılının ilk çeyreğinde yüzde 44,7 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.17). İlk çeyrekte tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam) artmıştır. Kişi başı reel ücretlerin bu dönemde verimlilikteki artışa kıyasla daha yüksek bir artış kaydetmesiyle tarım dışı reel birim ücretler (kişi başı reel ücret/verimlilik) ilk çeyrekte yükselmiştir (Grafik 2.3.18). Reel birim ücretlerin artış hızının ikinci çeyrekte azalması ve yılın kalanında dezenflasyon sürecine katkısının devam etmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, reel ücret ile

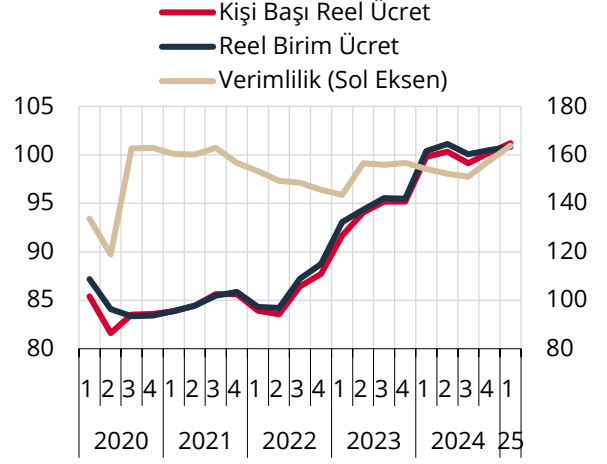
işgücü verimliliğindeki artışların sektörler bazında heterojen olması nedeniyle, fiyatlama davranışları ve enflasyona olan etki farklılaşabilmekte ve sektörel bazda ücret gelişmelerinin takip edilmesi önemini korumaktadır (Mercek Altı 2.1).

Grafik 2.3.17: Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret (Nominal, Yıllık % Değişim)



Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

Grafik 2.3.18: Tarım Dışı Kısmi Emek Verimliliği*, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret** (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2021=100)



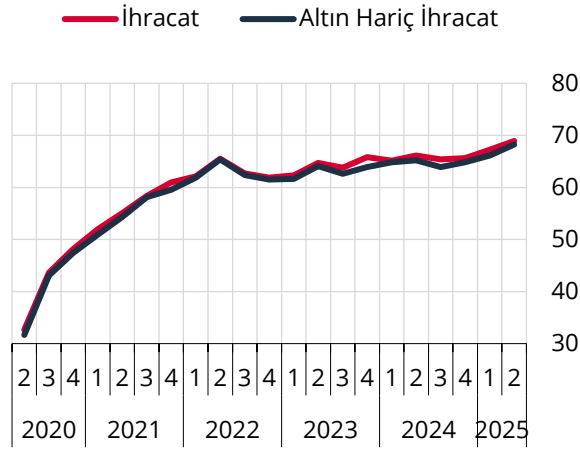
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam.

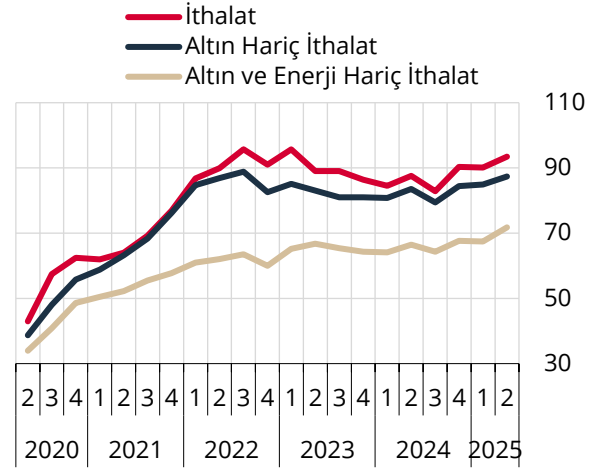
** Kişi başı reel ücret/verimlilik. Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

2025 yılının ikinci çeyreğinde hem ihracat hem de ithalat artmıştır. Yurt dışı talepteki ılımlı büyüme ve büyük ölçüde paritedeki euro lehine artışın sürüklediği ihracat fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ve altın hariç ihracat ikinci çeyrekte bir önceki çeyreğe göre artmıştır (Grafik 2.3.19). Motorlu kara taşıtları, diğer taşıt araçları, elektrik makineleri, cihaz ve aletleri, metal eşyalar ve kimyasal ürünler sektörleri ihracat büyümesine pozitif katkı yaparken altın, çeşitli mamul eşya, sebze ve meyveler, tıp ve eczacılık ürünleri ve tekstil ürünleri sektörleri negatif katkı yapmıştır. Diğer yandan ikinci çeyrekte altın ithalatında artış görülürken enerji ithalatı gerilemiş, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış altın ve enerji hariç ithalattaki artış toplam ithalattaki yükselişte belirleyici olmuştur (Grafik 2.3.20). İthalat tarafında gözlenen artışta, ikinci çeyrekteki bayramlar kaynaklı takvim etkilerinin yanı sıra gümrük vergileri kaynaklı belirsizliklere bağlı olarak talebin öne çekilmesinin de etkili olduğu değerlendirilmektedir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış tüketim malı ve yatırım malı ithalatı bu dönemde güçlü artış kaydetmiş, mücevherat ürünleri hariç tüketim malı ithalatında da artış gerçekleşmiştir. Söz konusu artışa en büyük katkı binek otomobillerden gelmiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret dengesi, altın ve enerji hariç dış ticaret dengesindeki bozulmanın etkisiyle ikinci çeyrekte bir miktar bozulma göstermiştir. Diğer taraftan, geçici dış ticaret verileri temmuz ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak ihracat artışa ithalat gerileme ile birlikte dış ticaret dengesinde iyileşmeye işaret etmektedir.

Grafik 2.3.19: İhracat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

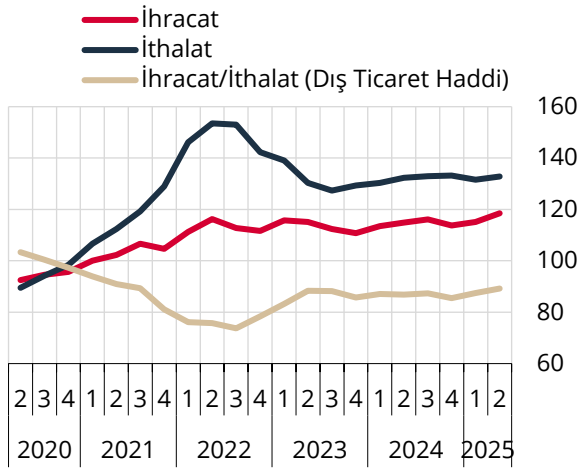
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 2.3.20: İthalat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

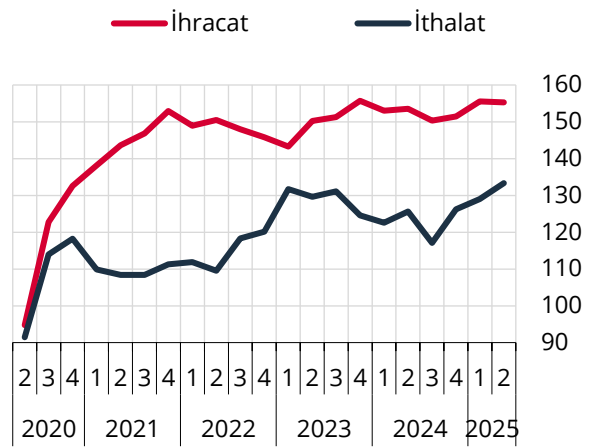
Kaynak: TCMB, TÜİK.

İhracat miktar endeksi yatay seyrederken ithalat miktar endeksi artmış, dış ticaret haddi ise iyileşmiştir.

2025 yılının ikinci çeyreğinde ihracat fiyatları ithalat fiyatlarına kıyasla daha yüksek bir artış göstermiştir. Böylece dış ticaret haddi bu dönemde de iyileşmeye devam etmiştir (Grafik 2.3.21). Dış ticaret haddindeki bu iyileşme dış ticaret dengesine olumlu yansırken ithal ara ürünlerin fiyatlarındaki azalışın sürmesi girdi maliyetleri üzerindeki baskıyı hafifletmiştir. Nisan ve mayıs aylarında temelde tarifeler kaynaklı belirsizlikler küresel büyüme görünümünü olumsuz etkileyerek enerji fiyatlarında düşüşlere neden olmuş, haziran ayında ise jeopolitik gelişmelerin etkisiyle enerji fiyatları tekrar yükselmiştir. İkinci çeyrekte ortalama enerji ithalat birim değer endeksinin bir önceki çeyreğe kıyasla gerilemesi enerji dış ticaret dengesine olumlu yansımıştır. İkinci çeyreğe ilişkin dış ticaret miktar endeksleri, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak çeyreklik bazda ihracatın yatay seyrettiğini ve ithalatın arttığını göstermektedir (Grafik 2.3.22). İthalat miktarındaki artış alt gruplar geneline yayılırken tüketim mallarındaki artış ön plana çıkmıştır (Grafik 2.3.23).

Grafik 2.3.21: Dış Ticaret Birim Değer Endeksleri (2015=100)

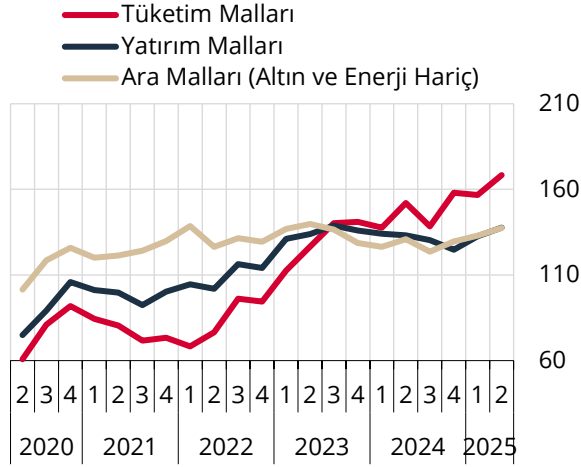
Kaynak: TÜİK.

Grafik 2.3.22: Dış Ticaret Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

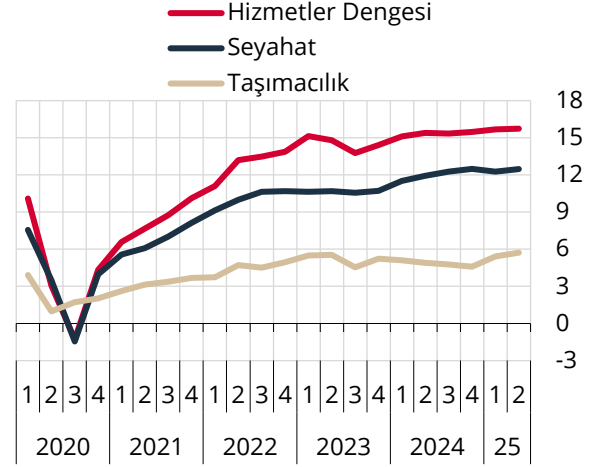
Hizmetler dengesi fazlası ikinci çeyrekte yatay seyretmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış hizmetler dengesi gerek taşımacılık hizmetleri gerekse seyahat gelir dengesi kaynaklı artış göstermiştir (Grafik 2.3.24). Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ziyaretçi sayısının da yükseldiği bu dönemde seyahat gelir dengesi artmıştır. Diğer taraftan öncü veriler, temmuz ayında net seyahat gelirlerinin olumlu görünümünü koruyacağına işaret etmektedir.

Grafik 2.3.23: Mal Grupları İtibarıyla İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 2.3.24: Hizmetler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

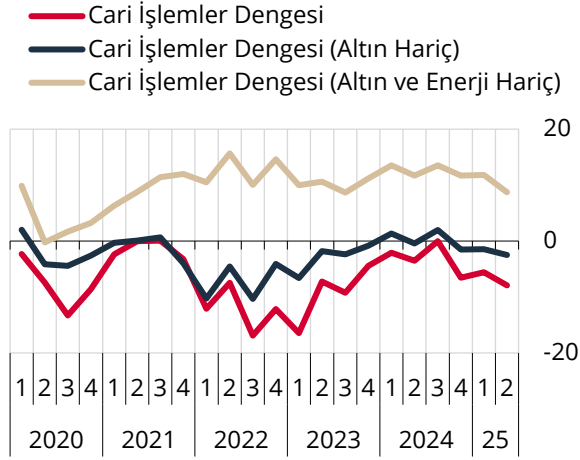


Kaynak: TCMB.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı ikinci çeyrekte artmıştır (Grafik 2.3.25).

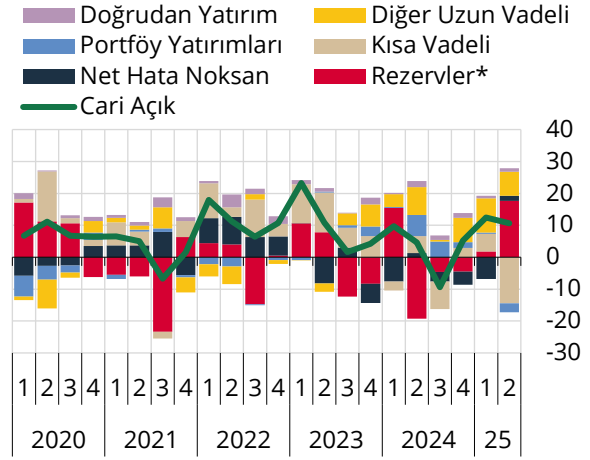
Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak enerji ticaret açığının gerilediği bu dönemde, altın ticaret açığı ve altın ve enerji hariç dış ticaret açığındaki yükseliş kaynaklı olarak ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı artmıştır. Birincil gelir dengesi bir önceki çeyreğe göre iyileşirken ikincil gelir dengesi sınırlı olarak bozulmuştur. 1 Ağustos 2025 itibarıyla ABD'nin yeni gümrük tarifelerini açıklamasıyla birlikte tarife kaynaklı belirsizlikler bir önceki Rapor dönemine kıyasla gerilemekle birlikte tamamen ortadan kalkmamıştır. Tarife oranlarının açıklanmış olması kısa vadeli öngörülebilirliği artırır da başta Çin ve Avrupa Birliği olmak üzere büyük ticaret bloklarıyla müzakere süreçlerinin devam etmesi, belirsizlik düzeyinin sürdüğünü göstermektedir. Özellikle, enerji ve teknoloji gibi stratejik sektörlerde tarifelerin tedarik zincirlerine yansması, oynaklığı artıracak bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Türkiye'ye uygulanan yüzde 15'lik tarife oranı, karşılaştırmalı olarak orta seviyede konumlanmakta olup, yüksek oranlı tarifelere maruz kalan ülkelere kıyasla daha ılımlı bir görünüm sergilemektedir. Söz konusu belirsizliklerin halihazırda Türkiye'nin toplam ihracatı üzerinde olumsuz etkisi gözlenmemekle birlikte, küresel ticaret politikalarına ilişkin gelişmeler küresel büyümeye etkileri açısından yakından takip edilmektedir. Tarife belirsizliğinin enerji fiyatları üzerinde ilk aşamadaki aşağı yönlü etkisi takip eden dönemde jeopolitik gelişmelerle tersine dönmüş, enerji fiyatlarında oynaklık tekrar artmıştır. Euro-ABD doları paritesinin ikinci çeyrekte artış kaydetmesi dış ticaret dengesi ve dolayısıyla cari denge üzerinde olumlu etkide bulunmuştur. Paritede gelineen seviyelerin sürmesi durumunda cari açık üzerindeki bir önceki yıla göre aşağı yönlü etkinin devam etmesi beklenmektedir. Finansal koşullardaki sıkılığın devamı ithalat üzerinde yurt içi talep kaynaklı baskıları sınırlamayı sürdürmektedir. Haziran ve temmuz aylarında altın ithalatının bir miktar hız kestiği gözlenmekle birlikte altın fiyat gelişmeleri ve buna bağlı olarak altın talebinin seyri de cari işlemler dengesi açısından önem arz etmektedir. Tarifelerle ilgili durumun nihayetlenmesi ve oluşacak yeni ticaret dengesinde Türkiye'nin nispi konumlanmasının cari işlemler dengesi açısından belirleyici olabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 2.3.25: Cari İşlemler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.3.26: Cari Açığın Finansmanı (Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

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

Resmi rezervler ikinci çeyrekte sermaye çıkışları kaynaklı azalırken temmuz verileri hem hisse senedi hem de borç senedi piyasasına net girişlerle birlikte rezervlerde güçlü bir toparlanmaya işaret etmektedir.

İkinci çeyrekte doğrudan yatırım ve yurt dışı yerleşiklerin yurt içindeki mevduatları kaynaklı net sermaye girişleri, portföy yatırımları ve kredilerde ise net sermaye çıkışları gözlenmiştir (Grafik 2.3.24). 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. Temmuz ayına yönelik veriler ise hem hisse senedi hem de borç senedi piyasasına net girişlerin olduğunu ve resmi rezervlerde güçlü bir toparlanma olduğunu göstermektedir.

Kamu Maliyesi Gelişmeleri

2025 yılının ilk yarısında merkezi yönetim bütçesi 980,5 milyar TL bütçe açığı ve 131,0 milyar TL faiz dışı fazla kaydetmiştir. Bu dönemde Hazine, finansman ihtiyacının karşılanmasında iç borçlanmada net kullanıcı, dış borçlanmada ise net ödeyici konumunda olmuştur. 2025 yılı haziran ayında merkezi yönetim borç stokunun milli gelire oranının yüzde 23,0; iç ve dış borç stokunun milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 13,2 ve yüzde 9,8 olduğu tahmin edilmektedir.

2025 yılının ilk yarısında, bir önceki yılın aynı dönemine göre, gelirler yüzde 46,1 oranında, harcamalar ise yüzde 43,7 oranında artış kaydetmiştir. Vergi gelirlerinin faiz dışı harcamaları karşılama oranı yüzde 87,3 olmuştur. Faiz dışı harcamalar içinde önemli bir paya sahip olan cari transferler ve personel giderlerinin ilk altı aydaki yıllık artış oranları sırasıyla yüzde 37,4 ve yüzde 36,0'dır. Görevlendirme giderleri kapsamında Elektrik Üretim A.Ş.'ye ve BOTAŞ'a aktarılan sırasıyla 103,9 milyar TL ve 79,5 milyar TL ile borç verme kapsamında T.C. Devlet Demiryolları'na ve Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.'ye aktarılan sırasıyla 29,9 milyar TL ve 20,0 milyar TL söz konusu dönemde kamu teşebbüslerine yapılan aktarımlar arasında öne çıkmaktadır. Son dönemde vergi gelirlerinin artışına en yüksek katkıyı veren kalem olan gelir vergisi yılın ilk altı ayında yüzde 96,5 oranında yüksek bir yıllık artış kaydetmiştir. Bu olumlu performansta ücret gelişmelerinin yanı sıra mevduatta stopaj oranlarının artırılmasının da etkili olduğu değerlendirilmektedir. Kurumlar vergisi vergi gelirlerinin artışına son iki aydır katkı vermezken ithalde alınan KDV başta olmak üzere diğer vergi kalemlerinin katkısı azalmaya devam etmektedir. Diğer yandan yılın ilk yarısında 11,2 milyar TL tutarında yeniden yapılandırma geliri ve 14,4 milyar TL tutarında özelleştirme geliri kaydedilmiştir.

2025 yılı haziran ayı itibarıyla, 12 ay birikimli bütçe açığı/GSYH oranının yüzde 4,7 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. 2025 yıl sonu için OVP hedefi yüzde 3,1'dir. 12 ay birikimli faiz dışı harcama ve gelirlerin milli gelire oranlarının ise haziran ayı itibarıyla sırasıyla yüzde 22,0 ve yüzde 20,9 olduğu tahmin edilmektedir.

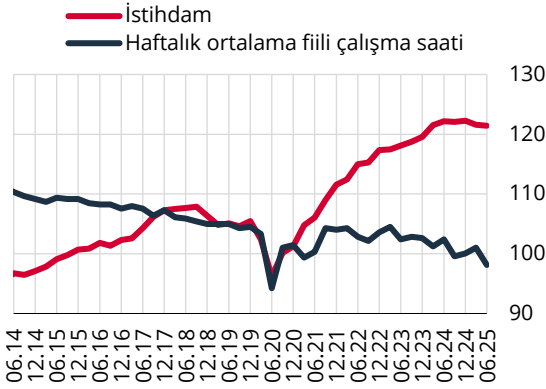
2025 yılı temmuz ayında hazine nakit dengesi 68,5 milyar TL açık vermiştir. Böylelikle yılın ilk yedi ayında 1362,3 milyar TL nakit açığı kaydedilmiştir. Temmuz ayı itibarıyla 12 ay birikimli nakit açığın milli gelire oranının yüzde 4,5 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

Mercek Altı 2.1

Ortalama Çalışma Sürelerinde Güncel Görünüm

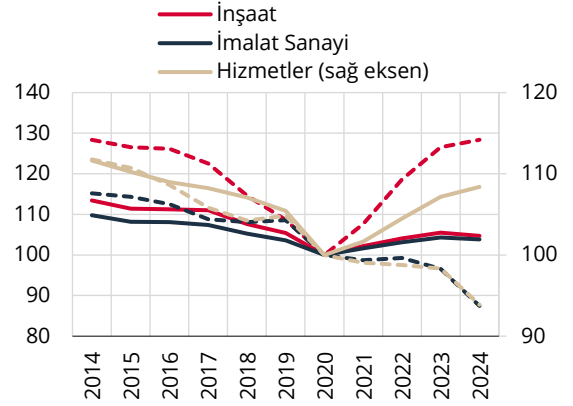
İstihdam, 2021 yılı ilk çeyreğinden itibaren artarken haftalık ortalama fiili çalışma saati (ÇS) düşüş eğilimindedir (Grafik 1). 2024 yılında istihdam yüzde 3,1 oranında artarken ÇS 0,9 saat azalmıştır. Hanehalkı İşgücü Anketi (HİA) yıllık mikro verileri kullanılarak herhangi bir sosyal güvenlik kurumuna kayıtlı olma durumu ile ana sektörler ayırımında incelendiğinde, ÇS'nin tüm sektörlerde düştüğü, kayıt dışı çalışanlarda düşüşün daha belirgin olduğu görülmektedir (Tablo 1).

Grafik 1: İstihdam ve Çalışma Saati
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2020=100)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 2: Haftalık Ortalama Fiili Çalışma Saati* (2020=100)



Kaynak: TÜİK.

* Kesikli çizgiler kayıt dışı, düz çizgiler kayıtlı çalışanları göstermektedir.

Pandemi sonrası dönemde, sektörler bazında çalışma saatleri farklılaşmıştır. Grafik 2, kayıtlı ve kayıt dışı olarak sektörel ayırmada ÇS'deki gelişimi göstermektedir. Bu dönemde sektörler içindeki kayıt dışılık oranında belirgin bir değişim olmaması yıllar arası karşılaştırmaya izin vermektedir. 2020 yılı öncesinde sektörler bazında benzer eğilimler dikkat çekerken sonraki dönemde sektörlerin ayrıştığı görülmektedir. ÇS, hizmet ve imalat sanayi sektörlerinde kayıt dışı çalışanlarda azalırken kayıtlı çalışanlarda ve inşaat sektöründe artmıştır. Kayıt dışı çalışanlardaki ÇS düşüşünde imalat sanayinde öne çıkan sektörler gıda, tekstil, giyim, deri, ağaç, kauçuk ve plastik ürünleri, fabrikasyon metal, elektrikli teçhizat imalatı ve mobilya sektörleri olurken hizmet sektöründe toptan ve perakende ticaret; motorlu kara taşıtlarının ve motosikletlerin onarımı, su yolu taşımacılığı, taşımacılık için depolama ve destekleyici faaliyetler, konaklama ve yiyecek hizmetleri ön plana çıkmaktadır.

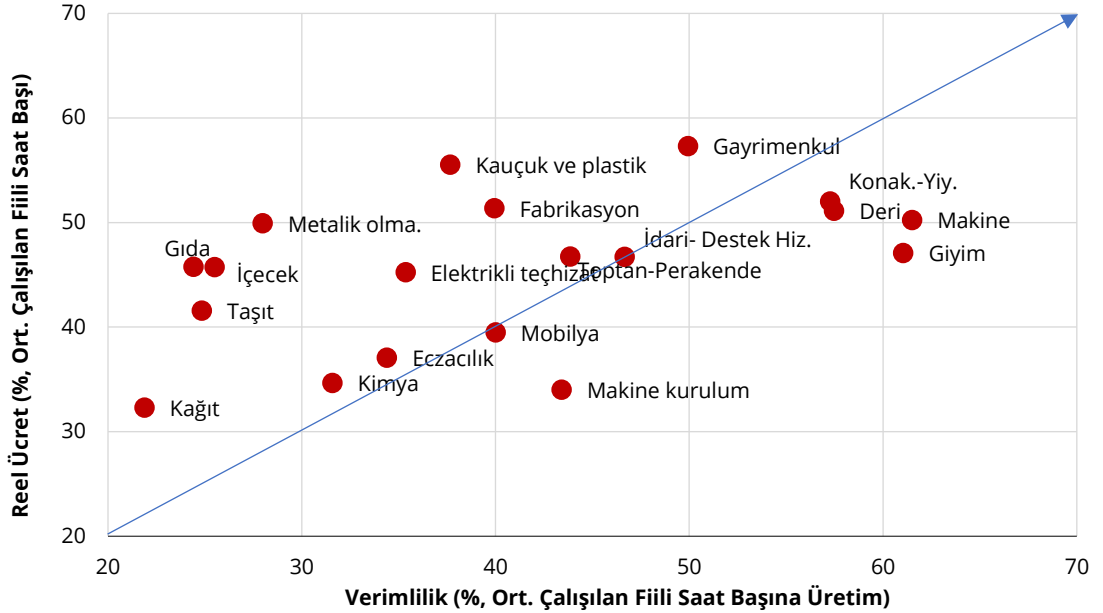
Tablo 1. Haftalık Ortalama Fiili Çalışma Saati

	Ana Sektörler			Kayıtlı olma Durumu	
	Hizmet	İmalat	İnşaat	Kayıtlı	Kayıt dışı
2021	44,6	45,7	44,6	45,6	40,0
2022	45,1	45,8	45,1	45,8	40,1
2023	45,0	45,5	44,6	45,7	40,2
2024	44,2	44,5	43,5	45,1	38,5
(Yıllık fark)					
2021	0,5	0,8	1,8	0,8	0,8
2022	0,5	0,1	0,5	0,2	0,1
2023	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	0,1
2024	-0,8	-1,0	-1,1	-0,6	-1,7

Kaynak: TÜİK.

Çalışma saatindeki değişimler, verimlilik göstergelerine de yansımaktadır. 2020 sonrası dönemde kayıt dışı ÇS'deki daha hızlı düşüşün işgücü verimliliği ve ücretleri nasıl etkilediğine dair sektörel ayrıntıda bir resim görmek için Sanayi Üretim Endeksi (SÜE), Hizmet Üretim Endeksi (HÜE), Ticaret Satış Hacim Endeksi (TSHE) ile HİA mikro veri setlerinden derlenen ÇS ve ücret verileri kullanılarak verimlilik (SÜE veya HÜE veya TSHE /ÇS) ve reel ücret ((beyan edilen ücret/TÜFE) /ÇS) serileri hesaplanmıştır. Grafik 3'te ÇS başı verimlilik ve reel ücret serilerinin 2022-2024 ortalamasının 2017-2019 ortalamasına kıyasla değişimi alt sektörler bazında sunulmaktadır. Mobilya, deri, makine kurulum, giyim, konaklama-yiyecek gibi emek yoğun sektörlerde verimlilik artarken bu sektörlerde reel ücret artışının görece ılımlı olduğu görülmektedir (Grafik 3). Kimya, eczacılık, elektrikli teçhizat gibi sermaye yoğun sektörlerde ise verimlilik artışına kıyasla reel ücretlerdeki yükseliş daha belirgindir. Sonuç olarak, verimlilik ve ücretteki gelişmeler enflasyon görünümünü etkilediği için yakından takibi önemini korumaktadır.

Grafik 3: Seçili İmalat Sanayi ve Hizmet Sektörleri (2017-2019 Ve 2022-2024 Yılları Arasında % Değişim)

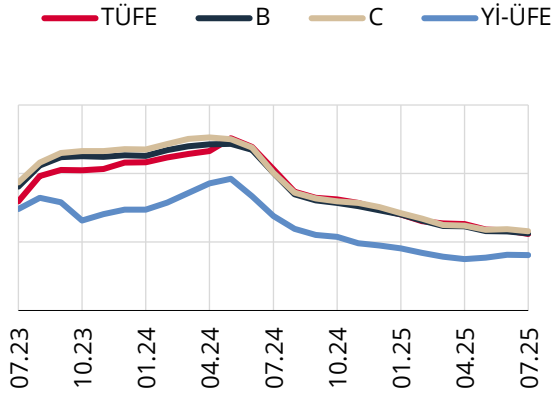


Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

2.4 Enflasyon

Tüketici enflasyonu temmuz ayında yüzde 33,5'e gerilemiş ve bir önceki Rapor'da sunulan tahmin aralığının üst bandının bir miktar altında gerçekleşmiştir. 2024 yılı haziran ayında başlayan dezenflasyon süreci devam etmektedir (Grafik 2.4.1). Mart ayından itibaren gerileyen uluslararası emtia fiyatları haziran ayında jeopolitik gelişmelerle petrol başta olmak üzere enerji grubu öncülüğünde yükseldikten sonra temmuz ayında sınırlı bir düşüş kaydetmiştir. Temmuz ayında, Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasına geri dönerken haziran ayında önemli ölçüde yükselen küresel ve Çin'e yönelik taşımacılık endeksleri de yeniden gerilemiştir. Rapor döneminde nominal döviz kuru sepetindeki artış oranı bir önceki döneme kıyasla daha sınırlı olmuştur. Toplam talep koşullarının ikinci çeyrekte zayıflamasıyla dezenflasyona olan desteğinin arttığı değerlendirilmektedir. Üretici fiyat artışları jeopolitik gelişmelerden olumsuz etkilenecek bir miktar güçlenirken yıllık üretici enflasyonu tüketici yıllık enflasyonunun altındaki seyrini sürdürmüş ve temmuz ayı itibarıyla yüzde 24,2 olarak gerçekleşmiştir. Yıllık enflasyon B ve C göstergelerinde gerileme eğilimini sürdürmüştür (Grafik 2.4.1). Mal enflasyonunun seyrinde yakın dönem döviz kuru gelişmelerinin etkileri hissedilirken hizmet enflasyonunda akaryakıt kaynaklı etkilerin yanı sıra geriye doğru endeksleme ve zamana bağlı fiyatlama davranışı yüksek kalemler dikkat çekmiştir. Hizmet enflasyonu zayıflamakla birlikte mallara göre yüksek seyretmeye devam etmiştir. Son üç aydaki gelişmeler alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık tüketici enflasyonundaki düşüşe en önemli katkı gıda grubundan gelirken bunu hizmet grubu takip etmiştir (Grafik 2.4.2).

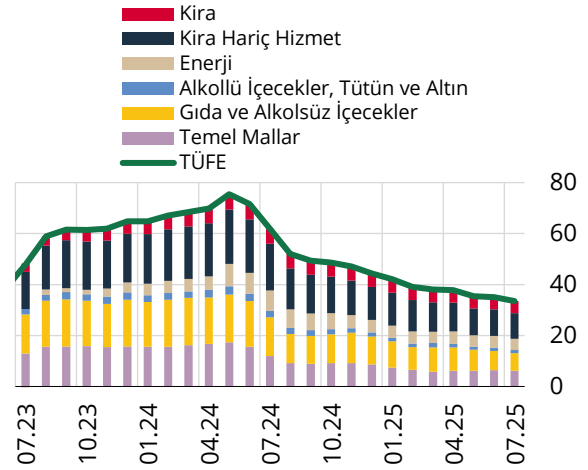
Grafik 2.4.1: TÜFE, Yİ-ÜFE, B Endeksi ve C Endeksi* (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

* B endeksi: İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışı TÜFE. C endeksi: Gıda ve alkolsüz içecekler, enerji, alkol-tütün ve altın dışı TÜFE.

Grafik 2.4.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)



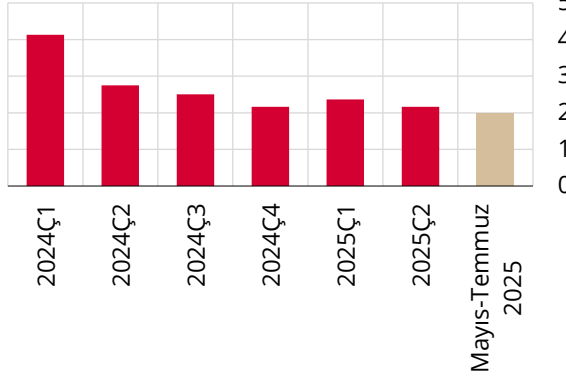
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Nisan ayında yükseliş kaydeden enflasyonun ana eğilimi izleyen dönemde ılımlı bir seyir izlemiştir. Ana eğilime ilişkin olarak takip edilen göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik ortalaması 2025 yılı ilk çeyreğindeki yüzde 2,4 seviyesinden ikinci çeyrekte yüzde 2,2'ye, son üç aylık dönemde ise yüzde 2,0 oranına gerilemiştir (Grafik 2.4.3). Altı göstergenin ortalamasının, yıllıklandırılmış ana eğilimin yüzde 27'nin altında, tahmin performansı daha iyi olan medyan enflasyonun ise yıllıklandırılmış ana eğilimin yüzde 25 civarında seyredeceğine işaret etmesi yıllık enflasyonun gerileme eğilimini sürdüreceğini ima etmektedir (Grafik 2.4.4). Tasarımı gereği daha uzun vadedeki eğilimi ölçmeye yönelik olarak geliştirilen çok değişkenli trend enflasyon göstergesi ise Rapor döneminde görece yatay bir seyir sergilemiştir (Grafik 2.4.5).⁵

⁵ Daha detaylı bilgi için bkz. Enflasyon Raporu 2025-II, Kutu 2.2, "Çok Değişkenli Trend Enflasyon Göstergesi".

Grafik 2.4.3: Ana Eğilim Göstergeleri*

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, Çeyreklik Ortalama)

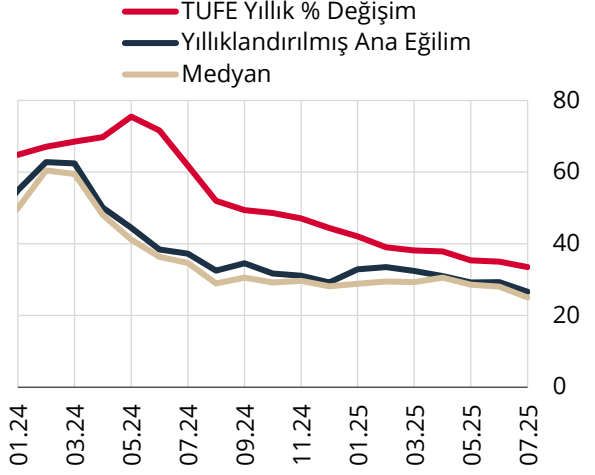


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Grafik 2.4.4: TÜFE, Medyan ve Ana Eğilim*

(Yıllık % Değişim)

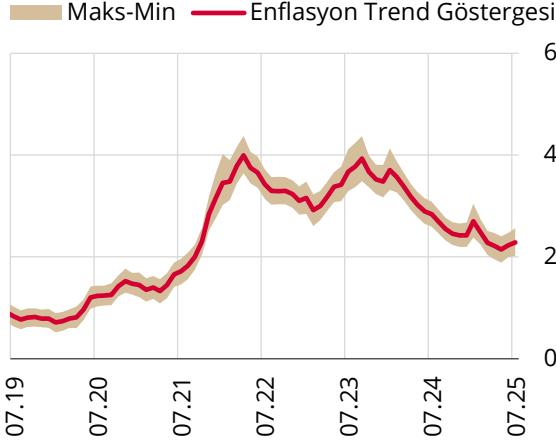
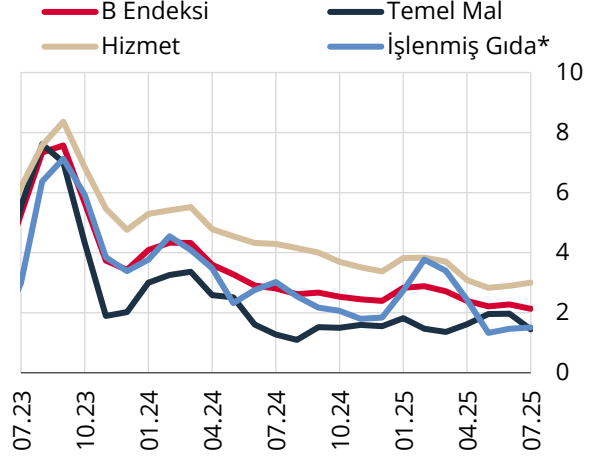


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Fiyat artışları ikinci çeyrekte B endeksini oluşturan gruplardan hizmet ve işlenmiş gıdada zayıflarken temel mallarda bir miktar güçlenmiştir (Grafik 2.4.6). Bu dönemde, döviz kuru gelişmelerinin etkisi başta

kur geçişkenliği yüksek olan dayanıklı tüketim malları olmak üzere temel mal fiyatları üzerinde hissedilmiştir. Dayanıklı mallarda görülen fiyat artışını temelde otomobil ve mobilya kalemleri sürüklemiştir. Temel mal yıllık enflasyonu temmuz ayında yüzde 20,7 ile bir önceki Rapor dönemine kıyasla sınırlı miktarda artmıştır. Gerilemekle birlikte yüksek seyreden hizmet grubunda çeyreklik gelişmelere bakıldığında, en yüksek fiyat artışı önceki döneme kıyasla zayıflamasına rağmen geçmişe endeksleme eğilimi güçlü eğitim ve kira kalemlerinde gözlenmiştir (Tablo 2.4.1). Eğitim hizmetlerinde enflasyon özel okul ücret gelişmelerine istinaden güçlenmiştir. Bu grubun tüketici enflasyonu üzerindeki etkisinin eylül döneminde özel üniversite ücretlerine bağlı olarak belirgin olabileceği not edilmelidir. Hizmet grubunun kalanına kıyasla belirgin bir atalet sergileyen kira enflasyonunun görünümü öngörülerden daha dirençli bir seyre işaret etmektedir. Kira dışındaki hizmetlerde ise son üç aylık dönemde enflasyonun ortalama yüzde 2,6 ile daha düşük seyrettiği gözlenmektedir. Ulaştırma hizmetlerinde fiyat artışları jeopolitik gelişmelerle yükselen akaryakıt fiyatlarının da etkisi ile yüksek artış eğilimini sürdürmüştür. Diğer yandan haberleşme hizmetleri ile talep koşulları, döviz kuru gelişmeleri ve başta kırmızı et olmak üzere gıda fiyatlarına duyarlılığı yüksek olan lokanta-otel grubunda fiyat artışları görece ılımlı seyretmiştir. Paket tur gibi talep koşullarına duyarlı hizmet kalemlerinde de ılımlı seyir korunmuştur. Temmuz ayında ise ana eğilimde döneme özgü unsurlarla geçici bir yükseliş izlenmiştir. Bu dönemde, hizmet sektöründe zamana bağlı fiyat belirleme eğilimi yüksek kalemlerdeki fiyat artışları (sağlık, haberleşme vb.) öne çıkmıştır.

Grafik 2.4.5: Çok Değişkenli Trend Enflasyon Göstergesi* (%)**Grafik 2.4.6: B Endeksi ve Bileşenleri**
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)

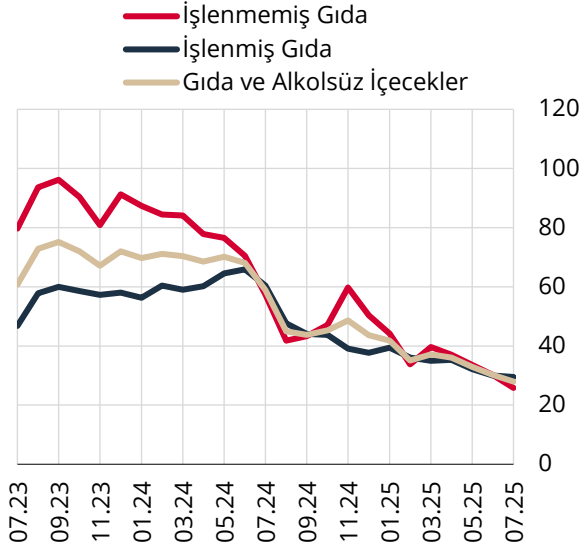
Yurt içi enerji enflasyonu güçlü seyretmeye devam etmiştir (Tablo 2.4.1). Enerji grubunda nisan ayında meskenlere yönelik olarak elektrik tarifesinde yapılan düzenlemenin (yüzde 20,8) ardından temmuz ayında da meskenlere yönelik doğal gaz fiyatında (yüzde 26,4) artışa gidilmiştir. Mevcut Rapor döneminde şebeke suyu fiyatlarında yüksek artışlar görülmüş, yılın ilk 7 ayında yurt içi enerji alt kalemleri arasında en yüksek birikimli fiyat artışı bu grupta gerçekleşmiştir. Küresel gelişmelerle mayıs ayında 64 ABD doları seviyelerine gerileyen Brent tipi ham petrol fiyatı jeopolitik gelişmeler sonucu haziran ayında önemli miktarda yükseldikten sonra 24 Haziran sonrasında 70 ABD doları etrafında dalgalanmıştır. Ağustos ayının ilk yarısında ise tekrar düşüş eğilimi sergilemiştir. Son üç aylık dönemde sepet kurdaki artış önceki üç aya kıyasla daha sınırlı olmuştur. Bu gelişmelerle yurt içi akaryakıt fiyatları haziran ve temmuz aylarında güçlü artışlar kaydetmiştir. Temmuz ayında yurt içi enerji fiyatları üzerinde yönetilen-yönlendirilen kalemlerdeki fiyat yükselişleri yanında, akaryakıt ve tüp gazdaki otomatik maktu vergi artışının yansımaları belirgin şekilde hissedilmiştir.

Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları

	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2024		2025		2024		2025	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
TÜFE	9,3	7,3	8,1	6,7	49,4	44,4	38,1	35,1
B	8,2	7,3	8,4	7,0	48,2	43,9	37,0	34,6
C	8,6	7,7	7,9	7,5	49,1	45,3	37,4	35,6
1. Mallar	8,0	5,8	6,5	5,6	40,3	36,1	30,5	28,4
Enerji	18,0	2,8	9,9	9,0	62,9	43,1	42,0	45,4
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	6,5	9,5	7,2	4,3	43,7	43,6	37,1	30,2
İşlenmemiş Gıda	6,4	13,8	3,6	4,1	43,3	50,3	39,6	30,3
Taze Meyve ve Sebze	3,8	27,6	2,3	6,7	32,7	68,8	62,5	44,7
Diğer İşlenmemiş Gıda	8,1	5,2	4,5	2,3	50,1	38,8	25,5	21,4
İşlenmiş Gıda	6,6	5,6	10,5	4,5	44,1	37,7	35,0	30,0
Ekmek ve Tahıllar	7,0	6,5	13,7	5,3	42,8	41,9	44,1	36,6
Diğer İşlenmiş Gıda	6,5	5,2	8,9	4,0	44,8	35,7	30,7	26,8
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	5,8	4,1	4,9	5,5	31,0	28,8	22,2	22,1
Temel Mallar	4,6	4,7	4,1	6,0	28,3	27,4	19,4	21,1
Giyim ve Ayakkabı	5,1	5,3	-1,0	3,4	29,9	31,7	14,0	13,8
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	4,0	3,6	5,6	7,6	22,8	22,5	18,0	22,4
Diğer Temel Mallar	5,3	6,0	6,0	5,5	36,6	32,6	26,3	24,8
Alkollü İçecekler, Tütün	15,2	-0,1	11,1	0,1	52,4	39,3	46,7	28,0
Altın	11,2	2,9	9,1	14,5	46,5	36,0	27,8	42,8
2. Hizmetler	12,5	10,5	11,5	8,9	72,9	65,7	56,3	50,3
Kira	20,4	15,4	16,3	13,1	117,4	105,8	91,8	83,0
Lokanta ve Oteller	10,0	8,4	7,7	5,9	65,4	57,1	43,4	35,6
Ulaştırma	9,7	9,8	9,9	9,2	53,9	47,5	49,6	49,6
Haberleşme	6,5	4,9	7,2	1,7	55,1	44,2	33,2	21,7
Diğer Hizmetler	12,1	10,4	13,0	10,0	68,5	62,6	55,2	51,7

Kaynak: TÜİK.

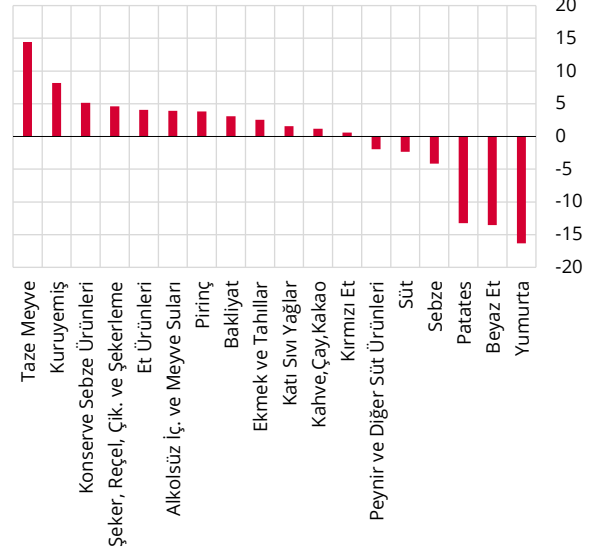
Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu mevcut Rapor döneminde yavaşlamaya devam etmiş, tüketici enflasyonuna düşüş yönünde en çok katkı veren grup olmuştur. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu mevcut Rapor döneminde 8,1 puan azalarak temmuz ayı itibarıyla yüzde 28,0 olmuştur. Bu dönemde gerek işlenmemiş gerekse işlenmiş gıda enflasyonu düşüş göstermiştir (Grafik 2.4.7). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle gıda grubu enflasyonunda yavaşlama görülürken alt kırılım bazında taze meyve ve sebze grubunun fiyat artışında güçlenme, diğer gıda grubu fiyat artışında ise yavaşlama olmak üzere ayrışma kaydedilmiştir (Tablo 2.4.1). Bu dönemde, meyve ve kuruyemiş (kuru meyveler) fiyatları yurt geneline yaygın bir biçimde gerçekleşen zirai don hadisesinin etkileriyle tarihsel ortalamalarının belirgin olarak üzerinde bir oranda artmıştır (Grafik 2.4.8, Mercek Altı 2.2). Konserve ürünler, şekerleme ve çikolatalar ile et ürünleri eğilim üzeri yükselişlerle öne çıkan diğer alt kalemler olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde fiyat artışı ile öne çıkan yumurta ve patates bu çeyrekte tarihsel eğiliminin altına gerilerken sebze fiyatları olumlu seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.4.8). Özetle, yaşanan don hadisesi taze meyve fiyatlarını ilk yarı yılda olumsuz yönde etkilese de sebze fiyatlarındaki olumlu seyir bu durumu kısmen dengelemiştir (Mercek Altı 2.2).

Grafik 2.4.7: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)

Kaynak: TÜİK.

Grafik 2.4.8: Gıda Alt Kalemleri Fiyatları*

(2025Ç2 % Değişiminin Tarihsel Ortalamasından Sapması, Sıralanmış)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Gıda alt kalemleri bazında, 2025Ç2 çeyreklik yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021 ikinci çeyreği dönemi) farkı.

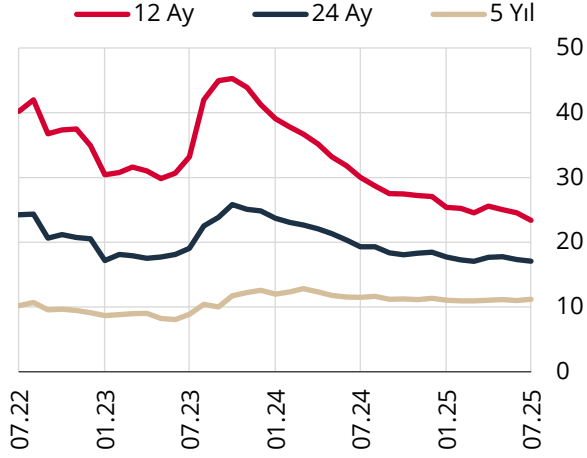
Alkollü içecek ve tütün ürünleri fiyatları üzerinde temmuz ayındaki maktu vergi artışının yansımaları

izlenmiştir. Mevcut Rapor döneminde Mayıs-haziran aylarında yataya yakın seyreden sektör fiyatları temmuz ayında otomatik maktu vergi artışı ve bunu izleyen üretici firma fiyat ayarlamaları kaynaklı olarak yüzde 5,7 oranında artmıştır. Temmuz ayı itibarıyla alkollü içecekler ve tütün grubunda yıllık enflasyon yüzde 27,8 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Enflasyonun Belirleyicileri

Enflasyon beklentileri iyileşmekle birlikte hedeflerin üzerinde seyretmeye devam etmiştir. Piyasa Katılımcıları Anketi temmuz ayı verilerine göre, bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentisi 1,7 puan, 24 ay sonrasına ilişkin beklenti ise 0,7 puan azalmıştır. 5 yıl sonrasına ilişkin beklentide ise belirgin bir değişiklik gözlenmemiştir (Grafik 2.4.9). 2025 yılı sonuna ilişkin enflasyon beklentisi yüzde 29,7 seviyesine gerilemesine rağmen Rapor tahmin aralığının üstündeki seyir sürmüştür. Öte yandan, reel kesimin 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi ılımlı bir şekilde gerilemeye devam etmiştir. Hanehalkı beklentisi ise temmuz ayındaki sınırlı artışa rağmen mevcut Rapor döneminde önemli ölçüde düşmüştür (Grafik 2.4.10).

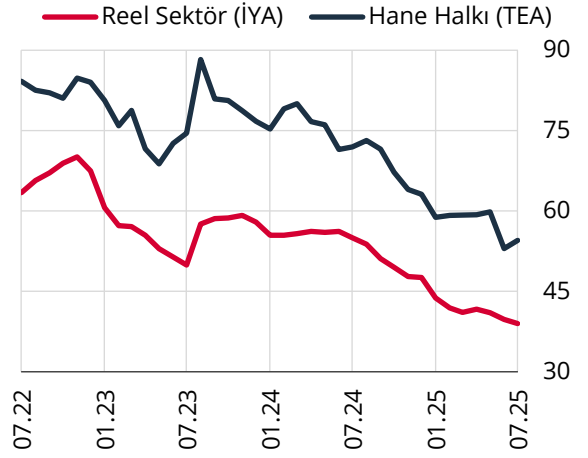
Grafik 2.4.9: Piyasa Katılımcıları Anketi Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (%)



Kaynak: TCMB.

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

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

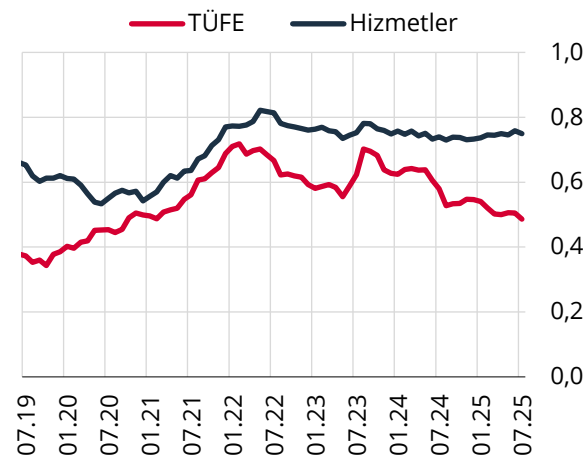


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Yayılım endeksinde sınırlı bir düşüş gerçekleşmiştir. Manşet enflasyon için üretilen yayılım endeksi temmuz ayında, 2025 yılı ilk yarı ortalamasının bir miktar altında değer almıştır. Hizmetler sektörü yayılım endeksindeki dirençli seyir manşet endekste düşüşü sınırlamaya devam etmiştir (Grafik 2.4.11). Fiyatlama davranışlarına ilişkin bilgi vermek amacıyla 5'li düzeydeki kalemlerin aylık fiyat değişimlerinin dağılımları elde edilmiştir. 2025 yılı haziran ayı dağılımında medyan etrafındaki uzlaşının güçlendiği, uç değer olarak nitelendirilebilecek fiyat artışlarının azaldığı dikkat çekmektedir. Temmuz ayında zamana bağlı fiyatlama davranışlarının da etkisi ile bazı uç değerler gözlenmesine rağmen medyan etrafındaki uzlaşma bir miktar daha güç kazanmıştır (Grafik 2.4.12). Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları bir miktar iyileşme göstermekle birlikte, dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir.

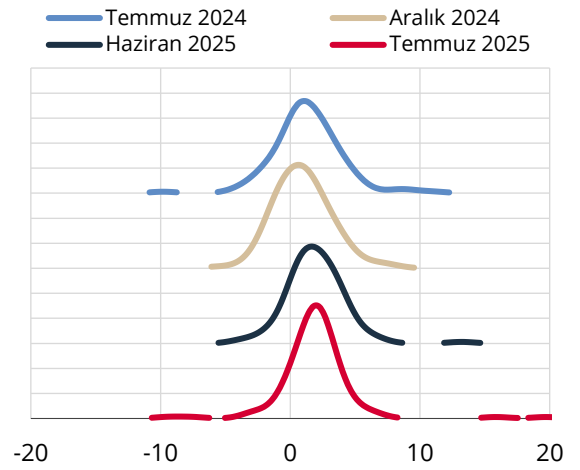
Grafik 2.4.11: TÜFE Yayılım Endeksi*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Hareketli Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Grafik 2.4.12: TÜFE Aylık Enflasyon Dağılımı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 5'li Düzey, Taze Meyve ve Sebze, Enerji, Alkol ve Tütün Kalemleri Hariç TÜFE)

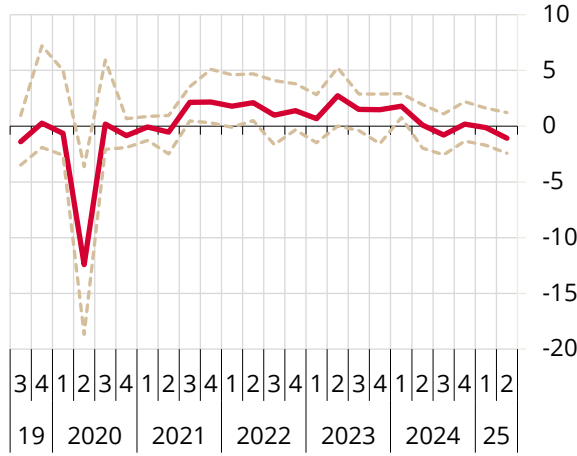


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Yakın döneme ilişkin veriler, talep koşullarının dezenflasyonist etkisinin arttığını göstermektedir. 2025 yılı ilk çeyreğinde potansiyele yakın bir seviyede gerçekleşen büyümenin ikinci çeyrekte bir miktar yavaşladığı

tahmin edilmektedir. Nitekim öncü göstergelerden kapasite kullanım oranı yılın ikinci çeyreğinde zayıflarken (Grafik 2.3.6), sanayi ve hizmet üretimi dönemlik bazda yataya yakın seyretmiştir (Grafik 2.3.5). Aynı dönemde (altın hariç) perakende satış hacmindeki artışın da bir miktar güç kaybettiği gözlenmiştir (Grafik 2.3.3). Söz konusu gerçekleştirmelere paralel olarak, toplam talep koşullarının zayıfladığı ve çıktı açığının dezenflasyonist bölgede aşağı yönlü hareket ettiği tahmin edilmektedir (Grafik 2.4.13). Son üç aylık dönemde (reel) kredi kullanımında belirgin bir değişiklik gerçekleşmemiştir (Grafik 2.4.14).

Grafik 2.4.13: Çıktı Açığı* (%)



Kaynak: TCMB.

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

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



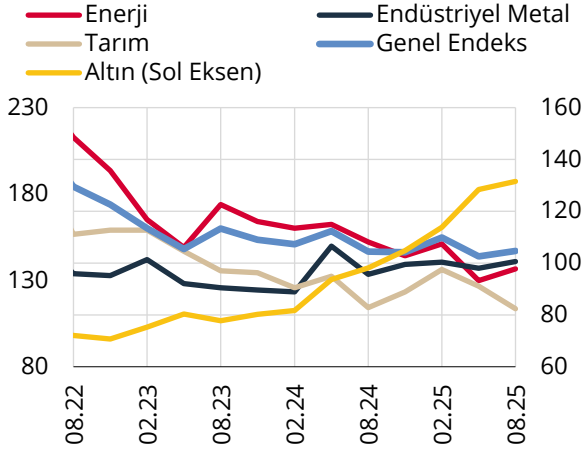
Kaynak: TCMB.

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

Yaşanan jeopolitik gelişmeler sonucu emtia fiyatları enerji grubu öncülüğünde artış kaydetmiştir.

Uluslararası ticarete korumacı politikaların gündeme gelmesiyle zayıflama eğilimine girmiş olan küresel enerji fiyatları, gerçekleşen jeopolitik gerginlikler neticesinde, özellikle haziran ayında olmak üzere, mevcut Rapor döneminde yükselmiş ve genel emtia endeksini yukarıya çekmiştir. Aynı dönemde, endüstriyel metal fiyatları da artış kaydederken tarım fiyatlarındaki düşüş ana endeksteeki yükselişi sınırlamıştır. Yılın ilk dört aylık döneminde güçlü bir şekilde yükselen altın fiyatlarında takip eden dönemde daha ılımlı hareketler izlenmiştir (Grafik 2.4.15). Öte yandan, mevcut Rapor döneminde, sepet kurda gerçekleşen artış, bir önceki Rapor dönemine kıyasla daha sınırlı olmuştur (Grafik 2.4.16). Paritedeki gelişmelere bağlı olarak Türk lirasının euro karşısındaki değer kaybı daha belirgin olmaya devam etmiştir. Bu durum, otomobil gibi euro kurundaki gelişmelere duyarlılığı yüksek olan bazı alt kalemlerin fiyatlarını olumsuz yönde etkilemiştir.

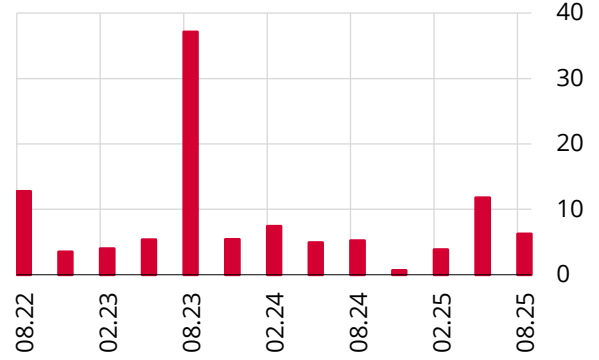
Grafik 2.4.15: Emtia Fiyat Endeksleri*
(2021=100)



Kaynak: Goldman Sachs.

* Ağustos ayı verisi 11 Ağustos itibarıyladır.

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

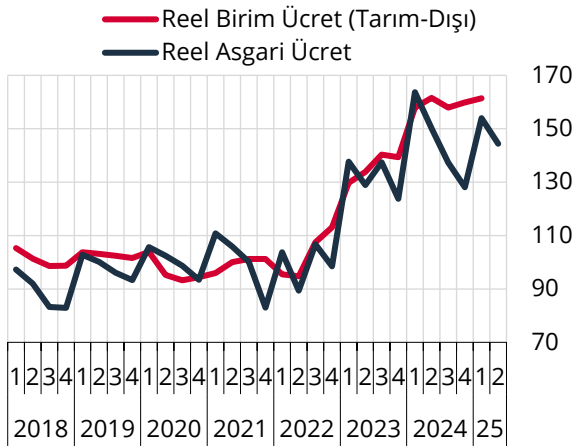


Kaynak: TCMB.

* ABD doları ve euro alış kurları eşit ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Ağustos ayı verisi 11 Ağustos itibarıyladır. Yüzde değişimler ilgili aylara ait ortalama değerler üzerinden hesaplanmıştır.

Uluslararası enerji fiyatlarındaki artışlar yurt içi üretici fiyatlarını da olumsuz etkilemiştir. 2025 yılının ilk çeyreğinde reel birim ücret artışı önceki yılların aynı dönemine kıyasla daha ılımlı gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.17). Konteyner ve kuru yük taşımacılık ücretleri jeopolitik gelişmeler sonucunda haziran ayında önemli ölçüde yükseldikten sonra takip eden dönemde yeniden gerilemeye başlamıştır. Emtia fiyatları, enerji grubu öncülüğünde artış sergilemiştir. Jeopolitik gelişmeler, taşımacılık maliyetleri ve enerji fiyatlarının yanı sıra küresel tedarik zincirinde de aksaklıklara sebep olmuş ve Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi mayıs ayına kıyasla yükselmiştir. Mevcut Rapor döneminde arz yönlü baskıların bir miktar arttığı izlenirken sepet kurdaki yükseliş yavaşlayarak da olsa sürmüştür. Bu görünüm altında, üç aylık hareketli ortalamalarla incelendiğinde, imalat sanayi enflasyonu ana eğilimi yeniden zayıflarken enerji grubu kaynaklı olarak üretici enflasyonu artış sergilemiştir (Grafik 2.4.18). Bu gelişmelere rağmen, yıllık üretici enflasyonu yüzde 24,2 ile tüketici enflasyonunun altındaki seyrini korumuştur.

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

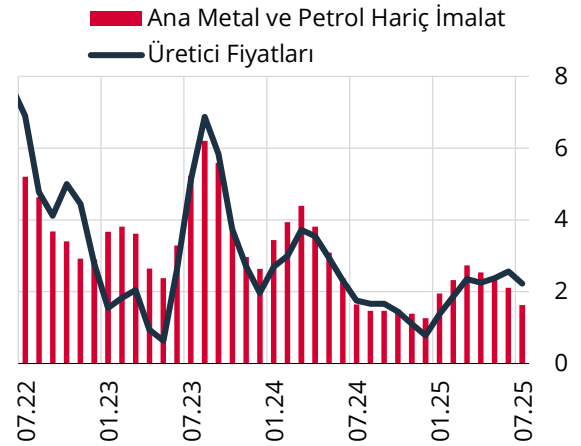


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Reelleştirilmede TÜFE kullanılmıştır. Çalışılan Saat Baş Reel Ücret/Verimlilik.

** Net asgari ücret verisi mevsimsellikten arındırılmış TÜFE serisi ile reelleştirilmiştir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

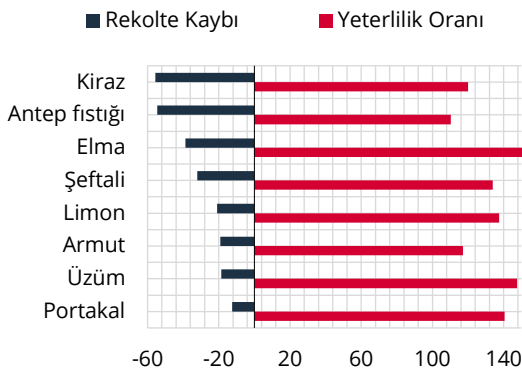
Enerji grubu kaynaklı gerçekleştirmeler ve temmuz ayında yapılan maktu vergi güncellemeleri mevcut Rapor döneminde öne çıkan vergi ve yönetilen fiyat gelişmeleri olmuştur. Temmuz ayında doğal gaz tüketici tarifeleri yükseltilmiş, aynı zamanda sanayi tarifelerinde daha sınırlı bir artışa gidilmiştir. Son üç aylık dönemde şebeke suyu fiyatlarında gerçekleşen güçlü artışlar enerji grubu kaynaklı bir diğer gelişme olmuştur. Akaryakıt ve tüp gazın yanı sıra alkollü içecekler ve tütün ürünleri üzerindeki maktu vergiler yılın ilk yarısında gerçekleşen yurt içi üretici enflasyonu oranında yükseltilmiştir. Akaryakıt fiyatlarındaki artışların doğrudan etkilerinin yanı sıra ulaştırma hizmetleri ve taşımacılık maliyetleri üzerinden de tüketici enflasyonunu olumsuz etkilemesi beklenmektedir. Türk Tabipler Birliği temmuz ayı itibarıyla sağlık hizmetleri tarifelerini yeniden düzenlemiştir. Ulusal Süt Konseyi ise ağustos ayı başından itibaren çiğ süt referans fiyatını yüzde 7 oranında yukarıya çekmiştir. 2025 yılı hububat alım fiyatının kamuoyuna duyurulmasının ardından ekmek ve tahıl ürünleri fiyatlarında artışlar izlenmeye başlanmıştır.

Mercek Altı 2.2

Ülke Geneline Yaşanan Zirai Don Hasarının Meyve ve Sebze Fiyatlarına Etkisi

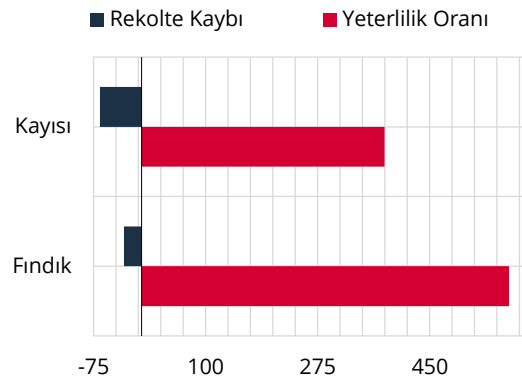
Şubat ve daha sonra Nisan ayında Türkiye genelinde gerçekleşen zirai don olayları geniş bir alanda etkili olmuştur. TÜİK Bitkisel Üretim 1. Tahmini zirai don olayının meyve ve sebze ürünleri üzerindeki etkilerinin olumsuz olmakla birlikte, ilk tahminler kadar şiddetli olmadığına işaret etmektedir. Saha gözlemlerinden elde edilen bulgular da bu durumu desteklemektedir. Gözlemler, zirai don hadisesinin büyük ölçüde meyveleri olumsuz etkilediğini ortaya koymaktadır. Nitekim, sebze gibi bitkisel ürünler olumsuz hava koşullarından etkilense de bir yıldan daha kısa bir dönem içerisinde yeni üretim alınabildiğinden fiyatlar üzerindeki etki kısa süreli olabilmektedir. Diğer taraftan, meyve gibi genellikle yılda bir kez ürün alınan kalemlerde ise üretim miktarını kısa bir dönem içerisinde artırmak güç olduğundan fiyatlar üzerindeki etki daha belirgin olabilmektedir. Grafik 1 ve Grafik 2'de zirai don olayından görece çok etkilenen meyvelerde tahmini rekolte kaybı ve 2024 yılı kullanılabilir üretimin yurt içi kullanımı karşılama derecesi verilmektedir. Bu bitkisel ürünlerin 2025 yılında üretimleri geçen yıla göre belirgin oranda azalmakla birlikte, 2024 yılı yeterlilik oranlarının yüzde 100'ün üzerinde olduğu görülmektedir. Özellikle, kayısı ve fındıkta yeterlilik oranlarının yurt içi tüketimin üzerinde olduğu görülmektedir. Bu ürünlerin ihracatı da yapıldığından, grafiklerde yeterlilik oranları sadece gösterge amacı ile belirtilmiştir.

Grafik 1: Rekolte Kaybı, Yeterlilik Oranı (%)



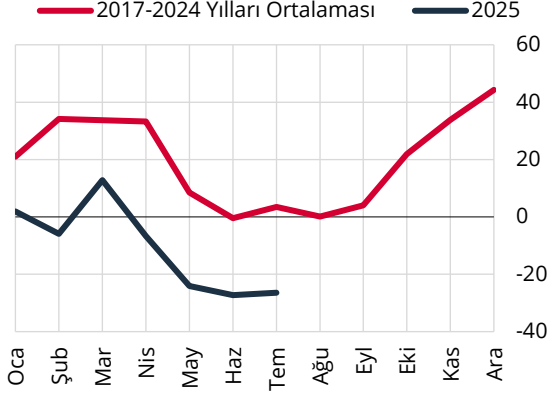
Kaynak: TÜİK.

Grafik 2: Rekolte Kaybı, Yeterlilik Oranı (%)

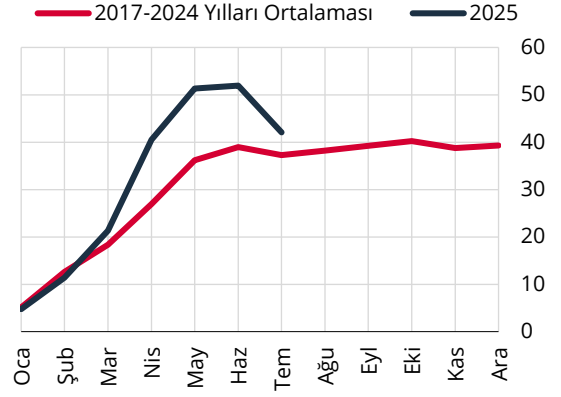


Kaynak: TÜİK.

Yaşanan don hadisesinin taze meyve ve sebze fiyatları üzerinde oluşturduğu etkiyi incelemeye yönelik olarak, 2025 yılındaki birikimli fiyat hareketleri, (birikimli) tarihsel ortalamalarla kıyaslanmıştır (Grafik 3 ve Grafik 4). Burada mutlak bir kıyaslamadan ziyade görece konumu değerlendirmek amaçlanmıştır.

Grafik 3: Sebze Fiyatları (Aylara Göre Birikimli Fiyat Değişimi, %)

Kaynak: TÜİK.

Grafik 4: Taze ve Kuru Meyve Fiyatları (Aylara Göre Birikimli Fiyat Değişimi, %)

Kaynak: TÜİK.

Yaşanan don hadisesi taze meyve fiyatlarını olumsuz yönde etkilemiştir. İlk 7 aylık dönemde, sebze fiyatları tarihsel eğilimine kıyasla daha düşük bir seyir izlerken taze meyvelerde birikimli fiyat artışı tarihsel ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 3 ve 4). Sebze fiyatlarının olumlu seyri meyve kaynaklı durumu kısmen dengeleyerek, bu dönemde işlenmemiş gıda enflasyonunda daha olumsuz bir görünüm kaydedilmesini engellemiştir.

Kutu 2.1

Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular

TCMB, reel sektör firmaları ile yüz yüze görüşmeler yaparak “**Reel Sektöre İktisadi Mercek (RESİM)**” çalışmasını yürütmektedir.¹ Bu kutu, temel olarak Nisan-Haziran 2025 döneminde gerçekleştirilen görüşmelerden elde edilen bulguları ve iktisadi faaliyette bu dönemde görece önemi artan turizm sektörüne ilişkin değerlendirmeleri özetlemektedir.

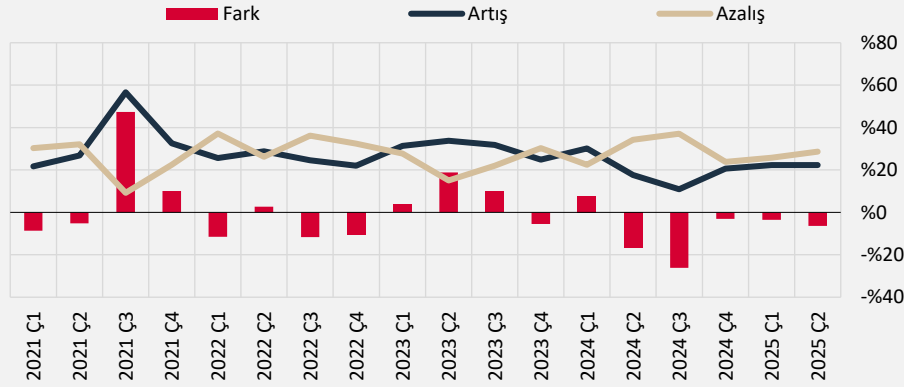
İktisadi faaliyet yılın ikinci çeyreğinde sınırlı yavaşlamıştır.

Toplam talep yurt içi satışlar kaynaklı yavaşlarken ihracatta olumlu seyir sürmüştür, üretim faaliyeti ise zayıflamıştır. Yatırım duruşunda zayıflık devam etmiş, bu durum istihdam planlarına yansımıştır. Talep koşulları fiyat artışlarını sınırlamış, maliyet baskısının ve artış beklentilerinin hafiflemesi fiyat artış planlarının gerilemesini sağlamıştır.

Yurt içi satışlar ikinci çeyrekte ilk çeyreğe kıyasla yavaşlamıştır.

Alım gücündeki zayıflama fiyat geçişlerinin etkisiyle sürerken finansal koşullardaki sıkılaşma ve alternatif varlık getirilerindeki artış tüketici harcamalarını sınırlamıştır. Buna karşılık, kampanyalar ve ithal tüketim mallarının yarattığı rekabet baskısı, yavaşlamanın etkilerini kısmen hafifletmiştir (Grafik 1). Temmuz ayında söz konusu eğilim devam etmiş, bazı sektörlerde öne çekilen talep satışları desteklemiş ve üçüncü çeyrek başında yurt içi satışlar önceki çeyreğe benzer bir seyir izlemiştir.

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



Kaynak: TCMB RESİM.

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

Firmalar arası ticaret, tüketici talebine kıyasla daha zayıf kalmıştır. Talep görünümündeki belirsizlik, finansman koşullarındaki sıkılık ve tahsilat riskleri bu durumun belirleyici unsurları olmuştur. Çeyrek başında piyasalarda yaşanan kısa süreli dalgalanma belirsizliği artırmış, ancak yıl sonu projeksiyonlarını aşağı yönlü revize eden firma oranı sınırlı kalmıştır.

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

İhracat görünümünde belirgin bir değişim yaşanmamıştır.

Paritedeki artış ve iç pazardaki kayıpları telafi etme yönündeki eğilim, yurt dışı satışlara katkı sağlamıştır. Küresel ticaret savaşlarının yarattığı ilk etkilerin ihracata desteği yavaşlayarak sürmüştür, Avrupa pazarında katma değerli ürünlerin sayesinde ek kazanımlar elde edilmiştir. Ancak, rekabet koşulları, küresel belirsizlikler ve jeopolitik gelişmeler ihracat üzerinde baskı oluşturmaya devam etmiştir. Temmuz ayındaki görüşmeler, yılın ikinci yarısında küresel ticaret savaşlarının olumsuz etkilerinin artabileceğine ve Çin'in ABD dışı pazarlarda rekabet baskısını güçlendirebileceğine işaret etmiştir.

Üretim ikinci çeyrekte ilk çeyreğe kıyasla zayıflamıştır.

İç piyasa ağırlıklı çalışan firmalarda talep belirsizlikleri, sıkı finansal koşullar, nakit akışındaki bozulmalar, artan ithalat eğilimi, rekabet baskısı ve maliyet artışları üretimi baskılamıştır. İhracatçı firmalarda ise dış talebe yönelimin artması üretimi desteklemiştir. Temmuz görüşmeleri, üçüncü çeyrekte üretimin önceki çeyrek seviyelerine yakın seyrettiğine işaret etmektedir.

Yatırım duruşundaki zayıflık sürmüştür.

Talep görünümündeki belirsizlikler ve finansal koşullardaki sıkılık, firmaların yeni yatırımlar yerine mevcut kapasiteyi korumaya odaklanmasına neden olmuştur. Bununla birlikte, sektöründe olumlu ayrılan, katma değerli ürün üreten ve güçlü özkaynak yapısına sahip firmalar yatırım yapmaya devam etmiştir. Bu yatırımlar, kapasite artışından çok verimlilik ve rekabet gücü artışı ile maliyet azaltmaya yönelik zorunlu görülen otomasyon ve modernizasyon projeleri şeklinde gerçekleşmiştir.

İstihdam görünümü, iç piyasa ağırlıklı çalışan firmalarda daha olumsuzdur.

Talep belirsizliği, iş hacmindeki daralma ve yüksek işgücü maliyetleri istihdam planlarını sınırlamıştır. Tekstil ve hazır giyim sektörleri olumsuz etkilenen alanlar arasında öne çıkmıştır. Nitelikli personeli elde tutma isteği, istihdam seviyesinin korunmasında etkili olmuştur.

Finansman ihtiyacı artmaya devam etmiştir.

İşletme sermayesi kaynaklı finansman ihtiyacındaki artışta nakit akışındaki bozulmalar etkili olurken maliyet baskısı azalmıştır. Yatırım amaçlı finansman ihtiyacı ise önceki çeyreğe göre gerilemiştir.

Firmalar arası ticaret koşulları ikinci çeyrekte belirgin şekilde sıkılaşmıştır. Krediye erişimde güçlükle yaşanan ve/veya iş hacmi düşen firmalar, vade uzatma taleplerini artırmıştır. Tahsilat gecikmeleri nakit akışını olumsuz etkilemiş, karşılıksız çek oranlarındaki artış ve konkordato haberleri risk algısını yükseltmiş, firmalar müşteri seçiminde daha temkinli bir yaklaşım benimsemiştir.

Kredi koşulları ise ilk çeyreğe göre sıkılaşmıştır. Firmalar bu sıkılaşmayı ağırlıklı olarak faiz kanalı üzerinden hissetmiştir. Hazirandan itibaren teklif edilen TL kredi faiz oranlarında başlayan düşüş, bu etkiyi sınırlamıştır. Temmuz ayında krediye erişimde sınırlı bir gevşeme görülse de TL kredi maliyetleri kredi talebini sınırlamayı sürdürmüştür.

Maliyet artışları genel olarak yavaşlamış, fiyat artışı planlayan firma oranı azalmıştır.

Yıllık ücret güncelleme döneminin geride kalması, maliyet baskısını azaltmıştır. Girdi ve tedarik maliyetleri önceki çeyreğe paralel seyretmiş; kur, enerji ve finansman kaynaklı maliyetler artmıştır.

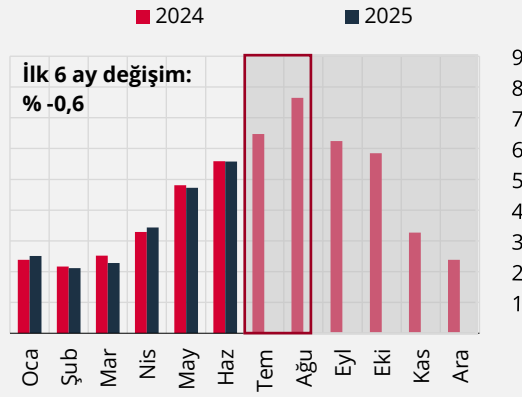
Talep ve rekabet koşulları, maliyet değişimlerinin fiyatlara tam olarak yansıtılmasını sınırlandırmış; kampanya ve indirimler devam etmiştir. Son dönemde maliyet baskısının hafiflemesi ve ılımlı maliyet artışı beklentileri, fiyat artışı planlayan firma oranındaki düşüşü desteklemiştir. Firmalar, birikmiş maliyetlerini fiyatlara kademeli olarak yansıtmayı planlamaktadır.

RESİM Odak: Turizmde Son Dönem Gelişmeler ve Beklentiler

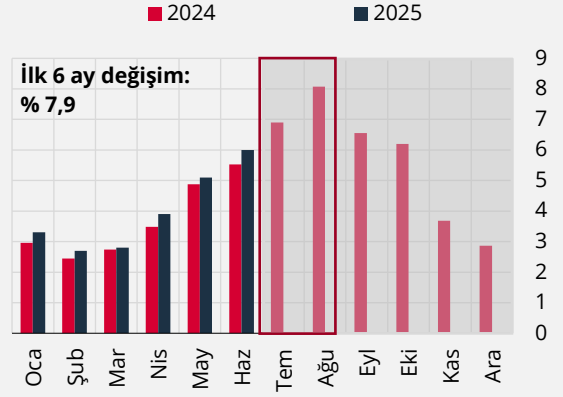
Yurt dışı talep bir önceki çeyreğe göre mevsimsellik doğrultusunda artış göstermiş, yıllık bazda ise yatay seyretmiştir. Nisan ayında Paskalya tatilinin etkisiyle resort otellerde talep artmış, şehir otellerinde marttaki yavaşlamanın ardından bir miktar toparlanma olmuştur. Mayıs ayında bu otel türlerinde talep mevsim normallerinde gerçekleşmiştir. Haziran ayında yüksek sezonun başlamasıyla resort otellerde talep rekabet güçlükleri nedeniyle öngörülerin altında kalmış, ancak fiyat indirimleriyle mevsimsel artış sağlanmıştır. İran-İsrail gerginliği şehir otellerinde rezervasyon iptallerine yol açmıştır.

Yılın ikinci yarısında yabancı ziyaretçi sayısının geçen yıla göre sınırlı artması beklenmektedir.

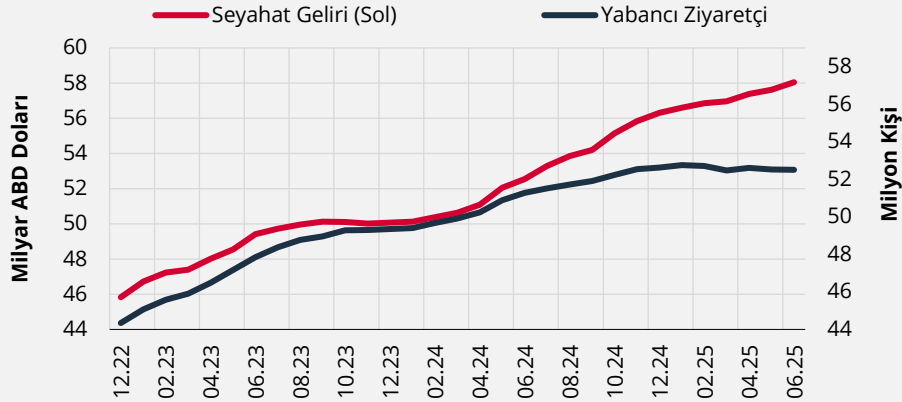
Temmuz ayı görüşmeleri, fiyat indirimlerinin katkısıyla yabancı ziyaretçi sayısında olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Temmuz ve ağustos aylarında resort ve şehir otellerinde talep beklentilerin altında kalırken eylül ve ekimde erken rezervasyonlarla yıl başında elde edilen doluluk oranları korunmuştur. Ancak, yüksek sezonun kârlı ayları olan temmuz ve ağustosta yapılan fiyat indirimleri, talebi özellikle resort otellerde istenilen ölçüde artıramamıştır. Sektör paydaşları, bu aylarda fazla fiyat indiriminin gelirler üzerinde diğer aylara göre daha olumsuz etki yaratabileceğini, eylül ve ekimde ise gelirlerin geçen yılki seviyesine ulaşabileceğini belirtmiştir (Grafik 2 ve 3). Bu çerçevede, seyahat gelirlerinin 2024 yılı seviyesinin üzerine çıkması beklenmekle birlikte, temmuz ve ağustos gelişmeleri 2025 yılı hedefi üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecektir (Grafik 4).

Grafik 2: Yabancı Ziyaretçi (Milyon Kişi)

Kaynak: TCMB

Grafik 3: Seyahat Geliri (Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

Grafik 4: Yabancı Ziyaretçi ve Seyahat Geliri (Yıllıklandırılmış)

Kaynak: TCMB.

* Seyahat gelirlerinde, turizm gelirleri içerisinde yer alan uluslararası taşıma (yerli taşımacılar) ve GSM dolaşım harcamaları kalemleri kapsamamaktadır. Yabancı ziyaretçilerde yurt dışı yerleşik Türk vatandaşları yer almamaktadır.

Firmalar, vatandaşların yurt içi turizm talebinin zayıf seyrettiğini ifade etmiştir. Ayrıca, talebin “her şey dahil” konsept otellere yönelmesi, butik ve küçük otellerin öne çıktığı bölgelerdeki zayıflığı artırmıştır. Ek olarak, firmalar vatandaşların yurt dışına çıkışı eğiliminin arttığını belirtmiştir. Nitekim, 2025 yılı ilk altı ayında yurt dışını ziyaret eden vatandaş sayısı geçen yılın aynı dönemine kıyasla bir miktar artmış olup bu artış seyahat giderlerine de yansımıştır.

Kutu 2.2

Türkiye’de Potansiyel İşgücü

Son dönemde işsizlik oranı düşerken atıl işgücü artmaktadır. 2025 yılının ilk yarısında, atıl işgücü bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 1,9 milyon kişi yükseldi. Bunun 1,2 milyonu-yani yüzde 61’i-potansiyel işgücünden kaynaklandı (Tablo 1). Bu kutu Hanehalkı İşgücü Anketi (HİA) mikro veri setini kullanarak atıl işgücündeki artışta en yüksek paya sahip olan potansiyel işgücünün bileşenlerini incelemektedir.

Potansiyel işgücünün büyük çoğunluğu, iş aramayan fakat çalışmak istediğini ve iki hafta içerisinde işe başlayabileceğini belirten kişilerden oluşmaktadır. Potansiyel işgücündeki kişiler, iş aramama nedeni sorusuna verdikleri cevaba göre iki gruba ayrılabilir¹:

Ümitsiz işgücü: İş aramama nedeni olarak daha önce çok iş aramasına rağmen bulamama, kendi vasıflarına uygun iş bulamayacağını düşünme ve yaşadığı bölgede iş bulamayacağını düşünme cevaplarını veren kişiler,

Ümitsizler hariç potansiyel işgücü: Diğer tüm sebepleri (eğitime devam etme, çocuk/yaşlı bakımı, hastalık, engelli olma veya kalıcı sağlık sorununa sahip olma, ev işleriyle meşgul olma, ailevi nedenler, yaşlılık, diğer kişisel nedenler, mevsimlik çalışan olma ve diğer) iş aramama nedeni olarak belirten kişiler.

Tablo 1: Atıl İşgücü Bileşenleri (Ocak-Haziran, Bin Kişi)

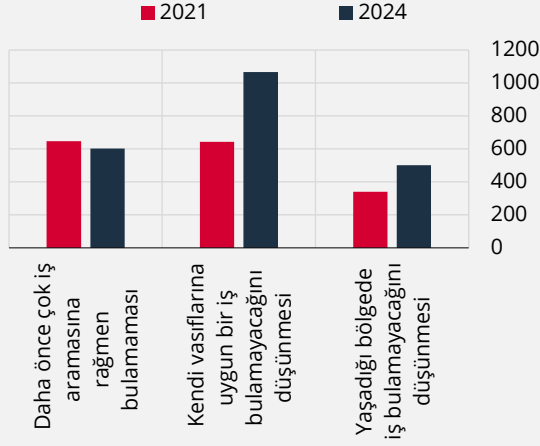
	2023	2024	2025	2025-2024 Farkı
İşsiz (1)	3.399	3.118	2.953	-164
Zamana Bağlı Eksik İstihdam (2)	2.139	3.295	4.202	907
Potansiyel İşgücü (3)	3.161	3.946	5.148	1.203
Atıl İşgücü (1+2+3)	8.699	10.359	12.304	1.945

Kaynak: TÜİK.

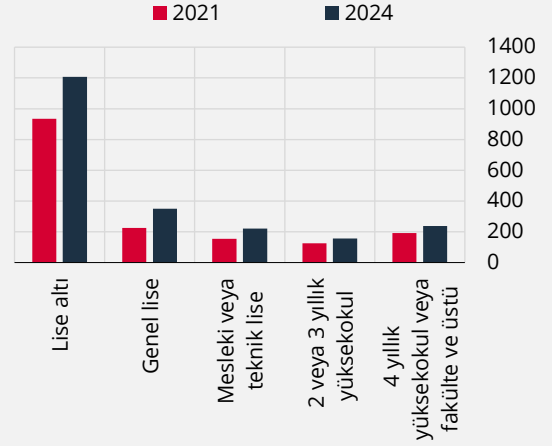
Ümitsiz İşgücü

2024 yılı itibarıyla yaklaşık 2,2 milyon kişi ümitsiz işgücüne dahildir. Ümitsiz işgücünün en büyük kısmı, vasfına uygun iş bulamayacağını düşündüğü için iş aramayanlardan oluşmaktadır (Grafik 1). Atıl işgücüne ilişkin göstergelerin veri bazlı yayımlanmaya başladığı 2021 yılı ile karşılaştırıldığında da en yüksek artış, vasfına uygun iş bulamayacağını düşünenlerden kaynaklanmaktadır. Öte yandan, daha önce çok iş aramasına rağmen iş bulamayanların sayısı görece olarak düşük olup zaman içinde artmamaktadır. Dolayısıyla, olumsuz işgücü piyasası koşulları nedeniyle işgücü dışına çıkma eğilimi ümitsiz işgücünün temel belirleyicisi değildir. Eğitim durumuna göre bakıldığında ise ümitsiz işgücü çoğunlukla lise altı eğitilmiş kişilerden kaynaklanmaktadır (Grafik 2). Bu durum, eğitilmiş bireylerde vasıf uyumsuzluğu sorununun potansiyel işgücü artışında ana etken olmadığını göstermektedir. Bununla birlikte, lise altı eğitilmiş kişilerin becerilerini artıracak eğitim programları potansiyel işgücündeki kişilerin işgücüne katılımlarını destekleyecektir.

¹ Potansiyel işgücünün bir diğer bileşeni iş arayan ancak iki hafta içinde işbaşı yapamayacaklardan oluşmaktadır. Bu grubun payı oldukça düşük olup bu kutudaki analizlere dahil edilmemiştir.

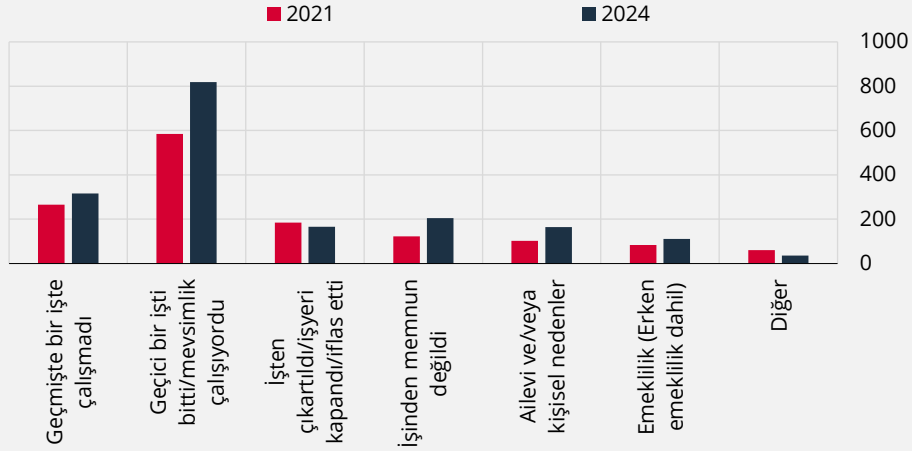
Grafik 1: İş Aramama Nedenlerine Göre Ümitsiz İşgücü (Bin Kişi)

Kaynak: HİA, TÜİK.

Grafik 2: Eğitim Seviyelerine Göre Ümitsiz İşgücü (Bin Kişi)

Kaynak: HİA, TÜİK.

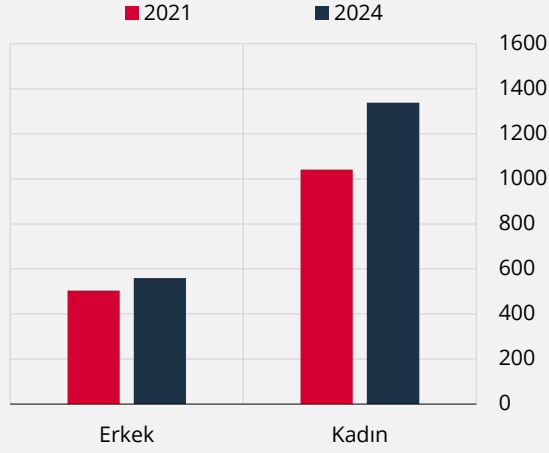
Önceki iş durumu ve işten ayrılma nedenleri incelendiğinde, ümitsiz işgücünün önemli bir kısmı geçmişte çalışmamış veya geçici/mevsimlik işlerde çalışmış kişilerden oluşmaktadır (Grafik 3). İşten çıkarılan ya da işyeri kapanan kişilerin ümitsiz işgücü içindeki payı ise oldukça düşüktür. Bu durum, daha önce çok iş aramasına karşın iş bulamayanların sayısının düşük olmasıyla birlikte değerlendirildiğinde, işgücü piyasası koşullarının yol açtığı yılınlık etkisinin potansiyel işgücünün temel belirleyicisi olmadığına işaret etmektedir.

Grafik 3: Ümitsiz İşgücünün İşten Ayrılma Nedenleri (Bin Kişi)

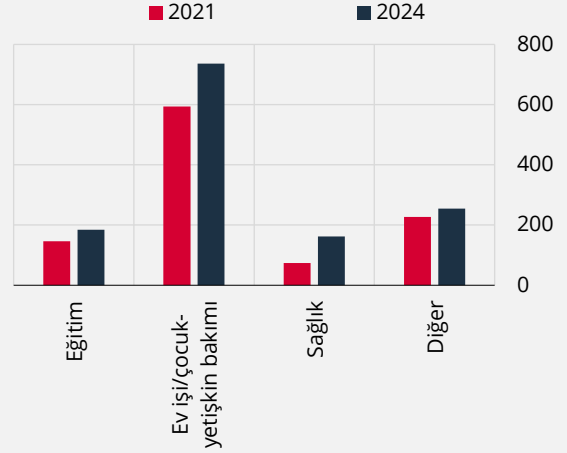
Kaynak: HİA, TÜİK.

Ümitsizler Hariç Potansiyel İşgücü

Potansiyel işgücünün diğer bileşeni olan ümitsizler hariç potansiyel işgücü 2024 yılı itibarıyla yaklaşık 1,9 milyon kişi iken bu grubun büyük çoğunluğunu kadınlar oluşturmaktadır (Grafik 4). 2021-2024 döneminde hem kadınların hem de erkeklerin sayısında artış olsa da kadınlardaki artış dikkat çekmektedir. Bu gruptaki kadınlar genellikle ev işleri, çocuk ve yetişkin bakımı gibi nedenlerden dolayı iş aramamaktadır (Grafik 5). Diğer bir ifadeyle, ümitsizler hariç potansiyel işgücü piyasası iş deneyimi sınırlı kadınlar arasında yaygın olup ev işleri/çocuk bakımı iş arama konusunda en önemli kısıtı oluşturmaktadır. Nitekim, Türkiye'de okul öncesi okullaşma oranı birçok gelişmekte olan ülkenin oldukça gerisindedir (Grafik 6). Kreş ve okul öncesi eğitim olanaklarının yaygınlaştırılması bu grubun işgücüne katılımını arttıracaktır.

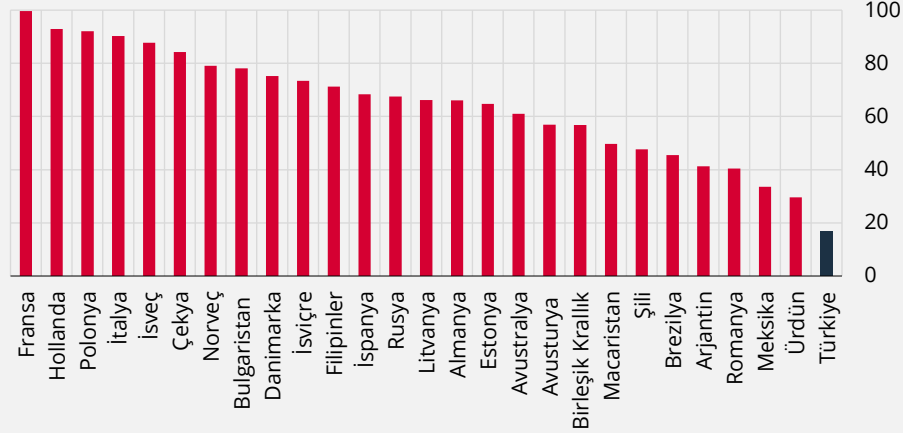
Grafik 4: Ümitsizler Hariç Potansiyel İşgücünün Cinsiyete Göre Dağılımı (Bin Kişi)

Kaynak: HİA, TÜİK.

Grafik 5: Ümitsizler Hariç Potansiyel İşgücünün İş Aramama Nedenleri (Kadın, Bin Kişi)

Kaynak: HİA, TÜİK.

Not: Diğer kategorisi diğer ailevi nedenler, diğer kişisel nedenler, yaşlılık, iş başvurusuna cevap bekleyenler ve mevsimlik işine dönmeyi bekleyenlerden oluşmaktadır.

Grafik 6: Ülkelerin Okul Öncesi Okullaşma Oranı (%)

Kaynak: Dünya Bankası.

Not: Avustralya, Avusturya, İsviçre, Şili, Danimarka, Estonya, Fransa, Birleşik Krallık, Meksika, Filipinler, Polonya, Rusya, İsveç, Ürdün'e ait en güncel veri 2022 yılı iken Türkiye ve diğer ülkelere ait en güncel veri 2021 yılına aittir

Sonuç

Potansiyel işgücü temelde farklı dinamiklere sahip iki gruba ayrılmaktadır. Ümitsiz işgücünü çoğunlukla vafına uygun iş bulamayacağını düşünen, önceden çalışmamış ya da geçici işlerde çalışmış lise altı eğitimli kişiler oluşturmaktadır. Ümitsizler hariç potansiyel işgücü ise çoğunlukla ev işi/çocuk bakımı gibi nedenlerle iş aramayan ancak çalışma isteği belirten kadınlardan oluşmaktadır. Potansiyel işgücünün heterojen bir yapıya sahip olması nedeniyle işgücü politikalarının farklı demografik grupların ihtiyaçlarının dikkate alınarak tasarlanması işgücüne katılım oranını artırabilecektir.

Kutu 2.3

Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi (BİPE)

Son dönemde Türkiye’de işgücü piyasasına ilişkin temel ve alternatif göstergeler birbirinden farklı sinyaller veriyor. İşsizlik oranı gibi sık başvurulan göstergeler, işgücü piyasasının sıkı seyrettiğini ima ediyor. Buna karşılık, geniş tanımlı işsizlik oranları ve tamamlayıcı göstergeler işgücü piyasasında daha az sıkı bir görünüm sunuyor. Göstergeler arasındaki ayrışma, işgücü piyasasına yönelik bütüncül ve tutarlı bir perspektif sunan bileşik bir endeks ihtiyacını ortaya koyuyor. Bu kutu çalışması, Türkiye için 23 farklı işgücü piyasası göstergesinden yararlanılarak oluşturulan Bileşik İşgücü Piyasası Endeksini (BİPE) tanıtıyor. Ayrıca endeks ile ekonomik aktivite arasındaki ilişkiyi inceliyor.

Çalışmanın veri seti, 2015 yılının ilk çeyreğinden 2025 yılının ikinci çeyreğine kadar olan dönemi kapsıyor. Veri seti, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), Türkiye İş Kurumu (İŞKUR), internet tabanlı iş ilanı platformları (Kariyer.net) ve anket göstergeleri (PMI ve İYA) gibi çeşitli kaynakları temel alıyor. Temel Bileşenler Analizi (Principal Component Analysis) yıllık bazda değişimleri (gerektiği durumda yıllık bazda farkları) hesaplanmış ve standardize edilmiş göstergeleri kullanarak seriler arasındaki ortak hareketleri temsil eden bileşenleri ortaya çıkarıyor. Sonrasında çalışma, tüm göstergeleri bilgi türüne göre altı kategoriye (temel göstergeler, geniş tanımlı göstergeler, tamamlayıcı göstergeler, iş ilanları, İŞKUR verileri ve anket verileri olmak üzere) ayırarak inceliyor (Demir, D. ve Gül, S., 2025). İşgücü piyasası dinamiklerini daha kapsamlı değerlendirmek üzere benzer bileşik endeksleri daha önce başka merkez bankaları da oluşturdu. Örneğin Kansas Fed, işgücü piyasasının genel görünümünü izlemek için Labor Market Conditions Index’i (LMCI) geliştirdi. Hakkio ve Willis (2013), bu endeksi oluştururken temel bileşenler analizini kullanarak 24 ayrı işgücü göstergesini tek bir yapı altında topladı. Sonrasında hem seviyeyi hem de değişim hızını yansıtan iki ayrı faktör tanımladı.¹

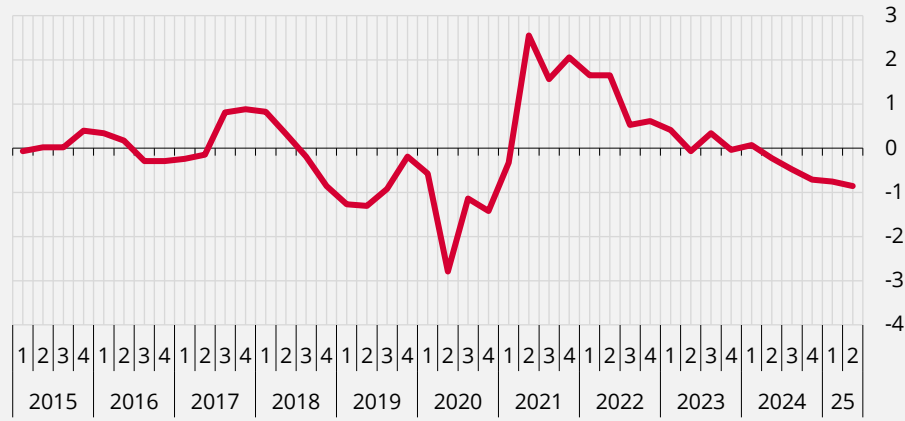
Türkiye için temel bileşen analizinden elde edilen sonuçlara göre, çalışmada BİPE olarak tanımlanan ilk temel bileşen, veri setindeki toplam varyansın yaklaşık yüzde 46’sını açıklıyor. İkinci ve üçüncü bileşenler ise sırasıyla yüzde 21 ve yüzde 9’luk açıklayıcılığa sahip. Böylece, ilk üç bileşen veri setindeki toplam varyansın dörtte üçünü yakalıyor. İstihdam, işsiz ve potansiyel işgücünün bütünlük oranı, toplam haftalık çalışma süresi, atıl işgücü oranı, kariyer.net toplam iş ilanları ve işgücü, BİPE’nin elde edilmesinde en yüksek faktör yüküne (factor loading) sahip göstergeler olarak öne çıkıyor (Tablo 1). İstihdam, toplam haftalık çalışma saati, işgücü, toplam iş ilanı gibi serilerin faktör yükü katsayısı pozitif değer alıyor. Buna karşılık, işsizlik oranı, geniş tanımlı işsizlik oranları ve toplam ilan başına başvuru gibi göstergeler negatif faktör yüküyle endekse katkı veriyor. Bu yapı, BİPE’deki artışı işgücü piyasasında sıkılaşma, azalışı ise gevşeme yönünde yorumlamayı mümkün kılıyor. Endeks, göstergelerin yıllık değişimlerini temel alıyor. Bu nedenle, endeksin seyrini yorumlarken bir önceki yılın aynı çeyreğiyle kıyaslamak gerekiyor.

¹ Benzer bir endeks çalışması için bkz. Chung ve diğ. (2014).

Tablo 1: BİPE Faktör Yükleri (Factor Loadings)

Gösterge	Faktör Yüğü
İstihdam (TÜİK)	0,29
İşsiz ve Potansiyel İşgücünün Bütünleşik Oranı (TÜİK)	-0,29
Haftalık Çalışılan Toplam Saat (TÜİK)	0,29
İstihdam Oranı (TÜİK)	0,29
İşbaşında Olanlar (TÜİK)	0,29
Atıl İşgücü Oranı (TÜİK)	-0,27
Toplam İş İlanı (Kariyer.net)	0,26
İşgücü (TÜİK)	0,26
Zamana Bağlı Eksik İstihdam ve İşsizlerin Bütünleşik Oranı (TÜİK)	-0,26
İşgücüne Katılma Oranı (TÜİK)	0,25
Haftalık Ortalama Fiili Çalışma Saati (TÜİK)	0,25
Yeni İş İlanı (Kariyer.net)	0,25
İktisadi Yönelin Anketi İstihdam Beklentisi (TCMB)	0,19
İşsizlik Oranı (TÜİK)	-0,18
Toplam İş İlanı Başına Başvuru (Kariyer.net)	-0,13
İşsiz (TÜİK)	-0,12
Kayıtlı İşsiz (İŞKUR)	-0,08

BİPE, zaman içinde Türkiye ekonomisini ve işgücü piyasasını etkileyen temel gelişmelerle uyumlu bir seyir izliyor (Grafik 1). 2018 yılında uygulanan parasal sıkılaştırma sonrası ekonomik aktivite yavaşladı. Bu dönemde istihdam gerilerken işsizlik oranı yükseldi. 2020 yılında COVID-19 pandemisinin etkisiyle endeks en düşük seviyesine geriledi. Ancak 2021 yılında ekonomik toparlanma ile birlikte endeks hızlı bir yükseliş gösterdi. 2022 yılında, pandemi sonrası toparlanmayı takip eden normalleşme sürecinin işgücü piyasasındaki etkileri belirginleşti. Bu dönemde endeksin yönü aşağı döndü. 2023 yılının ilk çeyreğinde meydana gelen depremler takip eden çeyrekte geçici bir zayıflamaya yol açtı. Aynı yılın ikinci yarısından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma yönlü politikalar yurt içi talepte dengelenme sağladı. Bununla ilişkili olarak işgücü piyasası koşulları zayıfladı.

Grafik 1: Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi*

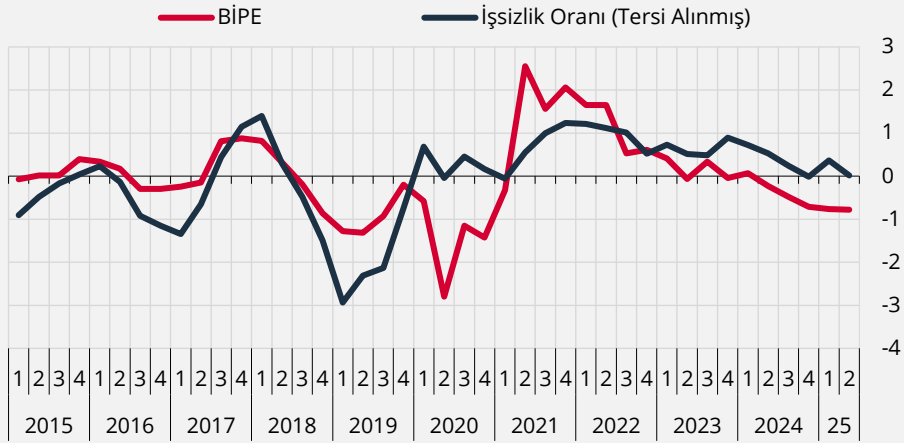
Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

* Standardize edilmiş değerler.

Grafik 2, BİPE ile işsizlik oranının (yıllık değişim, tersi alınmış) ima ettiği işgücü piyasası koşullarının son on yıllık dönemdeki seyrini gösteriyor. Genel olarak iki gösterge benzer yönlü hareket ediyor ve işgücü piyasasının genel görünümü hakkında tutarlı sinyaller veriyor. Ancak belirli dönemlerde aralarında dikkat çekici ayrılmalar mevcut. 2015 yılının ilk yarısında işsizlik oranı işgücü piyasası koşullarında zayıflama ima ederken geniş tanımlı göstergelerin pozitif katkısıyla birlikte, BİPE işsizlik oranının ima ettiğinden daha güçlü bir görünüme işaret etti. 2017 yılının ikinci yarısında işsizlik oranındaki iyileşme, diğer göstergelerdeki iyileşmenin nispeten daha sınırlı kalması nedeniyle, BİPE'ye sınırlı ölçüde yansdı.

2018 yılının üçüncü çeyreğinde parasal sıkılaştırma sonrası ekonomik aktivitedeki yavaşlama ile birlikte işsizlik oranı belirgin arttı, ancak diğer temel göstergeler, geniş tanımlı göstergeler ve tamamlayıcı göstergelerdeki zayıflama nispeten daha sınırlı kaldığı için endeks daha sınırlı düzeyde bir negatif görünüme işaret etti. 2020'nin ikinci çeyreğinde COVID-19 döneminde uygulanan istihdam koruma önlemleri işgücü piyasası koşullarındaki bozulmayı sınırlarken çalışma sürelerindeki keskin azalma ve atıl işgücü oranlarındaki artış BİPE'de çok daha belirgin bir gerilemeye yol açtı. 2023 yılından sonra ise genel olarak işsizlik oranı nispeten sıkı bir işgücü piyasasına işaret ederken özellikle geniş tanımlı göstergelerin öncülüğünde alternatif göstergeler endeksi aşağı çekerek daha az sıkı bir piyasa ima etti.

Grafik 2: İşsizlik Oranı (Yıllık Değişim, Ters Alınmış) ve Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi*

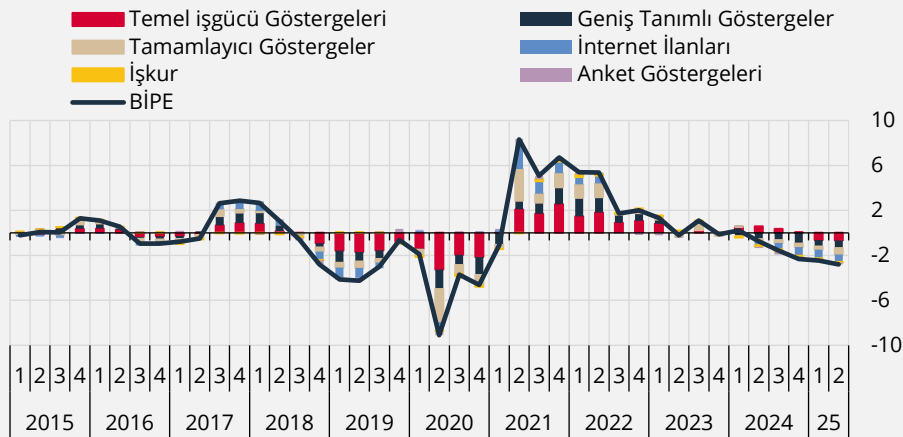


Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

* Standardize edilmiş değerler.

Çalışma ayrıca endeksi oluşturan alt grup katkılarında zaman içindeki ayrışmaları inceliyor. Grafik 3, veri kategorilerinin BİPE'ye katkılarını gösteriyor. Bu kategoriler, işgücü piyasası dinamiklerini daha iyi anlamaya yardımcı oluyor. Aynı zamanda, endeksin zaman içindeki davranışını daha ayrıntılı biçimde yorumlamaya olanak tanıyor. Örneğin, 2015Ç1, 2015Ç2, 2017Ç2, 2018Ç3 ve 2019Ç4 dönemlerinde, temel işgücü piyasası göstergeleri ve alternatif ölçütler farklı sinyaller sergileyerek işgücü piyasası koşullarının net bir şekilde okunmasını zorlaştırdı. Bu tür ayrışmalar, 2023 yılından sonra daha belirgin hale geldi. 2024 yılı genelinde temel göstergeler güçlü bir görünüm sunarken geniş kapsamlı ve tamamlayıcı göstergeler endeksi negatif bölgeye çekti. Bu durum, işgücü piyasası koşullarının bir bütün olarak daha zayıf olduğunu gösterdi. 2024'ün son çeyreğinde, temel göstergelerin pozitif katkısı neredeyse sıfır düzeyine indi. Diğer göstergelerin devam eden negatif yönlü katkılarıyla birleşince endeks negatif bölgede seyrretmeyi sürdürdü. 2025 yılı ilk yarısında ise tüm gruplar endekse negatif yönde katkı yaptı.

Grafik 3: Veri Kategorilerinin BİPE'ye Katkıları*

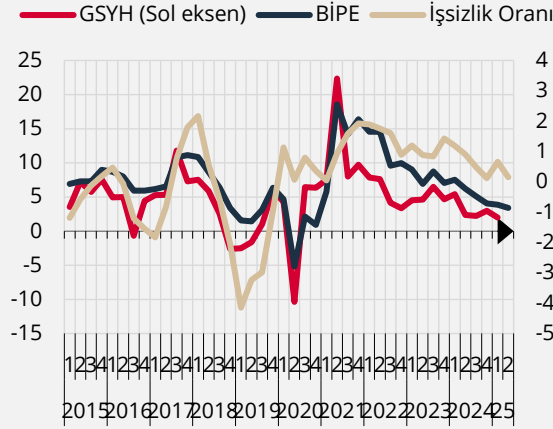


Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

* Standardize edilmemiş ham endeks ve alt bileşenlerin endekse katkısını göstermektedir.

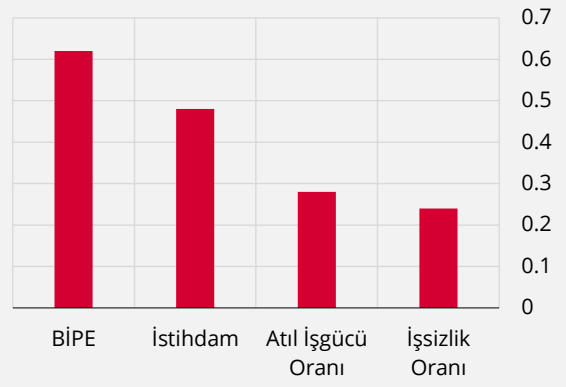
Endeksin Gayrisafi Yurt İçi Hasıla (GSYH) ile güçlü korelasyonu, sadece işgücü piyasası ile değil genel ekonomik aktivite ile de uyumlu hareket ettiğini gösteriyor. Endeks, iktisadi faaliyet ve işgücü piyasasını ilişkilendirmede geleneksel işgücü göstergelerine göre daha iyi bir performans sergiliyor. İşsizlik oranındaki yıllık değişimin tersi genellikle GSYH'nin yıllık büyümesi ile pozitif korelasyona sahip (Grafik 4). Bununla birlikte, bileşik endeks GSYH ile daha güçlü ve daha tutarlı bir uyum sergiliyor. Basit regresyon sonuçları da bu durumu destekliyor. GSYH yıllık büyümesinin bağımlı değişken olduğu modeller, açıklayıcı değişken olarak BİPE'yi kullandığında daha yüksek açıklama gücü sunuyor. Diğer işgücü piyasası göstergelerini açıklayıcı değişken olarak içeren modellerin GSYH büyümesini açıklama gücü daha zayıf kalıyor (Grafik 5).

Grafik 4: BİPE, İşsizlik Oranı (Yıllık Değişim, Tersi Alınmış) ve GSYH (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

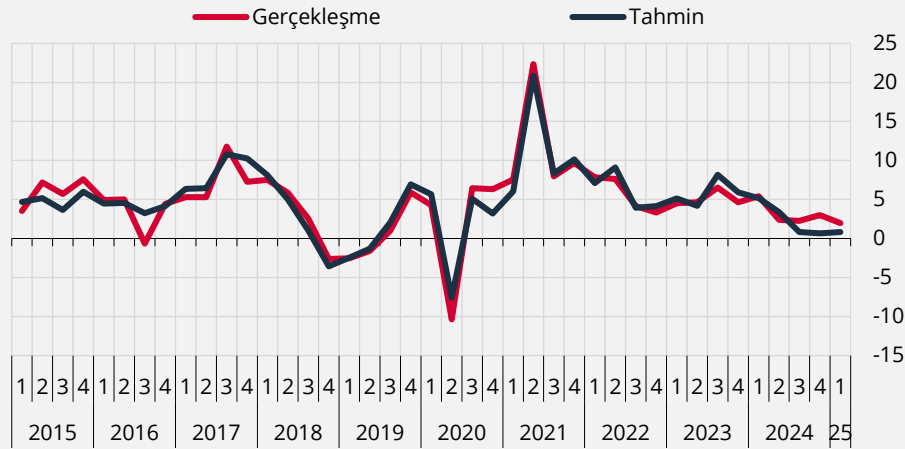
Grafik 5: GSYH'nin Alternatif Seriler ile Regresyonlarındaki R² Değerleri



Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

GSYH yıllık büyümesinin bağımlı değişken, temel bileşen analizinden elde edilen ilk üç bileşenin açıklayıcı değişken olduğu regresyondan elde edilen örneklem içi büyüme tahminleri ile büyüme gerçekleştirmeleri de oldukça uyumlu (Grafik 6). Elbette, burada amaç doğrudan GSYH'yi tahmin etmekten ziyade söz konusu endeksin ekonomik aktivite ile yüksek korelasyonuna dikkat çekmek. Nitekim, son dönemde işsizlik oranı ve alternatif göstergeler arasındaki ayrışma, işgücü piyasası ile ekonomik aktivite arasındaki ilişkinin zayıflayıp zayıflamadığı sorusunu gündeme getirdi. Bütün bu bulgular, işgücü piyasasındaki ortak hareketlerin ekonomik aktivite ile güçlü bir ilişkiye sahip olduğunu ve BİPE'nin bu ilişkiyi yansıtmada başarılı olduğunu gösteriyor.

Grafik 6: GSYH Gerçekleşme ve Tahmin (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

Bu çalışma, işgücü piyasası koşullarını değerlendirirken birkaç temel göstergeye odaklanmak yerine bütüncül bir yaklaşım izlemenin önemini vurguluyor. İşsizlik oranı gibi temel göstergeler ve daha geniş kapsamlı göstergeler, yaygın olarak kabul görmelerine ve yakından takip edilmelerine rağmen, zaman içinde işgücü piyasasının gücü ve ekonomik faaliyetin durumu hakkında karışık sinyaller verebiliyor. Bu nedenle, daha geniş bir veri setinden elde edilen bütüncül bilgiler daha doğru ve kapsamlı bir değerlendirme sunuyor. BİPE, bu amaca hizmet eden bir araç olarak öne çıkıyor. Nitekim 2024 yıl genelinde temel işgücü göstergeleri sıkı bir işgücü piyasası ima ederken endeks, alternatif göstergelerin negatif katkısıyla birlikte daha az sıkı bir işgücü piyasasına işaret etti. 2025 yılının ilk iki çeyreği itibarıyla ise temel işgücü göstergeleri endekse sınırlı negatif katkı verirken geniş tanımlı göstergeler ve tamamlayıcı göstergelerin endeks üzerindeki düşürücü etkisi çok daha belirgin oldu. Bu çerçevede endeks, yakın dönemde işgücü piyasası koşullarının işsizlik oranı gibi temel işgücü piyasası göstergelerinin işaret ettiğinden daha az sıkı olduğunu ima ediyor.

Kaynakça

Chung, H. T., Fallick, B., Nekarda, C. J., & Ratner, D. D. (2014). Assessing the change in labor market conditions. FEDS Notes No. 2014-05-22.

Demir, D. & Gül, S. (2025). A Composite Labor Market Conditions Index for Türkiye, devam eden çalışma.

Hakkio, C. S., & Willis, J. L. (2013). Assessing labor market conditions: the level of activity and the speed of improvement. The Macro Bulletin, 1-2, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Kutu 2.4

Ankete Dayalı Ekonomik Belirsizlik Endeksi

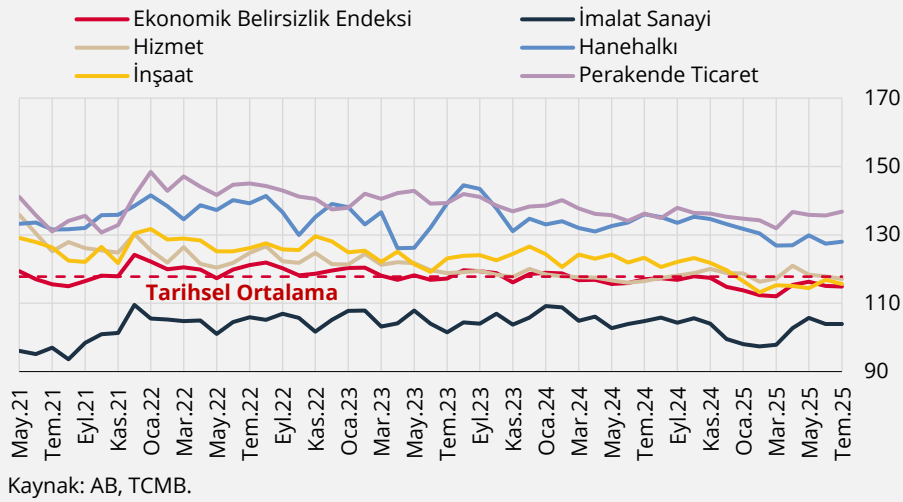
Belirsizlik, ekonomik aktörlerin karar alma süreçlerini anlamada önemli bir araçtır. Yatırım, tüketim ve istihdam gibi temel göstergeler belirsizlik düzeyinden doğrudan etkilenmekte; belirsizliğin arttığı dönemlerde işletmeler yatırım kararlarını ertelemekte, bireyler tüketim davranışlarını gözden geçirmekte ve tasarruflarını risksiz varlıklara yönlendirmektedir. Küresel finansal kriz ve Covid-19 pandemisinin ardından ekonomik belirsizlik, geleceğe yönelik öngörülerin oluşturulmasında temel bir değişken haline gelmiştir. Bu çerçevede Avrupa Komisyonu, 2021 yılından itibaren Avrupa Birliği (AB) Uyumlaştırılmış İşyeri ve Tüketici Anketleri'ne eklediği "geleceği öngörmenin zorluğu" sorusu¹ aracılığıyla, ekonomik öngörülebilirliği doğrudan ölçen ve sektörler arası karşılaştırmaya olanak tanıyan yeni bir gösterge geliştirmiştir.² Bu çalışmada, ilgili göstergeler kullanılarak Türkiye'ye yönelik sektörel ve genel ekonomik belirsizlik endeksleri AB ülkeleri ile karşılaştırmalı olarak incelenmiş ve elde edilen bulgular analiz edilmiştir.

Belirsizlik endeksi, AB tarafından benimsenen aşağıdaki formüle dayanarak, belirsizlik sorusuna verilen yanıtların ağırlıklandırılması suretiyle hesaplanmaktadır. İmalat sanayi, hizmet, perakende ticaret, inşaat ve hanehalkı sektörleri için ayrı ayrı oluşturulan sektörel belirsizlik endeksleri, ilgili sektörlerin ekonomik büyüklükleri dikkate alınarak ağırlıklandırılmakta³ ve bu doğrultuda ülke genelini yansıtan "Ekonomik Belirsizlik Endeksi" elde edilmektedir. Endeks değerinin 100'ün altında olması, ekonomik aktörlerin gelecek dönemde iş veya maddi durumlarını öngörmekte zorlanmadığını belirten katılımcıların ağırlıkta olduğunu gösterirken; 100'ün üzerinde olması ise öngöründe bulunmanın zorlaştığını belirten katılımcıların ağırlıkta olduğunu göstermektedir.

$$\text{Belirsizlik Endeksi} = (\text{Zordur} + 0,5 \times \text{Kısmen zordur}) - (\text{Kolaydır} + 0,5 \times \text{Kısmen kolaydır}) + 100$$

Grafik 1, Türkiye'de genel ve sektörel ekonomik belirsizlik endekslerinin zaman içindeki seyrini ortaya koymaktadır. Buna göre, Türkiye ekonomik belirsizlik endeksi 2021 yılı sonunda yaşanan döviz kuru gelişmeleri sonucunda 124,2 ile en yüksek seviyesine ulaşmış; Mart 2025 itibarıyla 112,0 ile en düşük seviyesini görmüştür. Temmuz 2025 itibarıyla ise 114,9 düzeyinde seyretmekte olup, bu seviye tarihsel ortalaması olan 117,8'in altındadır. Sektörel ayırmada ise belirsizliğin en yüksek olduğu alan perakende ticaret, en düşük olduğu alan ise imalat sanayidir.

Grafik 1: Ekonomik Belirsizlik Endeksi ve Sektörel Belirsizlik Endeksleri



Kaynak: AB, TCMB.

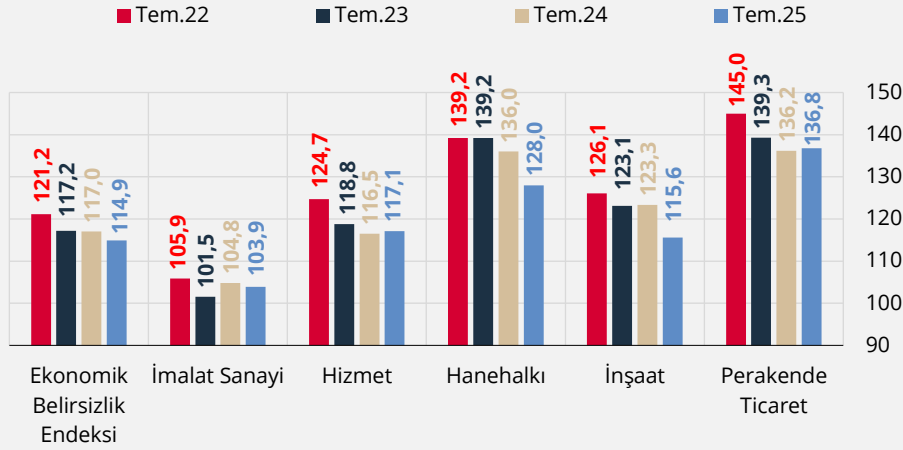
¹ İş yerleri için "Firmanızın iş durumunun önümüzdeki dönem gelişimini şu anda tahmin etmek (kolaydır/kısmen kolaydır/kısmen zordur/zordur)" sorusu, hanehalkı için "Hananızın gelecek maddi durumunu/pozisyonunu şu an ne derecede tahmin edilir buluyorsunuz? (kolay/kısmen kolay/kısmen zor/zor)" sorusu eklenmiştir.

² European Economy Technical Papers, New Survey-Based Measures of Economic Uncertainty, 2021 3. Çeyrek raporu No.051.

³ Ekonomik Belirsizlik Endeksi = İmalat sanayi*0,40 + Hizmet*0,30 + Hanehalkı*0,20 + İnşaat*0,05 + Ticaret*0,05. Avrupa Birliği hesaplamasında kullanılan ağırlıklardır.

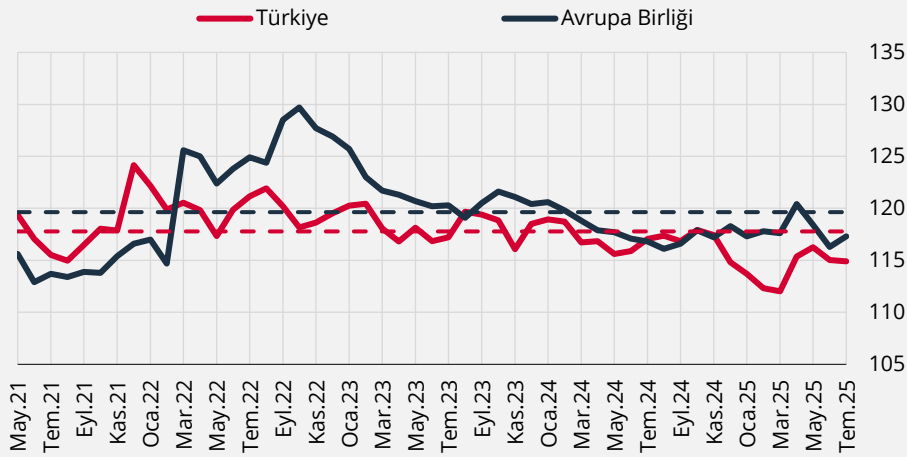
2023 sonrası uygulanan sıkı para politikasının ekonomik belirsizlik üzerindeki etkilerini analiz etmek amacıyla, Grafik 2'de 2022–2025 dönemi Temmuz ayları endeks seviyeleri karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır. Bu dönemde, genel ekonomik belirsizlik endeksinde toplamda 6,3 puanlık bir azalış gerçekleşmiştir. Söz konusu gerilemede en belirgin katkı, %30 ağırlığa sahip hizmet sektöründeki 7,6 puanlık düşüş ile %20 ağırlığa sahip hanehalkı sektöründeki 11,2 puanlık düşüşlerden kaynaklanmıştır. Buna ek olarak, imalat sanayi 2,0 puan, inşaat sektörü 10,5 puan ve perakende ticaret sektörü ise 8,2 puanlık azalış göstermiştir. Bu sonuçlar, sıkı para politikasının sektörler genelinde belirsizlik algısını azaltmada etkili olduğunu ortaya koymaktadır.

Grafik 2: Ekonomik Belirsizlik Endeksi ve Sektörel Belirsizlik Endeksleri



Kaynak: AB, TCMB.

Grafik 3, Türkiye ve AB'ye ait ekonomik belirsizlik endekslerinin zaman serilerini karşılaştırmalı olarak sunmaktadır. Her iki seride genel olarak benzer eğilimler gözlemlenmekle birlikte, belirli dönemlerde dikkat çekici ayrılmalar meydana gelmiştir. Aralık 2021'de Türkiye'de yaşanan kur şoku, belirsizlik endeksinde keskin bir artışa neden olmuş ve Türkiye endeksi, AB'nin belirgin biçimde üzerine çıkmıştır. Şubat 2022'de başlayan ve akabinde genişleyen Rusya-Ukrayna Savaşı'nın etkileri ise Avrupa Birliği'nde ekonomik belirsizliğin hızla artmasına yol açmıştır. Bu dönemde AB belirsizlik endeksinde gözlenen yükselişe karşın, Türkiye endeksinin yatay seyretmesi, seriler arasında Türkiye lehine bir ayrışma yaratmıştır. 2023 yılı sonu itibarıyla savaşın etkilerinin görece zayıflaması ve Avrupa ekonomisindeki toparlanma süreciyle birlikte, her iki serinin yeniden benzer seviyelerde dengelendiği görülmektedir. 2024 yılı sonunda ise Türkiye'de uygulanan sıkı para politikasının etkinliğinin artmasıyla birlikte, Türkiye belirsizlik endeksi Avrupa Birliği ortalamasının belirgin şekilde altına inmiş ve bu görece düşük seyrini Temmuz 2025 itibarıyla sürdürmüştür. Bu durum, Türkiye'de ekonomik öngörülebilirliğin son dönemde göreceli olarak arttığını ve belirsizlik algısında istikrarlı bir iyileşmenin gözlemlendiğini göstermektedir.

Grafik 3: Türkiye - AB Belirsizlik Endeksleri Karşılaştırması

Kaynak: AB, TCMB.

Elde edilen bulgular, ekonomik belirsizlik düzeylerinin yalnızca iç makroekonomik koşullarla sınırlı kalmadığını; küresel gelişmeler, para politikası uygulamaları ve jeopolitik risklerin de bu süreci doğrudan etkilediğini ortaya koymaktadır. 2021 yılı sonunda Türkiye’de yaşanan kur şoku, belirsizlik endeksinde keskin bir artışa yol açarken; 2022 yılında patlak veren ve giderek derinleşen Rusya-Ukrayna Savaşı, Avrupa Birliği’nde belirsizlik algısını artırmıştır. Buna karşın, 2023 sonrası dönemde Türkiye’de uygulamaya konulan sıkı para politikası, belirsizlik algısında genel ve sektörel düzeyde dikkate değer bir azalma sağlamıştır. Nitekim Temmuz 2025 itibarıyla Türkiye belirsizlik endeksinin Avrupa Birliği ortalamasının altında seyretmeye devam etmesi, ekonomik öngörülebilirliğin görece olarak arttığına ve belirsizlik algısında istikrarlı bir iyileşme sürecine girildiğine işaret etmektedir. Bu görünüm, hem iç talep ve yatırım kararlarının daha rasyonel biçimde şekillenmesine katkı sağlamakta hem de para politikasının etkinliğini artırarak makroekonomik istikrarın pekişmesine olanak tanımaktadır.

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 (Yüzde)	-0,1 (0,0)	-1,1 (-0,9)
Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	38,1 (38,1)	33,5 (32,1)
B Endeksi Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	37,0 (37,0)	33,8 (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

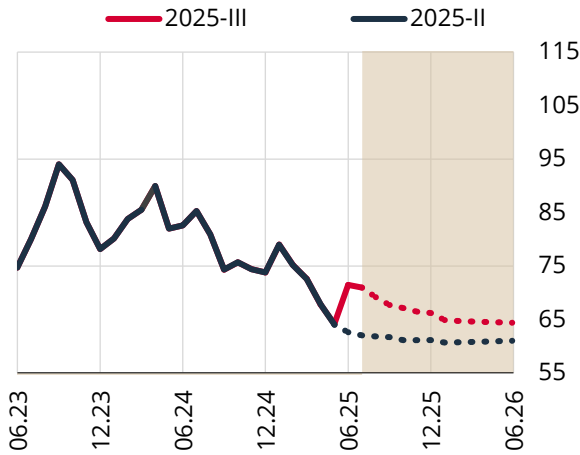
Küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizliklerin sürmesine rağmen, imzalanan ikili anlaşmaların etkisiyle bir miktar gerilemesi, küresel büyüme görünümünü sınırlı da olsa olumlu yönde etkilemiştir. Nisan ayında ABD tarafından açıklanan gümrük paketi ile birlikte uluslararası ticaret politikalarına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

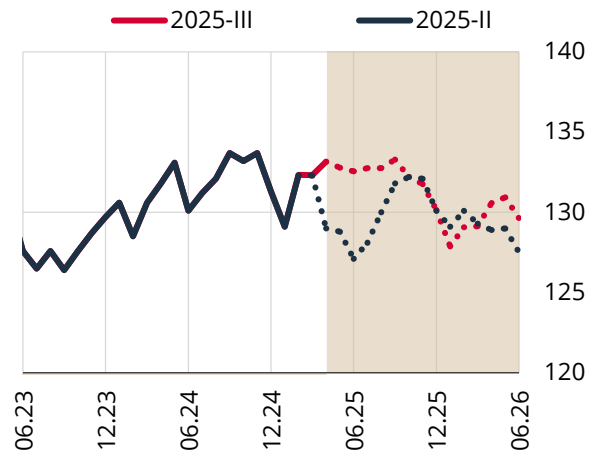
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



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*

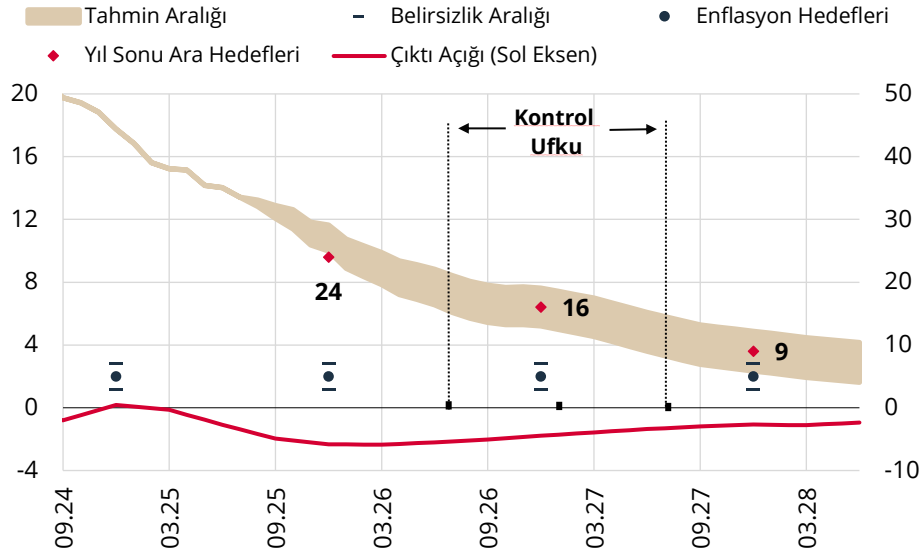
	2025	2026
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,0 (1,9)	2,3 (2,1)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	69,8 (65,8)	64,4 (60,6)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,3 (-1,1)	-1,3 (-1,3)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	26,5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

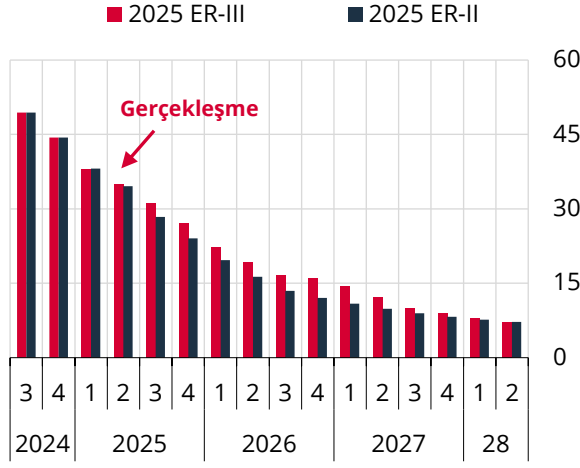
Tablo 3.2.1: 2026 Yıl Sonu Enflasyon Ara Hedefindeki Güncelleme ve Kaynakları

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

Kaynak: TCMB.

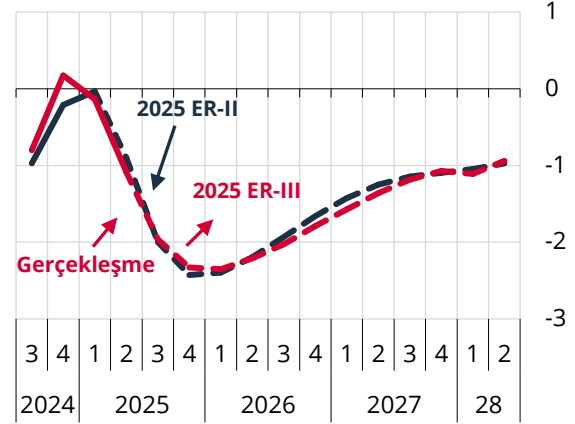
2026 yıl sonu için yüzde 12 olan enflasyon tahmini, yüzde 16'lık ara hedef olarak güncellenmiştir (Grafik 3.2.2). Yapılan 4 puan yukarı yönlü güncellemede enflasyonun ataletindeki iyileşmenin öngörülere göre daha yavaş gerçekleşmesinin 1,9 puan artırıcı etkisi olmuştur. Buna ilave olarak, başta petrol 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 düzelme 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 sınırlandıracaktır. 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	- Ticaret politikalarında korumacı eğilimler enflasyon üzerinde her iki yönlü risk oluşturmaktadır. ↔ - Petrol fiyatları üzerinde küresel talepteki zayıf seyir aşağı yönde etkide bulunurken, jeopolitik riskler kaynaklı baskılar yukarı yönlü etkide bulunmaktadır. ↔	- 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
Enflasyon beklentileri	Enflasyon beklentilerinin veri sürprizlerine asimetrik tepki vermesi ve beklentilerin ara hedeflerden yüksek seviyelerde olması yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↑	- Sektörel enflasyon beklentileri - Enflasyon beklentilerinin dağılımı - Enflasyon belirsizliği göstergeleri - Enflasyon beklentilerinin Enflasyon Raporu tahminleriyle uyumu - 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 üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. ↑ - Kira ve eğitim alt gruplarında öne çıkan geçmiş enflasyona endeksleme davranışı riskleri belirginleştirmektedir. ↑	- Temel enflasyon göstergeleri - Hizmet enflasyonu ataleti - Kira fiyatları - Eğitim fiyatları
Gıda fiyatları	Yüksek sıcaklık ve düşük yağışlara bağlı oluşan kuraklığın devam etmesi, tarımsal üretimi olumsuz etkileyerek gıda fiyatları üzerinde arz kaynaklı yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. ↑	- Taze meyve ve sebze fiyatları, ekmek ve tahıl başta olmak üzere işlenmiş gıda fiyatları - Uluslararası tarımsal emtia fiyatları - Sıcaklık ve yağış gibi meteoroloji ve iklim istatistikleri

Para ve maliye politikalarının eş güdümünün etkinliğine dair riskler	Para ve maliye politikalarının eş güdümünün sekteye 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.

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 ufkuna¹ 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 tepkisi² 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.

¹ 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.

² 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.¹ 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.²

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

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 şoku³, 3 aylık devlet iç borçlanma senedi (DİBS) faizi, sepet kur, toplam krediler, kart harcamaları⁴, 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.⁵ 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:

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

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

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

¹ İşlenmiş gıda kalemleri grup bazında analiz edilmiştir.

² Önsel dağılımlar ve model tahminlerinde Chan (2023) makalesi yakından izlenmiştir.

³ 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).

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

⁵ 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.

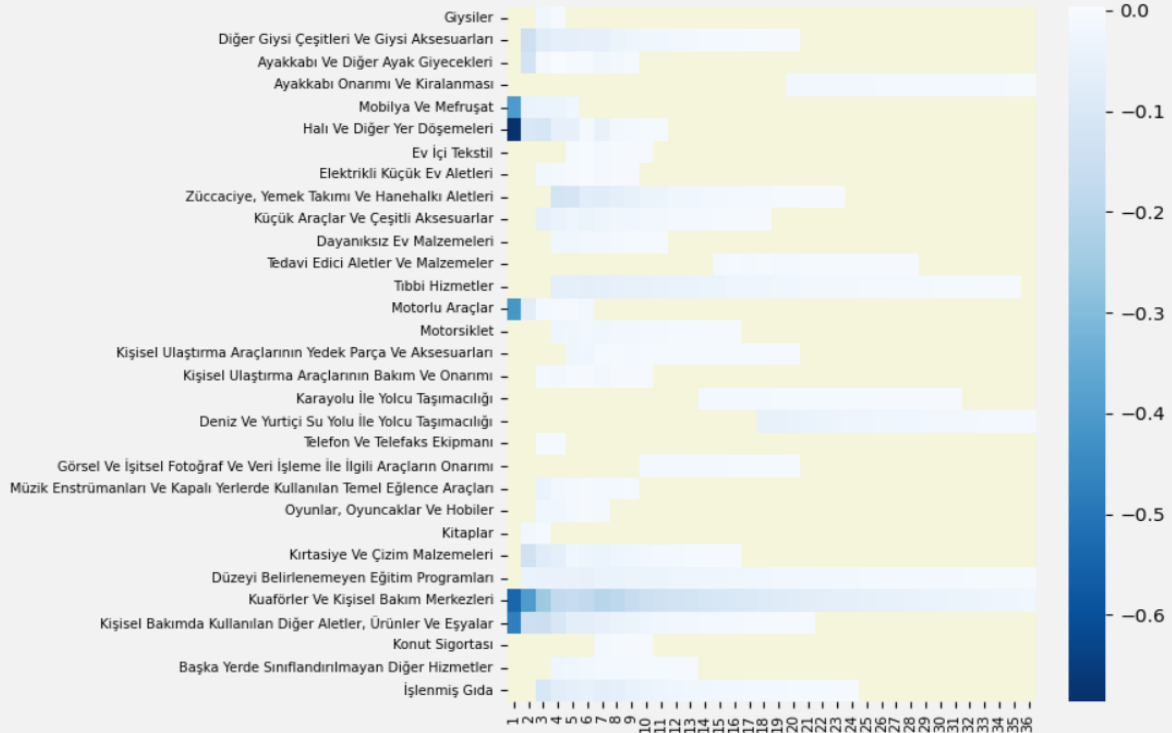
Tablo 1: Para Politikasına Duyarlı/Daha Az Duyarlı Kalemlerin TÜFE İçerisindeki Payı

	Duyarlı	Daha Az Duyarlı	Eklenen/Çıkan	B Endeksi
Kalem Sayısı	31	38	6	75
TÜFE Ağırlığı	42,8	31,1	0,2	74,1
Temel Mallar	23,8	5,9	0,2	29,9
Hizmet	5,7	25,2	0,0	31,0
İşlenmiş Gıda	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).⁶

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.

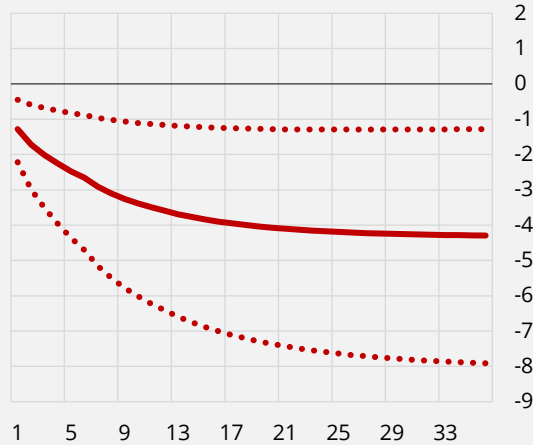
* Sarı alanlar istatistiksel olarak anlamlı tepki verilmeyen dönemleri göstermektedir.

⁶ 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).

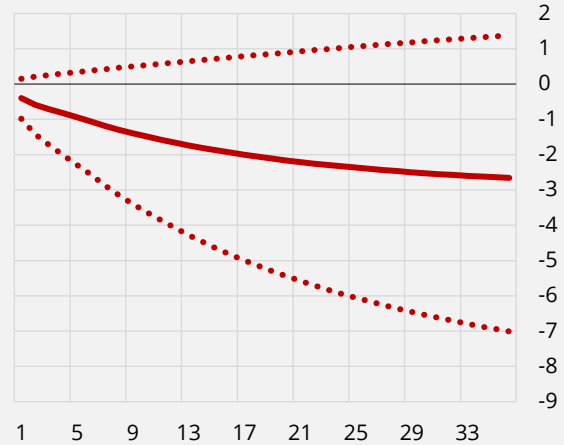
Grafik 2: Duyarlı Kalemlerin Aylık Enflasyonunun Para Politikası Şokuna Karşı Birikimli Tepkisi*



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.

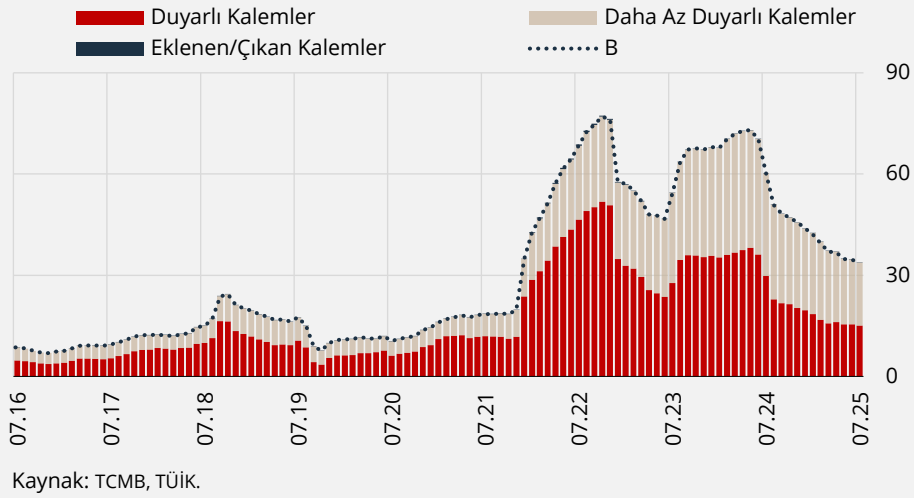
Grafik 3: Daha Az Duyarlı Kalemlerin Aylık Enflasyonunun Para Politikası Şokuna Karşı Birikimli Tepkisi



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.

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