

ENFLASYON RAPORU

2024-IV

8 Kasım 2024



İçindekiler

1. Genel Değerlendirme	1
1.1 Para Politikası Kararları.....	3
2. Ekonomik Görünüm	6
2.1 Küresel Ekonomi.....	6
2.2 Finansal Koşullar.....	11
2.3 İktisadi Faaliyet.....	17
2.4 Enflasyon.....	27
3. Orta Vadeli Öngörüler	55
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar.....	55
3.2 Orta Vadeli Görünüm.....	57
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları.....	60
Kutular	
Kutu 2.1 Fed Faiz İndirimlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Etkisi.....	35
Kutu 2.2 Bireysel Kredi Kullanımının Bireylerin Gelirleri ile İlişkisi.....	38
Kutu 2.3 Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular.....	42
Kutu 2.4 Orta Vadeli Program Çerçevesinde Maliye Politikası Duruşu.....	46
Kutu 2.5 Enflasyon Ana Eğilim Göstergelerine Dair Bir Değerlendirme.....	48
Kutu 2.6 Kira Enflasyonu ve PÖS Öncü Göstergesi.....	53
Kutu 3.1 Tüketicilerde Algılanan ve Beklenen Enflasyon.....	63

1.Genel Değerlendirme

Küresel ölçekte enflasyon önceki Rapor dönemine göre, hedeflerle daha uyumlu bir görünüm sergilemiştir. İşgücü piyasalarındaki normalleşmenin sürdüğü, hizmet sektöründeki enflasyon katılıklarının ise zayıflayarak devam ettiği görülmektedir. Küresel iktisadi faaliyete ilişkin öncü göstergeler, imalat sanayindeki zayıf seyrin korunduğuna ve hizmet sektörünün, büyümenin ana kaynağı olmayı sürdüreceğine işaret etmektedir. Küresel büyüme görünümü, arz yönlü faktörler ve jeopolitik riskler emtia fiyatları üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir. Rapor döneminde, enerji dışı emtia fiyatlarında genele yayılan artış görülürken petrol fiyatlarındaki oynak seyir dikkat çekmektedir. Çin ekonomisindeki gelişmeler ile Çin Merkez Bankası'nın politika adımlarının küresel talep beklentilerinde oluşturduğu dalgalanmalar ve ABD seçiminin oluşturduğu politika belirsizlikleri de son dönemde risk algısını etkilemektedir. Merkez bankaları, enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak ve büyüme ile istihdama dair güçlenen aşağı yönlü riskleri kontrol altında tutacak şekilde parasal sıkılığın seviyesini azaltmaktadır. Enflasyon görünümündeki iyileşmeye rağmen, belirsizliğin yüksek ve risklerin canlı olması merkez bankalarının temkinli duruşlarını devam ettirmelerine neden olmaktadır.

Ağustos ayı başında jeopolitik gelişmeler, resesyon endişeleri ve Japonya Merkez Bankası'nın sürpriz faiz artırımı ile çok hızlı bozulan küresel risk iştahında, takip eden süreçte iyileşme olmakla birlikte, jeopolitik riskler ve ABD seçim sürecinin getirdiği belirsizlikler nedeniyle toparlanma sınırlı kalmıştır. Faiz indirim süreçlerini başlatan gelişmiş ülke merkez bankalarına Fed'in de dahil olması küresel risk iştahındaki toparlanmayı desteklemiştir. Bununla birlikte Orta Doğu'da artan gerilim ve ABD seçim sürecinin getirdiği belirsizlik küresel finansal koşullar üzerinde temel risk unsurları olmayı sürdürmüştür. Bu görünüm altında GOÜ risk primleri ağustos öncesi seviyelerine gerilerken, buna paralel olarak Türkiye CDS 5 yıllık primi de 25 Ekim itibarıyla 272 baz puan düzeyine inmiştir. Söz konusu dönemde, Türk lirasının ima edilen oynaklığı, eylül ayı enflasyonunun beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi sonrasında yükselmiştir. TCMB brüt uluslararası rezervleri 25 Ekim itibarıyla 159,4 milyar ABD doları seviyesine ulaşırken TCMB swap fonlaması sonlandırılmıştır. Ağustos ayı başında TL sterilizasyonu kapsamında kullanılmaya başlanan swapların bankalara ödünç verilen 4,6 milyar ABD doları düzeyindeki bakiyesi de dahil edildiğinde toplam rezervlerin 164 milyar ABD doları seviyesinde olduğu görülmektedir.

Finansal koşullardaki sıkılık korunurken mevduat kompozisyonundaki TL payı artmaya devam etmektedir. Piyasadaki fazla TL likiditenin etkin biçimde sterilize edilmesi ve TL mevduatı destekleyen makroihtiyati uygulamaların da katkısıyla mevcut Rapor döneminde TL mevduat faizleri yatay bir seyir izlemiştir. Bu dönemde bankaların mevduat kompozisyonundaki TL payı artmaya devam ederek yüzde 55,8 seviyesine ulaşmıştır. Ayrıca, KKM hesaplarının toplam mevduat içindeki payı azalmış ve KKM hesaplarına yönelik alınan kararlar ile ağustos ayında YP mevduatta görülen artış sonraki aylarda tersine dönmüştür. TL ticari kredi ve ihtiyaç kredi faizleri 2024 yılının ikinci çeyreğinde başlayan azalışını sürdürmüştür. Bununla birlikte, haziran ayında dezenflasyon sürecinin başlamasıyla hem beklenen hem de gerçekleşen enflasyona göre reel TL ticari ve ihtiyaç kredi faizleri pozitif seviyeye geçmiştir. Bu çerçevede, finansal koşullardaki sıkılık belirginleşmiştir. YP kredi büyüme kısıtları ve düşen TL ticari kredi faizlerinin etkisiyle TL ticari kredi kullanma eğilimi son dönemde güçlenmiştir. Ancak, TL ticari krediler yüzde 2, kur etkisinden arındırılmış YP ticari krediler ise yüzde 1,5 kısıtının ima ettiği patikaya benzer büyüyerek öngörülerimize uygun hareket etmektedir. Bireysel kredi tarafında, reelleştirilmiş ve standardize edilmiş tüketici kredi büyümesi uzun dönem ortalamasına yakinen kredi kartı büyümesi güçlü seyretmeye devam etmektedir. Bireysel kredi kartı işlemlerinde uygulanacak azami akdi faizleri dönem borcu bakiyesine göre farklılaştırılmıştır. Bu kapsamda, dönem borcu bakiyesi yüksek kartlara uygulanan faizlerin artırılmasının, borçlanma davranışını sınırlandırarak iç talepteki dengelenmeye katkı vermesi beklenmektedir.

Yılın ikinci çeyreğinde yıllık ve çeyreklik bazda büyüme oranları gerilemiştir. Söz konusu çeyrekte, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), yıllık bazda yüzde 2,5 oranında artarken, çeyreklik bazda yüzde 0,1 artarak yatay seyretmiş ve iktisadi faaliyette zayıflamaya işaret etmiştir. Harcamalar yönünden bakıldığında, özel tüketimin büyümeye yıllık bazdaki katkısı azalırken net ihracatın büyümeye pozitif katkısı sürmüş, böylelikle talep bileşenleri arasında daha dengeli bir görünüm sağlanmıştır. Üretim yönünden ise yıllık büyümenin temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam etmiştir.

Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler yurt içi talebin yavaşlamaya devam ederek enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelere yaklaştığını ima etmektedir. Üçüncü çeyrekte, hanehalkı nihai tüketim harcamalarının yaklaşık yarısını oluşturan otomobil dışındaki mallara yönelik harcamalarda çeyreklik bazda

artış görülürken kalan diğer kısmını oluşturan otomobil ve hizmet harcamalarında azalış kaydedilmiştir. Söz konusu dönemde perakende ve ticaret satış hacim endeksleri çeyreklik bazda artmıştır. Beyaz eşya satışları çeyreklik bazda düşmekle birlikte tarihsel eğiliminin üzerindeki seyrini sürdürmüştür. Otomobil satışları üçüncü çeyrekte geriledikten sonra ekim ayında bir miktar artmıştır. Hizmet üretim endeksi, ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte yüzde 0,9 oranında azalış kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte imalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, iç piyasa siparişlerinde çeyreklik bazda düşüş olduğunu göstermektedir. Firma görüşmelerinden edinilen tüketim harcamalarına ilişkin bulgular da iç talepte yavaşlamaya işaret etmektedir. Kartla yapılan harcamalar temmuz ayında yatay seyretse de ağustos-eylül aylarındaki aylık yükselişler sonucunda çeyreklik bazda artış kaydetmiştir. Bununla birlikte, ekim ayına ilişkin veriler, kart harcamalarında aylık bazda yatay bir seyre işaret etmektedir. Üretim tarafına bakıldığında, ağustos itibarıyla sanayi üretimi çeyreklik bazda düşmüştür. Tipik olarak yüksek oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında ise üçüncü çeyrekte sanayi üretimindeki düşüşün genel endeksin ima ettiğinden daha az olduğu değerlendirilmektedir.

Mevsimsellikten arındırılmış istihdam artışı üçüncü çeyrekte devam etmiş ve diğer talep ve üretim göstergelerinin genelinden ayrılmıştır. Bununla birlikte, atıl işgücü oranının ağustos ayı itibarıyla çeyreklik olarak 0,4 puan azalmasına rağmen halihazırdaki yüksek seviyesi göz önünde bulundurulduğunda, işgücü piyasasının, ana göstergelerin ima ettiği ölçüde güçlü olmayabileceği değerlendirilmektedir. Ücret gelişmelerine bakıldığında reel birim ücretlerdeki artışın yılın ikinci çeyreğinde önemli ölçüde yavaşlayarak devam ettiği gözlenmektedir. Buna karşılık, yurt içi talepteki dengelenmenin devamı ile yılın kalanında reel birim ücretlerde beklenen düşüşün dezenflasyon sürecine katkı vereceği değerlendirilmektedir.

Dış ticaret açığındaki belirgin azalış ve hizmetler dengesinde süregelen güçlü seyir ile cari işlemler dengesindeki iyileşme üçüncü çeyrekte ivme kazanmıştır. Söz konusu dönemde dış ticaret açığı, ithalatın ihracata kıyasla daha fazla azalması sonucunda çeyreklik bazda gerilemiştir. Üçüncü çeyrekte dış talepteki kısmi toparlanma ve ihracat iklim endeksindeki olumlu seyir neticesinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracatta çeyreklik bazdaki azalış sınırlı kalmıştır. Bu gelişmede, ikinci çeyrekteki artışını üçüncü çeyreğe taşıyan altın ihracatı da etkili olmuştur. İthalat tarafına bakıldığında, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ithalatın üçüncü çeyrekte azaldığı görülmektedir. Çeyreklik bazdaki bu azalışa en yüksek katkılar tüketim ve ara malı ithalatından gelmiştir. Söz konusu dönemde altın ithalatı sınırlı düzeyde gerilerken mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış enerji ithalatındaki azalış daha belirgin olmuştur. Bunlara ek olarak, üçüncü çeyrekte dış ticaret hadlerindeki sınırlı artış ve dış ticaret miktarlarındaki dengelenme dış ticaret açığındaki düşüşü desteklemiştir. İthalat miktarındaki azalışa tüm mal gruplarının katkı verdiği görülürken tüketim malı ithalat miktarındaki azalış diğer gruplardakine kıyasla daha güçlü gerçekleşmiştir. Hizmetler dengesindeki güçlü görünüm hem seyahat hem de taşımacılık gelirlerinin katkısıyla sürmüştür. Hizmetler dengesinde geriye dönük yapılan yukarı yönlü revizyon da birikimli cari açığın seviyesini düşürmüştür. Finansman tarafında, üçüncü çeyrekte portföy yatırımlarının ağırlığı azalırken uzun vadeli kalemlerin ağırlığı artmıştır. Bu dönemde rezerv birikimi sürerken net hata ve noksan kaleminde çıkışlar gözlenmiştir. Ekim ayına ilişkin geçici dış ticaret verileri, aylık bazda ihracatta sınırlı azalışa, ithalatta ise artışa işaret etmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış olarak tüketim malı ithalatı, üçüncü çeyrekteki düşüşünün ardından ekim ayında yükselmiştir. Bununla birlikte, tüketim malları altında sınıflandırılan mücevher kalemi dışlandığında söz konusu artışın daha ılımlı olduğu görülmektedir.

Tüketici enflasyonunun 2024 yılı ekim ayında yüzde 48,58'e gerilemesiyle birlikte enflasyondaki düşüş süreci devam etmiştir. Küresel emtia fiyatlarında ağustos ayında da devam eden düşüşler sonrasında, eylül ayında enerji dışı emtia fiyatlarında gözlenen yükseliş ekim ayında ana gruplar geneline yayılmıştır. Nominal döviz kuru sepetinde ağustos ayında gerçekleşen ılımlı artış sonrası enflasyon üzerindeki döviz kuru kaynaklı etkiler geçici olmuştur. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasına yakın seyrederek küresel arz koşulları kaynaklı önemli bir baskı olmadığına işaret etmiştir. Bu gelişmeler neticesinde, tüketici enflasyonu üzerinde üretici fiyatları kaynaklı baskılar zayıflamaya devam etmiştir. Bu dönemde, talep koşullarının enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelere yaklaştığı değerlendirilmektedir. Yönetilen-yönlendirilen kalemlerdeki fiyat artışları ile Yİ-ÜFE'ye bağlı otomatik vergi güncellemeleri temmuz ve ağustos aylarında tüketici enflasyonu üzerinde yukarı yönlü bir etki oluşturmuştur. Enflasyon beklentileri gerileme eğilimini korumakla birlikte bir önceki Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde seyretmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde hizmet enflasyonundaki yüksek seyir, dönemsel fiyatlama ve geriye doğru endeksleme davranışı güçlü olan kira ve eğitim grupları ile akaryakıt fiyatlarına duyarlılığı fazla olan ulaştırma hizmetlerinin öncülüğünde devam etmiştir. Söz konusu yüksek seyirde özellikle kira grubu öne çıkarken kira dışında kalan hizmet enflasyonu sınırlı da olsa kademeli bir yavaşlama eğilimi göstermiştir. Bu dönemde temel mal

enflasyonu düşük seyretmeye devam etmiştir. Gıda grubunda taze meyve-sebze fiyatlarındaki artış yılın üçüncü çeyreğinde tarihsel eğiliminin altında seyrettikten sonra bu olumlu görünüm ekim ayında tarla-sera geçişinin de etkisiyle sekteye uğramıştır. Böylelikle, gıda fiyatlarının tüketici enflasyonu üzerindeki etkisi ekim ayında belirgin olmuştur. Enflasyonun ana eğiliminde ise üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlama ekim ayında da devam etmiştir. Ekim ayı ile birlikte hizmet enflasyonunda gözlenen iyileşmenin son çeyrekte süreceği öngörülmektedir.

Yıl sonu enflasyon tahmini 2024, 2025 ve 2026 yılları için sırasıyla yüzde 44, yüzde 21 ve yüzde 12 olarak güncellenmiştir. Üçüncü çeyrekte tüketici enflasyonu üzerinde enerji fiyatları ve maktu vergi güncellemelerinin yanı sıra yönetilen-yönlendirilen kalemlerdeki fiyat gelişmelerinin etkileri öne çıkmıştır. Ekim ayı enflasyon gerçekleşmelerinin bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının üst bandının üzerinde kalmasıyla 0,2 puanlık bir tahmin sapması oluşmuştur. Önümüzdeki dönemde, enflasyonun ana eğilimi ve beklentilerdeki iyileşmenin bir önceki Enflasyon Raporu dönemi öngörülerine kıyasla sınırlı kalabileceği değerlendirilmektedir. Parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle birlikte talepteki yavaşlamanın devam ederek enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelerde seyredeceği tahmin edilmektedir. 2024 yıl sonu enflasyon tahminindeki artışta gıda fiyatları varsayımı ile enflasyonun ana eğilimi ve başlangıç koşullarındaki güncelleme öne çıkmıştır. 2025 yıl sonu enflasyon tahminindeki güncellemede ise söz konusu etkilerin yanı sıra elektrik fiyatlama dinamiğine yönelik yürürlüğe konulan düzenlemelerin yansımalarıyla yönetilen yönlendirilen fiyat varsayımlarındaki güncelleme de etkili olmuştur.

Orta vadeli tahminler üretilirken enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eş güdümün güçleneceği bir görünüm esas alınmıştır. Parasal aktarım mekanizmasının ilave makroihtiyati adımlarla destekleneceği ve sterilizasyon araçlarının etkili şekilde kullanılmaya devam edileceği değerlendirilmiştir. Talep koşullarının enflasyondaki düşüşü destekleyici seyri, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri de dikkate alındığında, sıkı duruşun devam etmesi ve finansal koşullardaki sıkılığın korunmasıyla beraber önümüzdeki dönemde daha da belirginleşecektir. Aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sürdürülecek sıkı para politikası duruşu tahminlere baz olarak alınmıştır. Para politikasındaki kararlı duruşu vurgulayan sözlü yönlendirmelerin de katkısıyla enflasyon beklentilerinin kısa vadede Enflasyon Raporu tahminlerine, orta vadede ise enflasyon hedefine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Para politikasındaki kararlı duruş; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinin düzelmesiyle enflasyonun ana eğilimindeki düşüşü destekleyecektir.

1.1 Para Politikası Kararları

Ağustos-ekim döneminde TCMB, politika faizini yüzde 50 düzeyinde sabit tutmuştur. Temmuz ayında aylık enflasyonun ana eğilimi, bir önceki aya kıyasla sınırlı bir şekilde yükselirken ağustos ayında belirgin bir değişim olmamıştır. Eylül ayında bir miktar yükselen enflasyonun ana eğilimi ekim ayında yavaşlama kaydetmiştir. Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler yurt içi talebin yavaşlamaya devam ederek enflasyonist etkisinin azaldığını göstermektedir.

TCMB politika faizini sabit tutmakla birlikte, enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere karşı ihtiyatlı duruşunu korumuştur. TCMB, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının öngörüler ile uyumunun dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam ettiği yönündeki görüşünü korumuştur. Ekim ayı toplantısında, enflasyondaki iyileşmenin hızına dair belirsizliklerin son dönemdeki veri akışı ile arttığı belirtilmiştir. Aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sıkı para politikası duruşunun sürdürüleceğinin altı çizilmiştir. TCMB, enflasyonda belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda ise para politikası araçlarını etkili şekilde kullanacağını belirtmiştir. Para politikasındaki kararlı duruş; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinde düzelme vasıtası ile aylık enflasyonun ana eğilimini düşürecek ve dezenflasyon sürecini güçlendirecektir.

TCMB, parasal aktarımın güçlendirilmesi amacıyla Türk lirası mevduatı destekleyen politikalara devam etmiştir. 29 Ağustos 2024 tarihli duyuru ile gerçek kişi TL mevduat payı yüzde 45 ila yüzde 50 arasında bulunan bankalar için aylık artış hedefi 0,6 puandan 0,8 puana yükseltilmiş, gerçek kişi TL mevduat payı

yüzde 60'ı geçen bankalar için aylık artış hedefi kaldırılarak yüzde 60'ın üzerinde kalınması koşulu getirilmiştir. KKM'nin TL'ye geçiş yoluyla kademeli olarak azaltılması amacı çerçevesinde KKM'nin TL'ye geçişine ve yenilenmesine ilişkin toplam hedef hesaplamasına tüzel kişi KKM hesapları dahil edilmiştir. Zorunlu karşılıkların bankalara maliyetini azaltarak TL mevduat faizlerini desteklemek amacıyla, TL mevduat için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılık tutarına TL'ye geçiş oranı seviyesine göre uygulanan faiz oranı üst sınırı, politika faiz oranının yüzde 80'inden yüzde 84'üne yükseltilmiştir. Ayrıca, piyasa likiditesindeki kısa vadeli oynaklıkların TL mevduat faizlerine etkisini azaltmak amacıyla TL zorunlu karşılıklardaki bloke tesis oranı 5 puan artırılmıştır. 21 Eylül 2024 tarihinde ise piyasadan bir miktar fazla TL likiditenin çekilmesine de imkân verecek şekilde YP mevduat için TL zorunlu karşılık tesis oranı yüzde 8'den yüzde 5'e indirilirken, kısa vadeli TL mevduatta yüzde 12 olan zorunlu karşılık oranı yüzde 15'e, uzun vadeli TL mevduatta yüzde 8 olan oran da yüzde 10'a yükseltilmiştir. TL mevduat için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıklara faiz uygulamasında azalan KKM bakiyesi ile birlikte mevduat fiyatlamalarında oynaklığa neden olan TL'ye geçiş oranı koşulu kaldırılmış, böylece zorunlu karşılıkların bankalara maliyeti de azaltılmıştır. Diğer taraftan, TL'ye geçiş oranı seviyesine göre uygulanan azami komisyon oranı yüzde 5'ten yüzde 8'e yükseltilerek bankaların en az yüzde 15 seviyesinde TL'ye geçiş oranı hedefini tutturmaya devam etmelerinin sağlanması amaçlanmıştır.

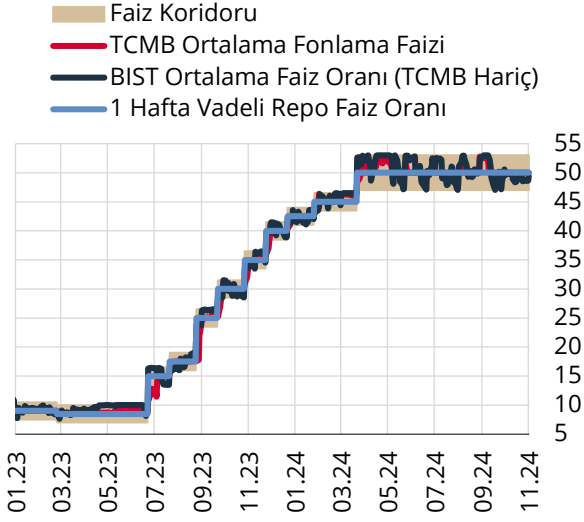
Kredi kartı işlemlerinde uygulanan azami akdi faiz oranları dönem sonu borcuna göre farklılaştırılmıştır.

27 Eylül 2024 tarihinde yapılan değişiklikte, nakit çekim veya kullanım işlemleri dışındaki kredi kartı işlemleri için referans orana 114 baz puan eklenerek belirlenen kredi kartı azami akdi faiz oranının, 1 Kasım 2024 tarihinden itibaren; dönem sonu borcu 25.000 Türk lirasının altında olan bireysel kredi kartları için referans orana 39 baz puan; 25.000 ile 150.000 Türk lirasında olan bireysel kredi kartları için 114 baz puan ve 150.000 Türk lirasının üzerinde olan bireysel kredi kartları ile dönem borcuna bakılmaksızın kurumsal kredi kartları için 164 baz puan eklenerek belirlenmesine karar verilmiştir. Böylece, kredi kartı borçluluğunun azaltılması ve iç talepteki dengelenmeye katkı sağlanması amaçlanmıştır. Ayrıca, bireysel kredi kartlarının yapılandırılmasında kullanılacak azami faiz oranı referans oran ile sınırlandırmıştır.

Sistemde fazla likidite oluştuğunda ağırlıklı olarak gecelik vadedeki depo alım ihaleleri kanalıyla sterilize edilmiş ve gecelik faizler TCMB politika faiz oranına yakın düzeylerde seyretmiştir.

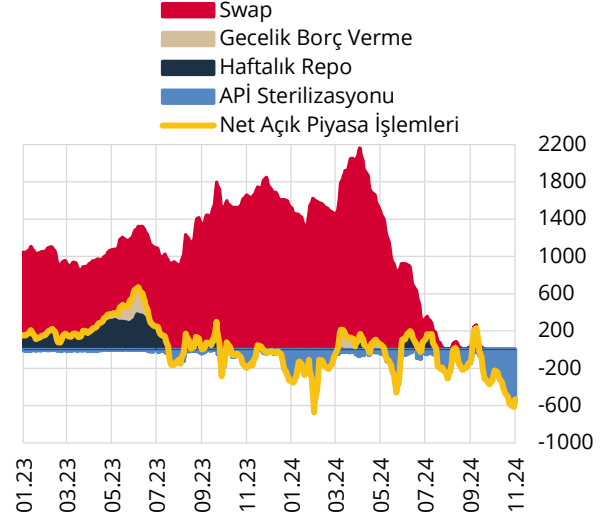
Gecelik faiz oranları mevcut Enflasyon Raporu döneminde faiz koridoru içerisinde hareket etmiştir (Grafik 1.1.1). Rapor döneminde, TCMB döviz pozisyonundaki iyileşme ve Hazine ve Maliye Bakanlığı kaynaklı kamu harcamaları neticesinde sistemin fonlama ihtiyacında gerileme gözlenmiştir. Ağustos ayı başında finansal piyasalarda yaşanan oynaklık döneminde net APİ fonlaması kısa bir süre için pozitif düzeye geçse de sonrasında TCMB döviz pozisyonundaki iyileşme ve artan kamu işlemleri ile piyasada likidite fazlası oluşmuştur. Ağustos ayı sonundaki vergi tahsilatları ile sistemdeki likidite fazlası önemli ölçüde azalmış, takip eden günlerde Hazine hesaplarındaki artışın sürmesi ile sistemde tekrar likidite açığı oluşmuştur. 29 Ağustos-9 Eylül döneminde TCMB, likidite ihtiyacının artması ile birlikte fonlama kompozisyonunda değişikliğe giderek fonlamasını ağırlıklı olarak gecelik vadede yapmaya başlamıştır. Söz konusu dönemde TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi ve gecelik repo faizleri TCMB borç verme faizi olan yüzde 53 seviyesine yakınsamıştır. Eylül ayının kalan döneminde likidite koşullarını temel olarak TCMB'nin döviz işlemleri etkilemiş ve sistemin fonlama ihtiyacında gerileme gözlenmiştir. Eylül ayı içerisinde likiditedeki kısa vadeli oynaklıkların azaltılarak parasal aktarımının desteklenmesi amacıyla TL zorunlu karşılıklarda bloke tesis oranı 5 puan artırılmış ve TL cinsinden tesis edilmesi gereken zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi, sistemdeki likidite fazlasının bir miktar azalmasına neden olmuştur. 2 Ağustos 2024 tarihi itibarıyla 6 milyar Türk lirası olan swap kanalıyla yapılan sterilizasyon tutarı artarak 1 Kasım 2024 tarihi itibarıyla 237 milyar Türk lirası seviyesine ulaşmıştır. İlgili dönemde net APİ fonlaması da -89 milyar Türk lirası düzeyinden -428 milyar TL seviyesine gerilemiştir (Grafik 1.1.2). Kasım ayı ile birlikte satım yönlü altın swap ihaleleri düzenlenmeye başlanmış ve sterilizasyon araç seti çeşitlendirilmiştir. TCMB, piyasadaki fazla likiditeyi ağırlıklı olarak gecelik vadedeki depo alım ihaleleri ile sterilize etmekle birlikte bu işlemlere ek olarak 1 hafta vadeli TL karşılığı döviz swap ihaleleri ve depo alım ihaleleri de düzenlemektedir. Nitekim, 1 Kasım tarihi itibarıyla depo alım ihaleleri ile 422 milyar TL, satım yönlü swap ihaleleri ile 237 milyar TL ve TCMB Bankalararası Para Piyasası ve Borsa İstanbul Taahhütlü İşlemler Pazarı işlemleri ile 11 milyar TL olmak üzere toplam 670 milyar TL sterilize edilmiştir.

Grafik 1.1.1: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BİST, TCMB.

Grafik 1.1.2: TCMB APİ ve Swap İşlemleri
(1 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar Türk Lirası)



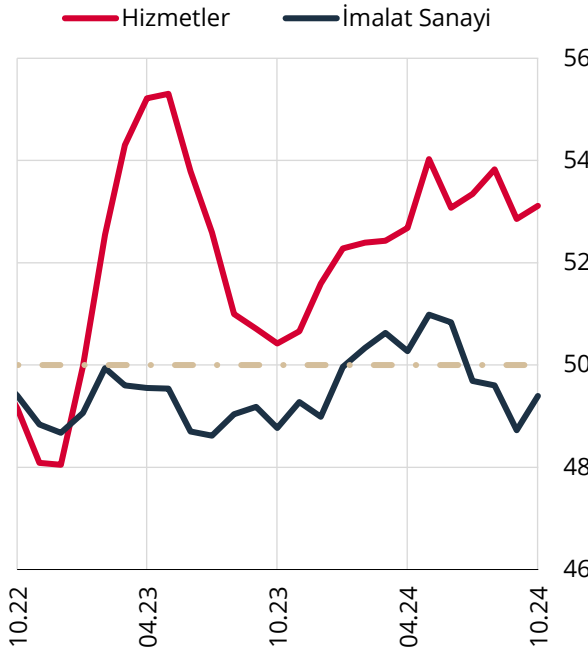
Kaynak: TCMB.

2. Ekonomik Görünüm

2.1 Küresel Ekonomi

Küresel iktisadi faaliyete ilişkin öncü göstergeler, imalat sanayindeki zayıf seyrin sürdüğüne ve hizmet sektörünün ekonomik büyümenin ana kaynağı olmaya devam ettiğine işaret etmektedir. Küresel imalat sanayi PMI endeksi eşik değerinin altındaki zayıf seyrini sürdürmüştür. Hizmet sektörü PMI endeksinde ise bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre azalış görülmele birlikte, endeks eşik değerinin üzerinde kalmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.1). Türkiye'nin ticaret ortaklarının büyüme tahminleri, jeopolitik gelişmelerden etkilenme derecelerine ve enflasyon-para politikası beklentilerine göre farklılık göstermektedir. Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, gelişmiş ülke grubunun 2024 yılı büyüme görünümünün daha olumlu, Doğu Avrupa ve Orta Doğu grubundaki görünümün ise olumsuz yönde değiştiği gözlenmiştir (Tablo 2.1.1). ABD, diğer gelişmiş ülke ekonomilerine göre daha güçlü bir büyüme görünümü sergilemektedir. Diğer taraftan, ikinci çeyrekteki görece düşük performansı ve açıklanan geniş kapsamlı parasal ve mali genişlemenin beklentilerin altında kalması nedeniyle Çin'in 2024 yılı büyüme tahmini bir miktar aşağı yönlü güncellenmiştir. Ayrıca, Çin'in yıllık büyümesi, üçüncü çeyrekte son on sekiz ayın en düşük seviyesine gerilemiştir. Bu çerçevede, Türkiye'nin dış ticaret ortaklarının ihracat paylarıyla ağırlıklandırılan küresel büyüme endeksinin 2024 yılında, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla değişmeyerek yüzde 2,0 oranında artacağı tahmin edilmektedir. Öte yandan, yüzde 2,4 oranındaki 2025 yılı küresel büyüme beklentisi korunsun da ülkeler arası belirgin farklılaşma dikkat çekmiştir. Söz konusu büyüme tahminleri, Euro Bölgesi için aşağı yönlü, ABD, İngiltere ve Birleşik Arap Emirlikleri için yukarı yönlü güncellenirken Çin için aynı kalmıştır. Gerçekleşmeler, tahminler ve öncü göstergeler birlikte değerlendirildiğinde genel olarak küresel büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü risklerin bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre arttığı değerlendirilmektedir.

Grafik 2.1.1: Küresel PMI Endeksleri (Seviye)



Kaynak: S&P Global.

Tablo 2.1.1: Türkiye'nin Ana Ticaret Ortaklarının Büyüme Tahminleri* (%)

	2023	2024 Tahmini		2025 Tahmini	
		ER 2024-III	ER 2024-IV	ER 2024-III	ER 2024-IV
Euro Bölgesi	0,4	0,7	0,7	1,4	1,2
Almanya	-0,3	0,2	0,0	1,1	0,7
ABD	2,9	2,3	2,6	1,7	1,8
İngiltere	0,3	0,8	1,0	1,1	1,3
İtalya	0,7	0,9	0,8	1,0	0,9
Irak	-0,6	1,1	0,7	2,1	2,0
İspanya	2,5	2,3	2,7	1,9	2,0
Fransa	1,1	0,9	1,1	1,2	1,0
Hollanda	0,1	0,4	0,6	1,4	1,4
İsrail	2,0	1,5	1,0	3,9	3,5
Rusya	3,6	3,2	3,5	1,7	1,6
BAE	2,9	3,4	4,0	2,1	5,7
Romanya	2,1	2,8	2,0	3,5	3,1
Belçika	1,4	1,2	1,2	1,5	1,3
Polonya	0,2	2,9	3,1	3,8	3,7
Mısır	3,8	3,4	2,9	4,2	4,1
Bulgaristan	1,8	2,2	2,2	2,9	2,9
Çin	5,2	4,9	4,8	4,4	4,4

Kaynak: Consensus Economics, S&P Global.

* Tablodaki ülkeler Türkiye'nin 2021 yılı ihracat ağırlıklarına göre sıralanmıştır.

Küresel büyüme görünümü ve kompozisyonu, jeopolitik riskler, finansal koşullar ve arz yönlü faktörler, emtia fiyatları üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir. Yaz aylarında düşüş seyri gösteren enerji hariç emtia fiyatlarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre genele yayılan artışlar görülmüştür. Diğer taraftan petrol fiyatlarındaki oynak seyir dikkat çekmektedir. Rusya-Ukrayna savaşı ve Orta Doğu'da

süre gelen jeopolitik gerilimler ile Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'ne (OPEC+) üye ülkelerin üretim kesintisi ile ilgili kararları petrol fiyatlarında yukarı yönlü, talepteki zayıf seyir ise aşağı yönlü baskıların sürmesine neden olmaktadır. Doğal gaz fiyatlarında da jeopolitik gerilimler kaynaklı dalgalanmalar gözlenmektedir. Buna karşın, Euro Bölgesi büyüme görünümü, ılımlı iklim koşulları ve sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) ithalatındaki artışa bağlı olarak yüksek seyreden doğal gaz stokları Avrupa için gösterge niteliğinde olan fiyatlar üzerinde aşağı yönlü bir etki oluşturmuş ve doğal gaz fiyatları, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yüzde 2,8 oranında azalmıştır. Diğer taraftan, Çin'in deflasyon endişelerini gidermek ve büyüme hedefine ulaşmak amacıyla açıkladığı teşvik adımları endüstriyel emtia fiyatlarını bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre önemli oranda artırmıştır. Tarımsal emtia fiyatları da iklim koşulları nedeniyle bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin şekilde yükselmiştir (Tablo 2.1.2).

Tablo 2.1.2: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)

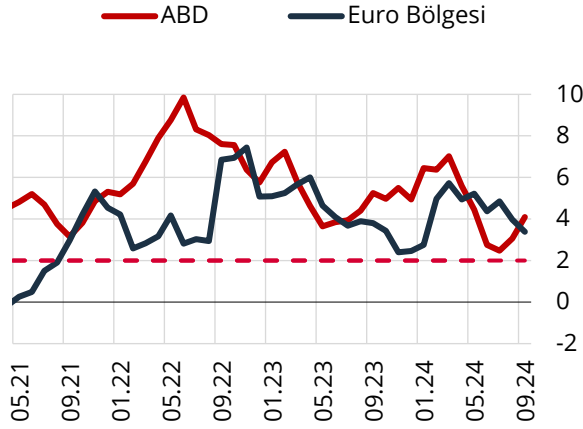
	Temmuz 2024	Ağustos 2024	Eylül 2024	Ekim 2024	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
Emtia Ana Endeksi	-1,4	-4,8	-2,6	3,5	-7,5	-0,9
Enerji	0,4	-6,6	-6,9	3,8	-16,5	-7,0
Tarımsal Emtia	-7,0	-3,1	5,1	1,2	-7,6	4,5
Endüstriyel Metal	-3,8	-2,5	2,9	4,3	16,3	10,5
Değerli Metal	3,4	2,5	3,7	4,5	40,7	12,1
Enerji Hariç	-3,7	-2,3	3,2	3,0	6,5	7,6
Brent Petrol	3,3	-5,2	-8,1	1,8	-16,9	-8,0
Doğal Gaz (ABD)	-21,2	-6,0	14,9	7,6	-18,2	25,2
Doğal Gaz (Avrupa)	-5,6	18,0	-5,7	11,4	-14,1	-2,8
Kömür	1,1	7,8	-3,9	3,8	4,2	-1,1
Alüminyum	-5,8	0,1	4,5	5,6	18,4	15,8
Bakır	-3,0	-5,9	3,1	4,5	22,7	10,4
Demir	1,2	-8,3	-6,8	14,1	-10,6	2,2
Buğday	-9,0	-3,1	7,8	2,9	2,2	5,7
Soya	-4,6	-12,0	2,8	-1,0	-21,9	-2,7
Pirinç	-11,3	-5,8	2,1	-1,5	-5,6	-1,1
Mısır	-9,4	-5,5	6,1	4,2	-14,8	9,3
Pamuk	-4,4	-1,0	4,1	1,2	-15,5	6,7
Şeker	1,0	-4,8	12,0	8,4	-16,9	18,8

Kaynak: Bloomberg.

* 1 Kasım 2024 ile 8 Ağustos 2024 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir.

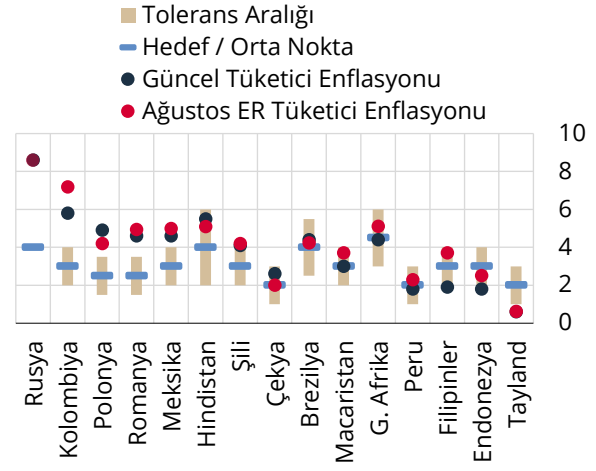
Küresel dezenflasyon süreci devam ederken hizmet enflasyonundaki ataletin azalmakla birlikte sürdüğü gözlenmektedir. Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar dezenflasyon sürecinde önemli risk unsuru olmayı sürdürürken arz koşullarındaki ılımlı seyir ile para politikalarındaki sıkı duruş, küresel ölçekte enflasyonda gerilemeyi desteklemeye devam etmektedir. İşgücü piyasalarındaki arz talep dengesinin normalleşmeye devam etmesi ile ücret kaynaklı baskıların zayıfladığı ve hizmet sektörü genelinde fiyat artışlarının bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha ılımlı bir görünüme sahip olduğu dikkat çekmektedir (Mercek Altı 2.1). Son iki aylık verilerde ABD hizmet enflasyonunun ana eğiliminde bir miktar artış olduğu görülmüş ve eğilimin yaklaştığı hedefle uyumlu seviyelerden tekrar uzaklaştığı gözlenmiştir. Bununla birlikte eylül ayında bir defalık olduğu değerlendirilen sağlık ve ulaşım hizmetlerindeki artışların etkili olduğu bu gelişme, ABD'de genel enflasyon görünümünde ve enflasyon beklentilerinde belirgin bir bozulmaya neden olmamıştır. Euro Bölgesi'nde ise hizmet fiyat artışları belirgin şekilde gerilemeyi sürdürmüştür (Grafik 2.1.2). Diğer taraftan bazı Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinde enflasyonun tolerans aralığı dışında kalmaya devam etmesine ve bazı ülkelerde yıllık enflasyonda sınırlı yükselişler görülmesine karşın, gelişmekte olan ülkelerin genelinde enflasyon oranları hedeflere bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha çok yakınsayan bir görünüm sergilemiştir (Grafik 2.1.3).

Grafik 2.1.2: Gelişmiş Ülkelerde Hizmet Enflasyonu (Yıllıklandırılmış 3 Aylık Hareketli Ortalama, Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: ECB, St Louis Fed.

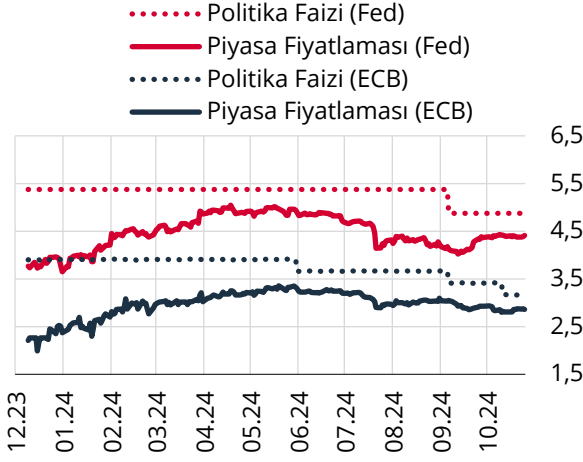
Grafik 2.1.3: Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu (Hedef, Tolerans Aralığı ve Gerçekleşme, %)



Kaynak: Bloomberg.

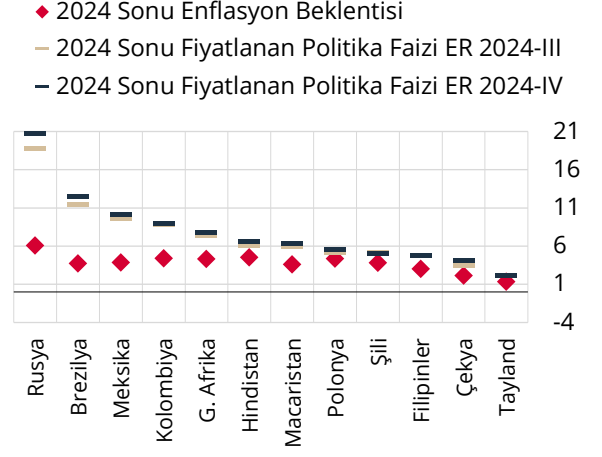
Enflasyondaki gerilemenin devam etmesiyle birlikte gelişmiş ülke merkez bankaları faiz indirim döngüsüne girerken piyasa fiyatlamalarının faiz indirimlerinin devam edeceği yönünde olduğu görülmektedir. ABD Merkez Bankası (Fed) eylül ayı toplantısında 50 baz puan ile faiz indirim sürecini başlatırken Fed üyelerinin medyan faiz beklentileri de temmuz ayına göre 2024 ve 2025 yılları için daha fazla faiz indirime işaret edecek şekilde güncellenmiştir (Kutu 2.1). Yapılan iletişimde, verilere bağlı olarak yılın geri kalan toplantılarında da faiz indirimi yapılabileceğinin sinyali verilmiştir. İşgücü piyasasının son dönemde güçlü seyrini sürdürmesi, söz konusu indirim sürecinin daha temkinli olacağı yönündeki beklentileri güçlendirmiştir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise ekim ayı toplantısında 25 baz puan ile faiz indirime devam etmiş, enflasyon ve iktisadi faaliyet gelişmelerine göre yıl sonuna kadar daha fazla indirim yapabileceğinin sinyalini vermiştir. Sonuç olarak, 6 Kasım itibarıyla yıl sonuna kadar fiyatlanan ilave faiz indirim miktarı Fed için 46 baz puan, ECB içinse 30 baz puan seviyesindedir (Grafik 2.1.4). Mevcut Enflasyon Raporu döneminde Kanada ve Danimarka Merkez Bankaları 25'er baz puan, İsveç Merkez Bankası 50 baz puan indirime giderken Güney Kore (25 baz puan) ve Yeni Zelanda (iki toplantıda toplam 75 baz puan) Merkez Bankaları ilk gevşeme adımlarını atmışlardır. Diğer taraftan, temmuz ayında politika faizini 15 baz puan artıran Japonya Merkez Bankası, ilave faiz artırımlarını daha geniş bir zamana yayacağı iletişimini yapmıştır. Gelişmekte olan ülkeler ise enflasyon görünümündeki iyileşmenin yavaşlamasına bağlı olarak faiz indirim süreçlerinde temkinli duruşlarını sürdürmüştür. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde Endonezya, Güney Afrika, Romanya ve Tayland Merkez Bankaları 25'er baz puan, Filipinler ise iki toplantıda toplam 50 baz puan ile faiz indirim sürecini başlatırken Peru (50 baz puan), Meksika (50 baz puan), Kolombiya (100 baz puan), Çekya (25 baz puan), Şili (50 baz puan), ve Macaristan (25 baz puan) Merkez Bankaları politika faizlerini indirmeyi sürdürmüştür. Enflasyon tahminlerini yukarı yönlü revize eden Brezilya Merkez Bankası 25 baz puan faiz artırımına giderken Rusya Merkez Bankası 300 baz puan ile faiz artırımına devam etmiştir. Çin ise deflasyona dair endişeleri giderme ve yüzde 5'lik büyüme hedefine ulaşma doğrultusunda parasal ve mali tarafta genişlemeci yönde kararlar duyurmuştur. Önümüzdeki dönemde, enflasyondaki düşüşe bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin sürebileceği değerlendirilmektedir. Ancak, enflasyonun seviyeleri, katılıklar ve son dönemde Orta Doğu kaynaklı artan jeopolitik riskler değerlendirildiğinde, indirim süreçlerinin parasal sıkılığı koruyacak ve enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürüleceği beklenmektedir. Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre birçok gelişmekte olan ülkede, 2024 yıl sonu için sınırlı da olsa daha yüksek faiz seviyelerinin fiyatlandığı görülmektedir. Ayrıca, vadeli işlemlerin ima ettiği politika faizleri ile enflasyon beklentileri, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının enflasyon oranlarının üzerinde belirlenmeye devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.5).

Grafik 2.1.4: 2024 Sonu İçin Piyasa Fiyatlamalarının İma Ettiği Politika Faizi (Efektif, %)



Kaynak: Bloomberg.

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

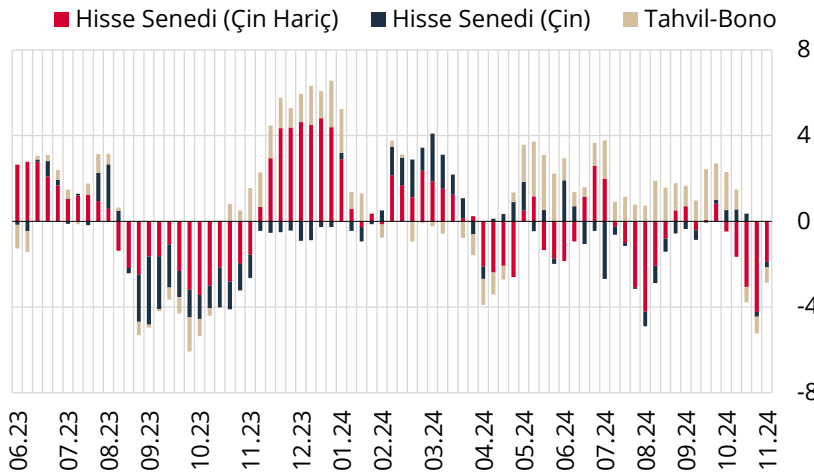


Kaynak: Bloomberg.

* Enflasyon beklentileri Bloomberg anketinden alınmıştır. Faiz fiyatlamaları ER 2024-III için 6 ay, ER 2024-IV için 3 ay vadeli kontratlardan hesaplanmıştır.

Küresel risk iştahındaki dalgalanmalar ile gelişmiş ülke merkez bankalarının politika kararlarına yönelik belirsizlikler, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişlerinde dalgalı bir seyre neden olmaktadır. Bir önceki Enflasyon Raporu dönemi boyunca gelişmiş ülke merkez bankalarının indirim süreçlerine yönelik fiyatlamalardaki oynaklıklar ve küresel belirsizlikler, gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısını olumsuz etkilemiştir. Bu durum, portföy akımlarında gözlenen dalgalı seyrin mevcut Enflasyon Raporu dönemi boyunca da devam etmesine neden olmuştur. Ayrıca, geçtiğimiz dönemlerde görülen hisse senedi ve tahvil-bono piyasalarına yönelik portföy akımlarındaki ayrışma mevcut Enflasyon Raporu döneminde de sürmüştür. 8 Ağustos-1 Kasım döneminde Çin hariç hisse senedi piyasalarından 6,7 milyar ABD doları fon çıkışı gerçekleşirken, borç senedi piyasalarından çıkışlar ise 250 milyon ABD doları ile sınırlı kalmıştır (Grafik 2.1.6). Önümüzdeki dönemde, gelişmiş ülke merkez bankalarının politika kararları, Çin ekonomisindeki gelişmeler ve Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmelerin gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy hareketleri üzerinde belirleyici olacağı değerlendirilmektedir.

Grafik 2.1.6: Gelişmekte Olan Ünelere Haftalık Yönelen Portföy Akımları (4 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar ABD Doları)



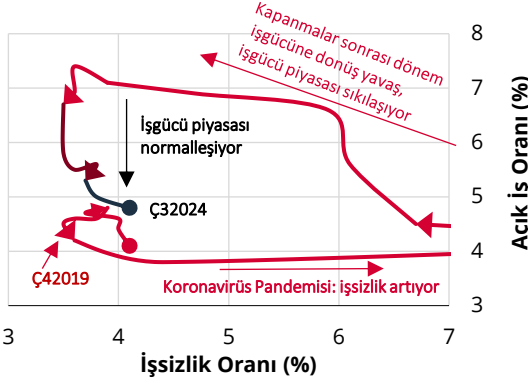
Kaynak: IIF.

Mercek Altı 2.1

ABD ve Euro Bölgesi İşgücü Piyasalarında Normalleşme Süreci

Pandemi sürecindeki kapanmalar sonrası ABD ve Euro Bölgesi'nde işsizlik oranları artmış, ancak sonrasındaki toparlanma döneminde iş arayanların sayısındaki azalma nedeniyle işgücü piyasaları sıkılaştırmıştır. Üretim tekrar başlarken, gerek okulların daha uzun süre kapalı kalması ile oluşan çocuk bakımı ihtiyacı gerekse hastalanma korkusu gibi nedenlerle işgücüne dönüş oldukça yavaş gerçekleşmiştir. Gelişmiş ülkelerde, dışarıdan göç eden işçilerin sayısındaki azalma, salgın nedeniyle erken emekliliklerde meydana gelen artış ve kapanma döneminde artan tasarruflar da işgücüne katılım oranlarını düşürücü yönde etki etmiştir. Bu süreçte açık iş ilanlarının oranı hızla artarken iş arayanların sayısı aynı şekilde toparlanmamış ve işgücü piyasalarında önemli bir talep fazlası oluşmuştur. Sürecin ABD ve Euro Bölgesi'nde benzer şekilde ilerlediği 2022 yılı sonlarında işgücü piyasasındaki sıkılığın tepe noktaya ulaştığı görülmektedir (Grafik 1 ve Grafik 2). İşgücü piyasalarında oluşan talep fazlası ücretler üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmuş, hizmet sektöründeki canlı talep ile birlikte dezenflasyon sürecini yavaşlatan önemli bir faktör olmuştur.

Grafik 1: ABD Beveridge Eğrisi*



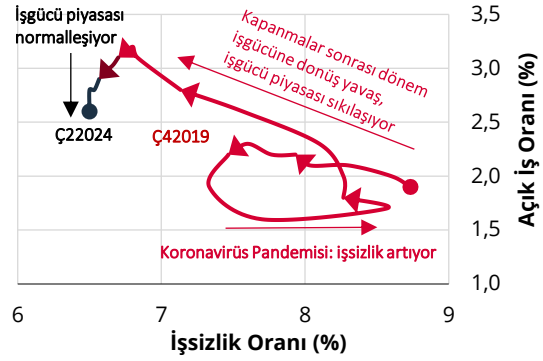
Kaynak: U.S. Bureau of Labor Statistics.

* Dikey ekseninde açık iş oranı, yatay ekseninde ise işsizlik oranı bulunan Beveridge Eğrisi, işgücü piyasasının ne kadar sıkı olduğunu göstermektedir. Açık iş oranı artıp işsizlik oranı düştükçe ya da grafikte yukarı ve sola doğru gidildikçe arz-talep dengesi talep lehine değişmekte ve işgücü piyasası sıkılaşmaktadır. Aşağı ve sağa doğru gidildikçe ise denge arz lehine değişmekte ve ücretler üzerindeki artış baskısı zayıflamaktadır.

Son dönemde işgücü piyasasında arz ve talebin daha dengeli bir konuma geldiği görülmektedir.

Salgın sonrası mal piyasasında görülen arz kısıtları ve tedarik sorunları özellikle Çin'in salgın önlemlerini gevşetmesi sonrası zayıflamaya başlamış ancak işgücü arzındaki daralma daha kalıcı olmuştur. Bununla birlikte para politikasının gecikmeli etkileri ile birlikte son dönemde işgücü piyasalarında da bir normalleşme ve soğuma eğilimi dikkat çekmektedir. Bu eğilim ABD'de çok daha belirgin olup açık iş-işsizlik dengesi pandemi öncesi seviyelere yaklaşmıştır (Grafik 1). Euro Bölgesi'nde ise normalleşme eğilimi görülmeyle birlikte pandemi öncesine göre açık iş oranı hala yüksek, işsizlik oranı ise düşük seviyededir (Grafik 2). Bununla birlikte Euro Bölgesi için doğal işsizlik oranının da düşme eğiliminde olduğu ve mevcut işsizlik seviyelerinin uzun dönem dengesinin çok altında olmadığına dair ampirik bulgular da bulunmaktadır.¹ Sonuç olarak gelişmiş ülkelerde işgücü piyasasında normalleşme sürecinin sürdüğü, hizmet fiyatlarındaki katılığın da zayıflamakla birlikte devam ettiği görülmektedir.

Grafik 2: Euro Bölgesi Beveridge Eğrisi*



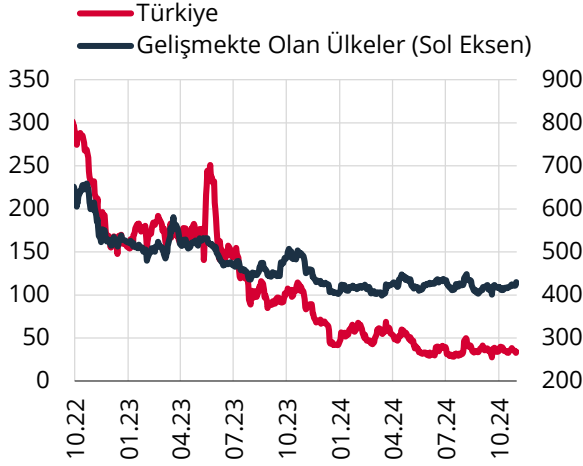
Kaynak: Eurostat.

¹ Růžičková Pavla, (2024), Unemployment in the euro area: Why is it so low and when will it start to rise?, Çek Merkez Bankası Blog.

2.2 Finansal Koşullar

Ağustos ayı başında jeopolitik gelişmeler, resesyon endişeleri ve Japonya Merkez Bankası'nın sürpriz faiz artırımını ile çok hızlı bozulan küresel risk iştahı, devam eden süreçte iyileşme kaydetmiş ancak jeopolitik riskler ve ABD seçim sürecinin getirdiği belirsizlikler nedeniyle toparlanma sınırlı kalmıştır. Faiz indirim süreçlerini başlatan gelişmiş ülke merkez bankalarına Fed'in de indirimle dahil olması, küresel risk iştahındaki toparlanmayı desteklemiştir. Bununla birlikte Orta Doğu'da artan gerilim ve ABD seçim sürecinin getirdiği belirsizlik küresel finansal koşullar üzerinde temel risk unsuru olmayı sürdürmüştür. Bu görünüm altında GOÜ risk primleri ağustos öncesi seviyelerine gerilerken buna paralel olarak Türkiye CDS primi de 25 Ekim itibarıyla 272 baz puan düzeyine inmiştir (Grafik 2.2.1). Mevcut Enflasyon Raporu döneminde risk iştahındaki oynak seyir GOÜ varlıklarından çıkışa neden olurken Türkiye'ye DİBS piyasasında 3,23 milyar ABD doları net giriş ve hisse senedi piyasasından 1,35 milyar ABD doları net çıkış olmak üzere toplamda 1,88 milyar ABD doları portföy girişi gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.2).

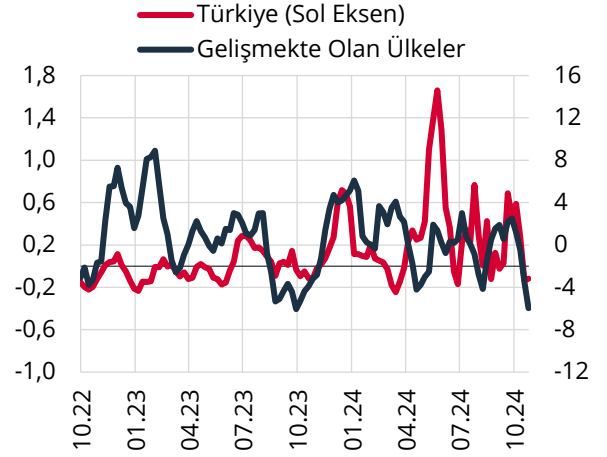
Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke CDS Primleri* (5 Yıl Vadeli, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

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

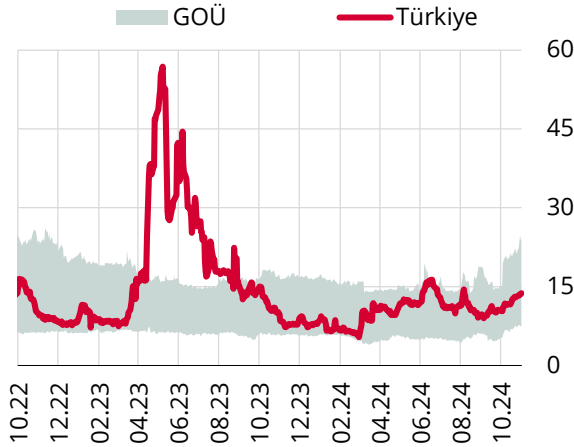
Grafik 2.2.2: Türkiye* ve Gelişmekte Olan Ülke Portföy Hareketleri (4 Haftalık Ortalama, Milyar ABD Doları)



Kaynak: IIF, TCMB.

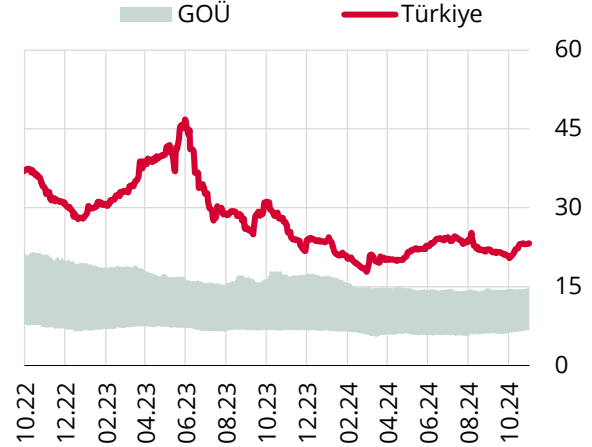
* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisi repo hariçtir.

Türk lirasının ima edilen oynaklığı son dönemde artış kaydetmiştir. Ağustos başında küresel piyasalarda meydana gelen kısa süreli çalkantının etkisiyle hızlı bir yükseliş eğilimi sergileyen kur oynaklıkları, devam eden süreçte küresel risk algısındaki iyileşmeyle uyumlu bir şekilde gerileme kaydetmiştir. Bununla birlikte eylül ayı enflasyonunun beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi, TL cinsi varlık fiyatlarında aşağı yönlü baskıya neden olmuş ve TL'nin oynaklığı kısa ve uzun vadelerde artmıştır. Son dönemde gözlenen artışla Türk lirasının oynaklığı bir ay vadede yüzde 13,7 düzeyine yükselirken, 12 ay vadede ise yüzde 23,2 seviyesine gelmiştir (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). Kısa ve uzun vadeli oynaklıklar arasındaki fark, uygulanan politikaların kur istikrarı üzerinde etkisini sürdürdüğünü ancak uzun vadeye ilişkin risklerin devam ettiğini yansıtmaktadır.

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

Kaynak: Bloomberg.

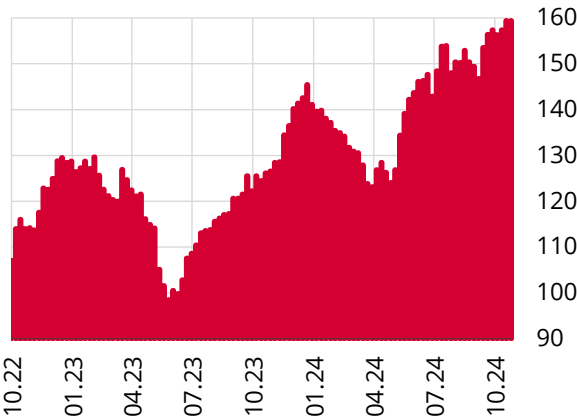
* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan.

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

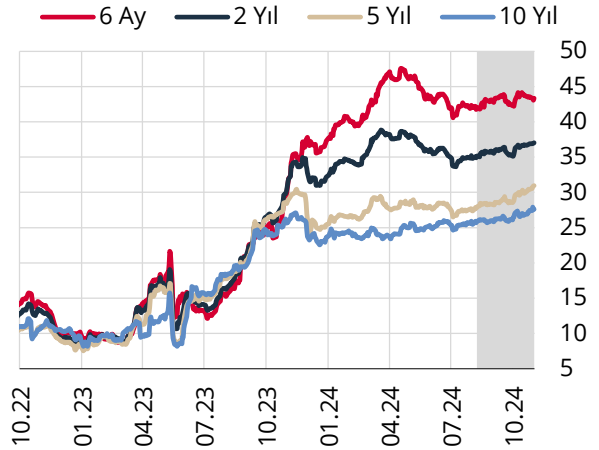
Kaynak: Bloomberg.

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

TCMB rezervlerindeki güçlü artış eğilimi devam etmektedir. TCMB brüt uluslararası rezervleri, artış eğilimini sürdürerek 25 Ekim itibarıyla 159,4 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır (Grafik 2.2.5). Söz konusu rezerv artışı, yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin Türk lirası cinsi varlıklara devam eden ilgisinin bir yansımasıdır. Ayrıca bir önceki Enflasyon Raporu dönemi itibarıyla swap kanalı yoluyla TL fonlaması sıfırlanırken TCMB, sterilizasyon araçlarının çeşitlendirilmesi kapsamında döviz karşılığı TL swap işlemlerine başlamıştır. 25 Ekim itibarıyla 4,57 milyar ABD doları seviyesine ulaşan söz konusu işlemler de dahil edildiğinde toplam rezervler 164 milyar ABD doları düzeyine ulaşmıştır.

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

Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)

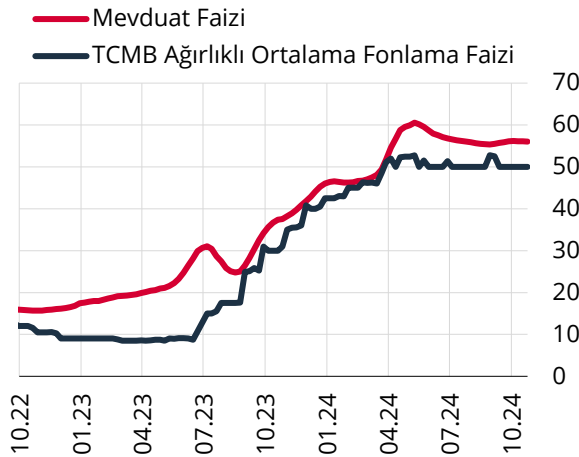
Kaynak: Bloomberg.

DİBS getirileri artış kaydetmiştir. Eylül ayı enflasyon gerçekleşmesi, DİBS getirilerinde kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere artışa neden olmuştur (Grafik 2.2.6). DİBS piyasasına yönelik yabancı yatırımcı ilgisinin devam etmesine karşın arz yönlü faktörlerin de uzun vadeli DİBS getirileri üzerinde etkili olduğu değerlendirilmektedir. Dezenflasyon sürecinin devam etmesi ve bütçe disiplininin belirginleşmesiyle birlikte DİBS piyasasına ilginin artarak sürmesi ve tahvil getirilerinin düşüşe geçmesi beklenmektedir.

Finansal koşullardaki sıkılık korunmaktadır. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde 2024 yıl sonu enflasyon beklentilerindeki düşüş öngörülüne kıyasla daha yavaş iken, kur beklentileri önemli ölçüde iyileşmiştir. Para politikasında sıkı duruşun korunması, piyasadaki fazla TL likiditenin çeşitli araçlarla etkin biçimde sterilize

edilmesi ve TL mevduatı destekleyen makroihtiyati adımlar, 2024 yılı ikinci çeyreğinde mevduat faizlerinde görülmeye başlayan gerilemeyi sınırlamıştır. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde TL mevduat faizleri yatay bir seyir izlemiş ve 25 Ekim itibarıyla yüzde 55,8 seviyesine gelmiştir (Grafik 2.2.7). TL mevduatı desteklemek için 29 Ağustos 2024'te TL zorunlu karşılıklardaki bloke tesis oranı 5 puan artırılmış, gerçek kişi TL mevduat payı yüzde 45 ile yüzde 50 arasında bulunan bankalar için aylık artış hedefi yükseltilmiş, gerçek kişi TL mevduat payı yüzde 60'ı geçen bankalar için aylık artış hedefi kaldırılarak yüzde 60'ın üzerinde kalınması koşulu getirilmiş, TL mevduat için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılık tutarına TL'ye geçiş oranı seviyesine göre uygulanan faiz oranının üst sınırı, politika faiz oranının yüzde 80'inden yüzde 84'üne yükseltilmiştir. 21 Eylül 2024 tarihinde ise, piyasadaki fazla TL likiditenin çekilmesi amacıyla TL mevduat için ayrılan zorunlu karşılık oranları yükseltilirken zorunlu karşılıkların bankalara maliyetlerinin azaltılması amacıyla TL mevduat için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıklara faiz uygulamasında TL'ye geçiş oranı koşulu kaldırılmıştır. Böylece, TL'ye geçiş oranı seviyesine göre yüzde 10 ile yüzde 42 arasında değişen TL zorunlu karşılık faizleri tüm bankalar için yüzde 42'ye yükseltilmiştir. Ayrıca, TL'ye geçiş oranı seviyesine göre uygulanan azami komisyon oranı yüzde 5'ten yüzde 8'e yükseltilerek bankaların TL'ye geçiş oranı hedeflerini tutturmaya devam etmeleri amaçlanmıştır. TL mevduat faizlerindeki yatay seyre rağmen, TL ticari kredi ve ihtiyaç kredisi faizleri 2024 yılı ikinci çeyreğinden itibaren azalmaya devam etmiştir. Ancak, 2024 yılı haziran ayında dezenflasyon sürecinin başlamasıyla birlikte hem beklenen hem de gerçekleşen enflasyona göre reel TL ticari ve ihtiyaç kredisi faizleri pozitif bölgeye geçmiş olup finansal koşullardaki sıkılık belirginleşmiştir. Gerileyen kredi faizlerinde, bankaların büyüme sınırlarının altında ve zayıf seyreden kredi talebini canlandırma motivasyonunun ve faiz indirimleri başlamadan önce yüksek faizle kredi kullanarak kârlılıklarını destekleme isteklerinin etkili olduğu değerlendirilmektedir. 25 Ekim itibarıyla TL ticari kredi faizleri yüzde 56,7; ihtiyaç kredisi faizleri ise yüzde 70,4 seviyesine gerilemiştir. Uzun vadeli olması nedeniyle oldukça yatay bir seyir izleyen konut kredisi faizleri ve kampanya durumuna bağlı dalgalı seyreden taşıt kredisi faizleri ise 25 Ekim itibarıyla sırasıyla yüzde 41,3 ve yüzde 41,7 seviyesindedir (Grafik 2.2.8). BDDK'nın 20 Eylül 2024 tarihli duyurusu ile önceden daha ihtiyatlı belirlenen bireysel kredi risk ağırlıklarının Basel standartlarına indirilmesinin bankaların düzenleme yükünü azaltarak önümüzdeki dönemde bireysel kredi faizlerine aşağı yönlü etki edebileceği değerlendirilmektedir.

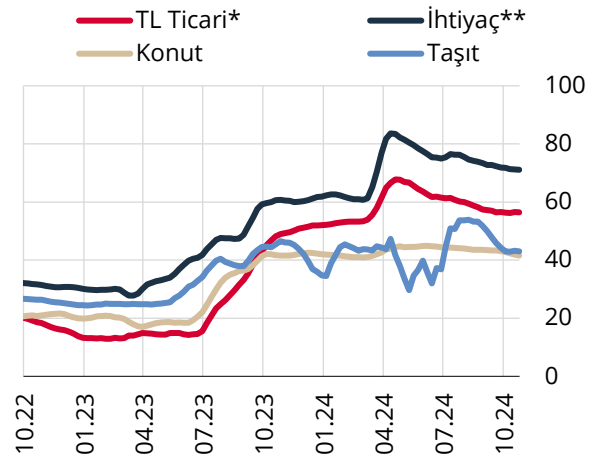
Grafik 2.2.7: Türk Lirası Fonlama Faizleri*
(4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



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.

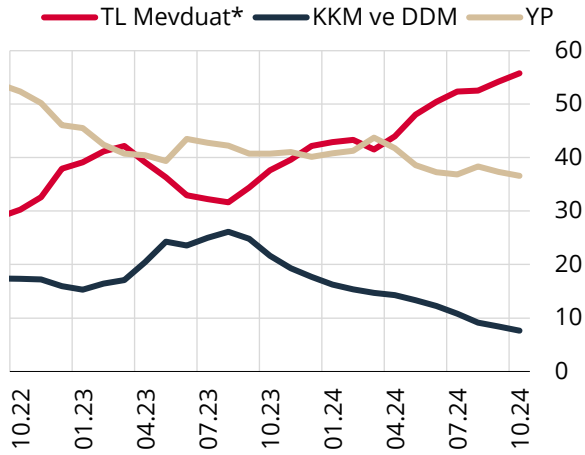
* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

** Kredili mevduat hesapları hariç.

Bankaların mevduat kompozisyonundaki TL payı artmaya devam etmiştir. Dezenflasyon sürecindeki kazanımlar ve TL mevduatı destekleyen makroihtiyati düzenlemeler TL mevduat payının önemli ölçüde yükselmesini sağlamış ve 2024 yılı için hedeflenen yüzde 50 seviyesinin aşılmasını beraberinde getirmiştir. Bankaların mevduat kompozisyonundaki TL payı mevcut Enflasyon Raporu döneminde de 3,4 puan yükselerek yüzde 55,8 seviyesine gelmiştir. KKM hesaplarının toplam mevduattaki payı da azalmaya devam ederek yüzde 7,6 seviyesine düşmüştür (Grafik 2.2.9 ve Grafik 2.2.10). Mevduat kompozisyonundaki TL payının yükselmesinde ve KKM payının düşmesinde uygulanan sıkı para politikasının yanı sıra TL mevduat payının artırılmasına ve KKM hesaplarından TL mevduata geçişin sağlanmasına yönelik politikaların da

katkısı bulunmaktadır. Ağustos ayında küresel piyasalardaki oynaklığın etkisiyle YP mevduata bir miktar yönelim görülse de sonraki aylarda bu görünüm tersine dönmüştür. Bu dönemde KKM hesaplarına yönelik bazı kararlar alınmıştır. TCMB'nin 29 Ağustos 2024 tarihli duyurusunda, KKM'nin TL'ye geçişine ve yenilenmesine ilişkin toplam hedef hesaplamasına tüzel kişi KKM hesapları yeniden dâhil edilmiştir. Ayrıca, 2 Eylül 2024 tarihinde, gerçek ve tüzel kişilerin KKM hesabı açabilmesi için bankalardaki döviz tevdiat hesaplarının ve gerçek kişilerin kıymetli maden hesaplarının açılış tarihi 31 Mart 2024'ten 31 Ağustos 2024'e uzatılmıştır. Bu kararlar neticesinde YP mevduat payı ağustos ayı sonrasında tekrar azalmaya başlamıştır.

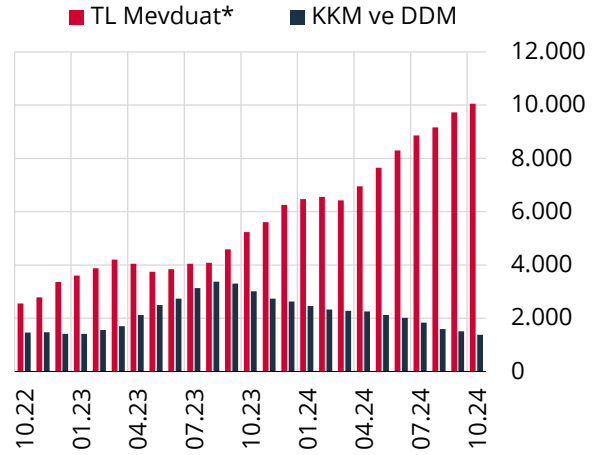
Grafik 2.2.9: Mevduat Kompozisyonu (% Pay)



Kaynak: TCMB.

* TL Mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

Grafik 2.2.10: TL Mevduat Kompozisyonu (Milyar Türk Lirası)



Kaynak: TCMB.

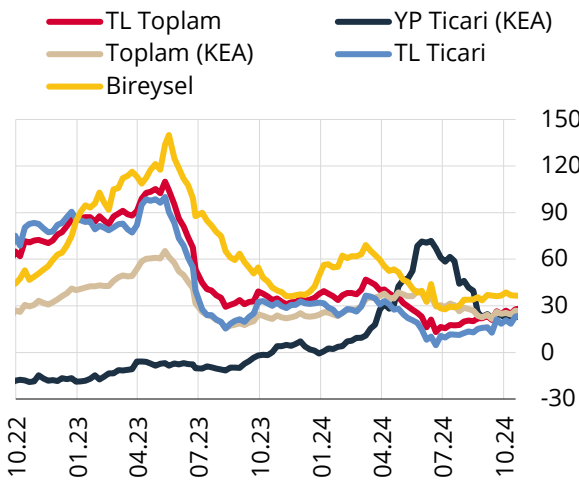
* TL Mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

Sıkı finansal koşullar ve makroihtiyati politikalar kredi büyümesinde belirleyici olmaya devam etmektedir.

YP krediler için 2024 yılı mayıs ayında getirilen yüzde 2 büyüme kısıtının temmuz ayında yüzde 1,5'e indirilmesi sonrasında kur etkisinden arındırılmış YP kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi önemli ölçüde azalarak 25 Ekim itibarıyla yüzde 22,2'ye gerilemiştir. YP kredi büyüme kısıtları ve azalan TL ticari kredi faizlerinin etkisiyle firmaların mevcut Enflasyon Raporu döneminde TL ticari kredi kullanma eğilimi güçlenmiş ve TL ticari kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi artarak yüzde 23,9 seviyesine yükselmiştir. Ancak, sıkı finansal koşulların ve kredi büyüme kısıtlarının etkisiyle kur etkisinden arındırılmış toplam ticari kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi mevcut Enflasyon Raporu döneminde azalarak yüzde 23,5 seviyesine gerilemiştir (Grafik 2.2.11). Kredi büyüme kısıtlarından istisna edilen krediler olmakla birlikte, istisna edilen krediler dâhil toplam TL ticari krediler yüzde 2, kur etkisinden arındırılmış toplam YP ticari krediler de yüzde 1,5 kısıtının ima ettiği patikaya benzer büyümekte ve yurt içi talepte dengelenmeye katkı sağlamaktadır. İhracatçıların finansmana erişiminin desteklenmesi amacıyla ekim ayında reeskont kredisi günlük kullandırım limiti 3 milyar TL'den 4 milyar TL'ye yükseltilmiş ve 13 Ocak 2025'ten itibaren firmaların net ihracatçılık durumlarına ilave olarak, ihraç edilen ürün ve destinasyon çeşitliliği, ihraç edilen ürünlerin teknolojik düzeyi ve firma ölçeği gibi değişkenler dikkate alınarak hesaplanan firmaların ihracatçı skorlarının kullandırmalarda dikkate alınacağı duyurulmuştur. Bu değişikliklerle birlikte TL ticari kredi büyümesinde önümüzdeki dönem bir miktar artış olabileceği değerlendirilmektedir. Bireysel kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi ise mevcut Enflasyon Raporu döneminde kredi büyüme kısıtlarından istisna edilen bireysel kredi kartları ve konut kredileri büyümesi kaynaklı artarak 25 Ekim itibarıyla yüzde 36,3'e yükselmiştir. Bireysel kredi kartları ve konut kredilerinin söz konusu büyümeleri sırasıyla yüzde 41,6 ve yüzde 28,3 seviyesine gelmiştir. Konut kredisi büyümesinin mevcut Enflasyon Raporu döneminde artmasında, hanehalkının konut fiyatı/kira oranındaki gerileme nedeniyle konut kredisi kullanım talebindeki artışın ve bankaların fazla TL likiditelerini uzun vadeli kredi kullanarak değerlendirme isteklerinin etkili olduğu düşünülmektedir. Konut kredi büyümesi bir miktar hızlansa da söz konusu kredilerin büyümesi kısıt uygulanan diğer kredi türlerine benzer seyretmekte ve ipotekli satışların toplam konut satış adedindeki payı 2024 yılı eylül ayı itibarıyla yüzde 11,2 ile sınırlı kalmaya devam etmektedir. Kredi kartlarının ise pandemiden itibaren artan ödeme fonksiyonunun ve sunduğu taksit imkanı ile büyüme kısıtı uygulanan ihtiyaç kredilerine alternatif kredilendirme özelliğinin, büyümesinde belirleyici olduğu değerlendirilmektedir. TCMB 27 Eylül 2024 tarihinde, kredi kartı işlemlerinde uygulanacak azami akdi faiz oranlarını kredi kartı dönem

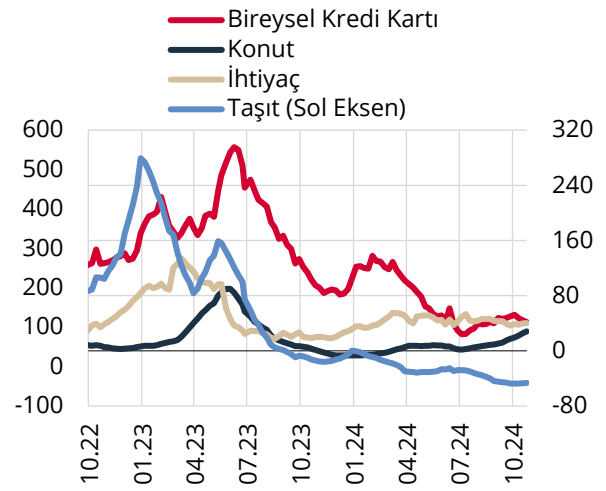
borcuna göre farklılaştırmış ve dönem sonu borcu 150.000 TL'nin üzerinde olan bireylerin aylık faizlerini mevcut referans oran seviyesinde yüzde 4,25'ten yüzde 4,75'e yükseltmiştir. Bireysel kredi kartlarının gelir esnekliğinin yüksek bakiyeli grup haricinde son çeyreklerde düşüş kaydettiği bulgulanmıştır (Kutu 2.2). BKK büyümesinde önemli paya sahip olan bu kesimin azami akdi faizlerinin artırılmasının önümüzdeki dönemde BKK büyümesini azaltıcı etki yaparak dezenflasyona katkı sağlayabileceği değerlendirilmektedir. İhtiyaç kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi ise mevcut Enflasyon Raporu döneminde bir miktar azalarak 25 Ekim itibarıyla yüzde 40,4'e gerilemiştir. KMH hariç ihtiyaç kredisi büyümesi yüzde 2 büyüme kısıtının altında kalmakla birlikte, ihtiyaç kredisi büyümesinde KMH'lerin belirgin bir etkisi görülmektedir. KMH'nin ihtiyaç kredilerindeki payı mevcut Enflasyon Raporu döneminde yüzde 24,9'dan yüzde 28,1'e yükselmiştir. Taşit kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi mart ayından beri negatif bölgede kalmaya devam etmektedir (Grafik 2.2.12). BDDK'nin 26 Eylül 2024 tarihinde asgari tutarı ödenmemiş bireysel kredi kartlarının ve anapara ve/veya faiz ödemelerinin tahsili 30 günden fazla geciken ihtiyaç kredilerinin 60 aya kadar vade ile yapılandırılmasına imkan vermesinin, bankaların bireysel kredi aktif kalitesi görünümünü destekleyeceği ve canlı kredi bakiyesini artırarak bireysel kredi büyümesine yukarı yönlü etki edebileceği değerlendirilmektedir.

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



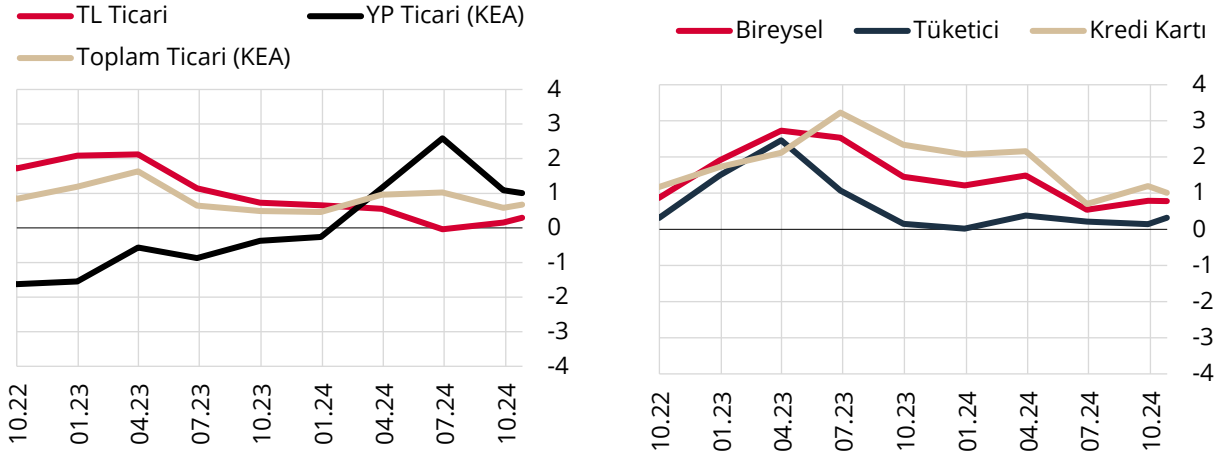
Kaynak: TCMB.

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



Kaynak: TCMB.

Reel kredi kullanımı kur etkisinden arındırılmış toplam ticari kredilerde uzun dönem ortalamalarına yakınsarken bireysel kredilerde uzun dönem ortalamalarının üzerinde kalmıştır. Mayıs ayında getirilen ve temmuz ayında sıkılaştırılan kredi büyüme kısıtlarının etkisi ile reelleştirilmiş ve kur etkisinden arındırılmış standardize YP ticari kredi değişimleri azalmaya başlasa da hala uzun dönem ortalamalarının üzerindedir. Reel TL ticari kredi değişimleri mevcut Enflasyon Raporu döneminde sınırlı miktar yükselmekle birlikte, uzun dönem ortalamasına yakın seyretmektedir. YP ticari kredilerin etkisiyle, kur etkisinden arındırılmış ve reelleştirilmiş toplam standardize ticari kredi değişimleri azalmakla birlikte uzun dönem ortalamasının üzerindedir. Reel standardize tüketici kredi değişimleri, görece zayıf seyreden taşit ve konut kredi büyümeleri ve kredi büyüme kısıtına tâbi ihtiyaç kredilerinin etkisiyle uzun dönem ortalamasına yakın seyretmektedir. Uzun dönem ortalamasının üzerinde seyretmekle birlikte, sıkı para politikasının uygulanmaya başlanmasından bu yana azalış eğiliminde olan reel standardize bireysel kredi kartı değişiminin, 2024 yılı üçüncü çeyreğinde tekrar bir miktar arttığı görülmektedir (Grafik 2.2.13).

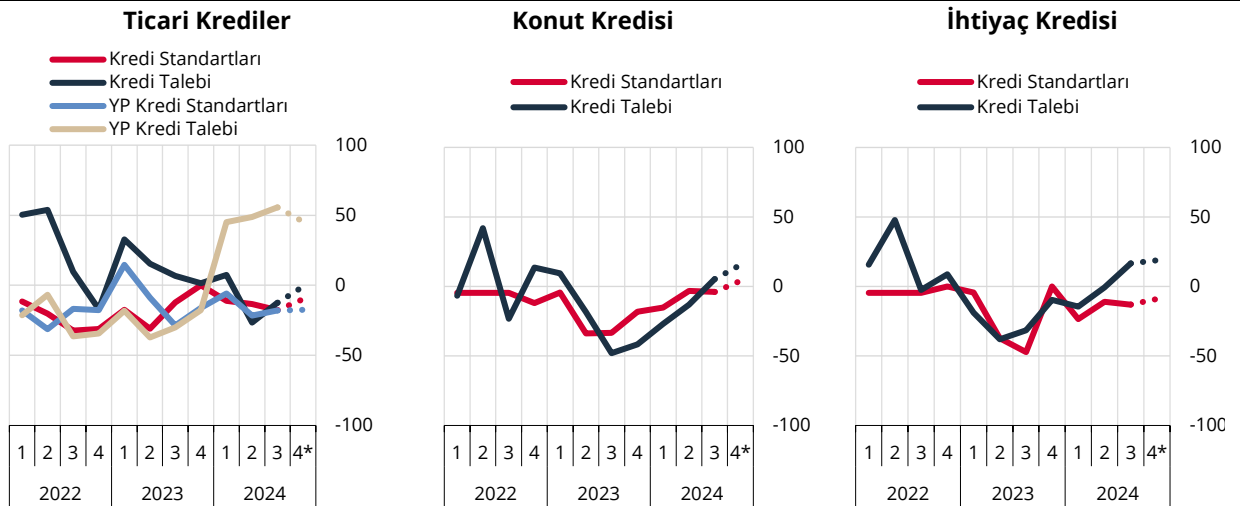
Grafik 2.2.13: Kredi Değişimleri* (13 Haftalık Ortalama, Reel, Standart Değer)

Kaynak: TCMB.

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

Banka Kredileri Eğilim Anketine (BKEA) göre, 2024 yılı son çeyreğinde konut kredileri haricindeki kredi standartları sıkı kalmaya devam edecektir.

2024 yılı üçüncü çeyreğinde hem bireysel hem de ticari kredilerde bankaların kredi standartlarının sıkı olmasının, kredi büyümelerinin kısıtların altında gerçekleşmesinde etkili olduğu değerlendirilmektedir. YP ticari kredi talebi, YP kredi faizlerinin ve kurdaki değer kaybı beklentilerinin ima ettiği maliyetin TL ticari kredi faizlerine kıyasla daha düşük olmasının etkisiyle 2024 yılının ilk çeyreğinden beri güçlü seyretmekte olup 2024 yılı son çeyreğinde de bu görünümün bir miktar zayıflasa da devam etmesi beklenmektedir. Diğer taraftan, TL ticari kredi talebinde 2024 yılı ikinci çeyreğinde başlayan zayıf seyrin son çeyrekte de sürmesi öngörülmektedir. İhtiyaç ve konut kredi talebi 2024 yılı üçüncü çeyreğinde artmaya başlamış olup, son çeyrekte de bu talebin devam etmesi beklenmektedir. Bankaların 2024 yılı son çeyreğinde sadece konut kredi standartlarında gevşeme ve konut kredi talebindeki artışın, konut kredi büyümesinde son dönemde görülen artışla uyumlu olduğu değerlendirilmektedir (Grafik 2.2.14).

Grafik 2.2.14: Kredi Standartları ve Kredi Talebi

Kaynak: BKEA, TCMB.

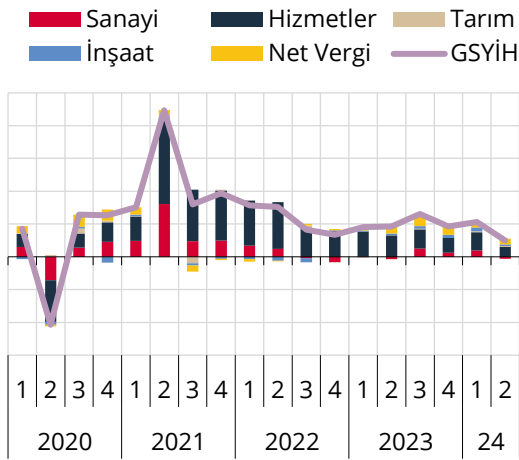
* Bankaların beklentisini göstermektedir. Kredi Standartları ve Kredi Talebi endekslerinin hesaplama yöntemi şu şekildedir: Bankalara kredi standartlarının (kredi talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi standartlarındaki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

2.3 İktisadi Faaliyet

Arz ve Talep Gelişmeleri

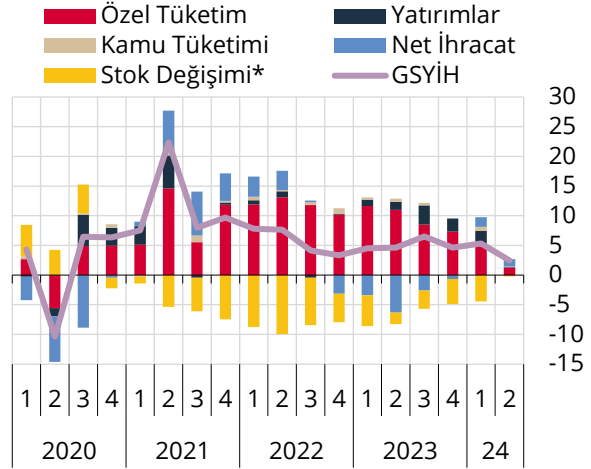
Yılın ikinci çeyreğinde yıllık ve çeyreklik bazda büyüme oranları gerilemiştir. İkinci çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), yıllık bazda yüzde 2,5 oranında artmıştır. Çeyreklik bazda büyüme oranı ise yüzde 0,1 ile yatay seyretmiştir. Yıllık ve çeyreklik büyüme rakamlarındaki düşüş, ilk çeyreğe kıyasla iktisadi faaliyette zayıflamaya işaret etmiştir. Bu dönemde, yıllık büyümenin üretim yönünden temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam etmiştir. İnşaat sektörü katma değeri ve net vergi gelirleri büyümeyi desteklemeye devam ederken sanayi sektörü büyümeyi azaltıcı yönde etkilemiştir (Grafik 2.3.1). Sanayi sektörünün zayıf seyrinde, ikinci çeyreğe denk gelen iki bayram tatilinin ve köprü günlerinin de etkili olduğu değerlendirilmektedir. İkinci çeyrekte harcama yönünden yıllık bazda büyümeye en yüksek katkı nihai yurt içi talepten gelmiştir. Ancak bu dönemde net ihracatın büyümeye olan pozitif katkısının sürmesi, talep bileşenleri arasında daha dengeli bir görünüm sağlamıştır. Talep artışı büyük ölçüde özel tüketim talebindeki artıştan kaynaklanırken, kamu tüketimi ve toplam yatırımların yıllık büyümeye katkısı oldukça sınırlı gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.2). Yatırım kalemleri arasında inşaat yatırımlarının büyümeye pozitif katkısı devam ederken, makine-teçhizat yatırımları 2019 yılı son çeyreğinden bu yana ilk kez yıllık bazda gerilemiştir. İkinci çeyrekte stok değişimleri yıllık büyümeyi sınırlı bir oranda azaltıcı yönde etkilemiştir. Net ihracatın ilk çeyrekte büyümeye verdiği pozitif katkı ikinci çeyrekte de sürmüştür. Bu dönemde çeyreklik büyümenin sürükleyicisi özel tüketim olurken, toplam yatırımlar ve net ihracat çeyreklik büyümeyi azaltıcı yönde etkilemiştir. Özetle, ilk yarıya ilişkin milli gelir verileri, ilk çeyrekte öne çekilmiş talep ve ikinci çeyrekte köprü günleri gibi faktörlerle birlikte ele alındığında, iktisadi faaliyette ılımlı bir yavaşlama olduğunu göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



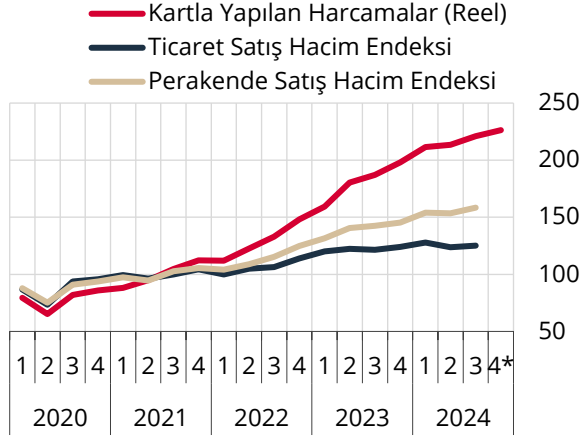
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistikte sapmayı içermektedir.

Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler yurt içi talebin yavaşlamaya devam ederek enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelere yaklaştığını ima etmektedir. Üçüncü çeyrekte, hanehalkı nihai tüketim harcamalarının yaklaşık yarısını oluşturan otomobil dışındaki mallara yönelik harcamalarda çeyreklik bazda artış görülürken, diğer yarısını oluşturan otomobil satışları ve hizmet harcamalarında azalış kaydedilmiştir. Ağustos ayında ticaret satış hacim endeksinin alt kalemlerinden olan perakende satış hacim endeksi aylık ve çeyreklik bazda artmıştır (Mercek Altı 2.2). Aynı dönemde, ticaret satış hacim endeksinin diğer alt kalemlerinden motorlu taşıtların ticaretinde aylık ve çeyreklik bazda artış görülürken, toptan ticaret aylık bazda artmış, çeyreklik bazda ise yatay seyretmiştir. Hanehalkı nihai tüketiminin hizmet harcamaları bileşeni ile oldukça benzer hareket eden hizmet üretim endeksi, temmuz ve ağustos aylarında aylık bazda gerilemiş, çeyreklik bazda ise yüzde 0,9 oranında azalmıştır (Grafik 2.3.5). Üçüncü çeyrekte, imalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, iç piyasa siparişlerinde, çeyreklik bazda düşüş olduğunu göstermektedir. Ekim ayı itibarıyla firma görüşmelerinden edinilen tüketim harcamalarına ilişkin tespitler ise yılın son çeyreğinde iç talepte görece yatay bir görünüme işaret etmektedir (Kutu 2.3). Kartla yapılan reel harcamalar

temmuz ayında yatay seyretmiş, ağustos ve eylül aylarında artmıştır. Böylece, kart harcamalarının artışı çeyreklik bazda hızlanmıştır (Grafik 2.3.3). Kartla yapılan harcamalarda, dayanıklı mal harcamalarından yarı dayanıklı ve dayanıksız mal harcamalarına doğru bir yönelme olduğu dikkat çekmektedir. Bununla birlikte, ekim ayına ilişkin veriler kart harcamalarında aylık bazda yatay bir seyre işaret etmektedir. Otomobil satışları üçüncü çeyrekte çeyreklik bazda azaldıktan sonra ekim ayında bir miktar yükselmiştir (Grafik 2.3.4). Bu dönemde beyaz eşya satışları azalmaya devam ederek tarihsel eğiliminden daha düşük bir seviyeye gerilemiştir.

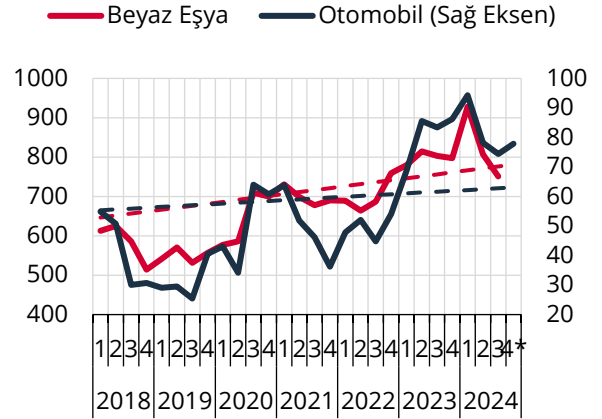
Grafik 2.3.3: Tüketim Göstergeleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2021=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Perakende satış ve ticaret satış hacim endeksleri temmuz-ağustos ayları ortalamasıdır. Kartla yapılan harcamalar ekim ayı itibarıyla. TÜFE ile reelleştirilip 2021=100 olacak şekilde endeksleştirilmiştir.

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



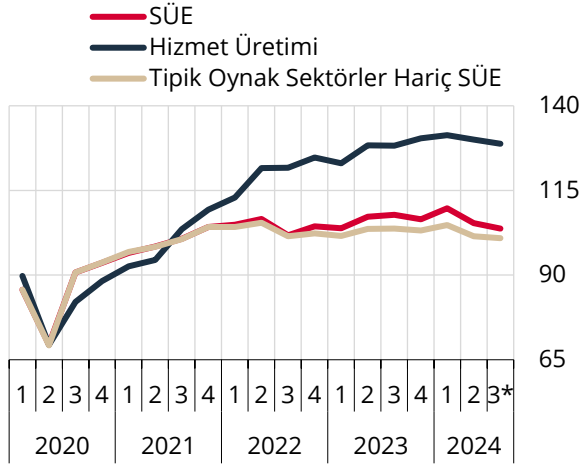
Kaynak: ODMD, TCMB, TURKBESD.

* Otomobil satışları ekim ayı itibarıyla.

** Kesikli çizgiler 2010-2018 dönemi eğilimini göstermektedir.

Üçüncü çeyrekte hem sanayi hem de hizmet üretimi çeyreklik bazda azalmıştır. Ağustos ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak sanayi üretimi çeyreklik bazda yüzde 1,5 oranında gerilemiştir (Grafik 2.3.5). Tipik olarak yüksek oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında ise üçüncü çeyrekte sanayi üretimindeki düşüşün genel endeksin ima ettiğinden daha az olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, yılın ikinci çeyreğinde, bayram tatilleri ve köprü günleri nedeniyle çalışılan iş günü sayısındaki değişiklikler kaynaklı oynak bir seyir izleyen ve çeyreklik olarak yüzde 4,0 oranında daralan sanayi üretiminde, ağustos ayı itibarıyla toparlanma gerçekleşmediği ve ana gruplara yayılan zayıf seyrin sürdüğü değerlendirilmektedir. Hizmet üretimi, ağustos ayı itibarıyla çeyreklik bazda yüzde 0,9 oranında azalmıştır. Bu çerçevede, üçüncü çeyrekte arz koşullarının genel olarak talep görünümünden daha zayıf olduğu gözlenmiştir. İYA ve PMI gibi anket bazlı göstergeler de üçüncü çeyrekte sanayi faaliyetindeki yavaşlamayı teyit etmektedir. Bu dönemde, üretim, istihdam ve talebe ilişkin anket göstergeleri bir önceki çeyreğe göre gerilemeye devam etmiştir. Kapasite kullanım oranındaki çeyreklik azalış üçüncü çeyrekte sürmüş, kapasite kullanım oranı ekim ayı itibarıyla çeyreklik bazda 0,6 puan düşerek yüzde 75,2 seviyesine gerilemiştir. Benzer şekilde, PMI üretim göstergesi de ekim ayında aylık bazda sınırlı artmakla birlikte çeyreklik bazda gerileyerek eşik değerinin altındaki seviyesini devam ettirmiştir (Grafik 2.3.6).

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

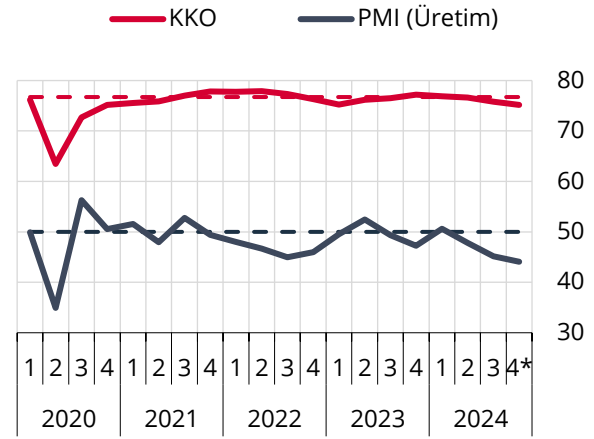


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Temmuz-aoğustos ayları ortalamasıdır.

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

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



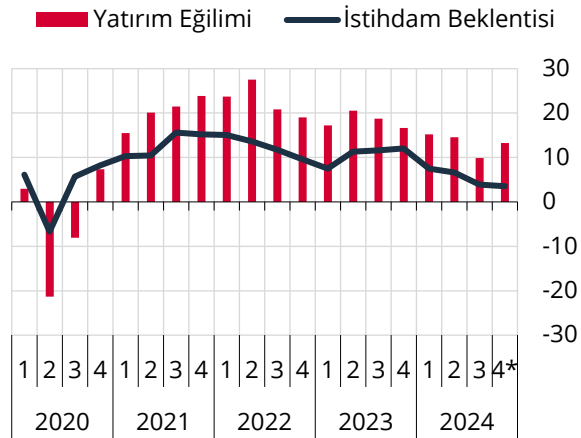
Kaynak: S&P, TCMB, TÜİK.

* Ekim ayı itibarıyla.

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

Üçüncü çeyrekte azalış gösteren imalat sanayi firmalarının yatırım eğilimleri ekim ayında yükselirken istihdam beklentileri yatay seyretmiştir (Grafik 2.3.7). Sermaye malları üretimi, yatırım eğiliminde üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlama görünümü ile uyum arz etmektedir. Temmuz-aoğustos döneminde sermaye malları üretim endeksi aylık ve çeyreklik bazda gerilerken taşıt ve diğer ulaşım hariç sermaye malları üretimi artmıştır. Buna karşılık, taşımacılık araçları hariç sermaye malları ithalatı, bu dönemde aylık ve çeyreklik bazda gerilemiştir (Grafik 2.3.8).

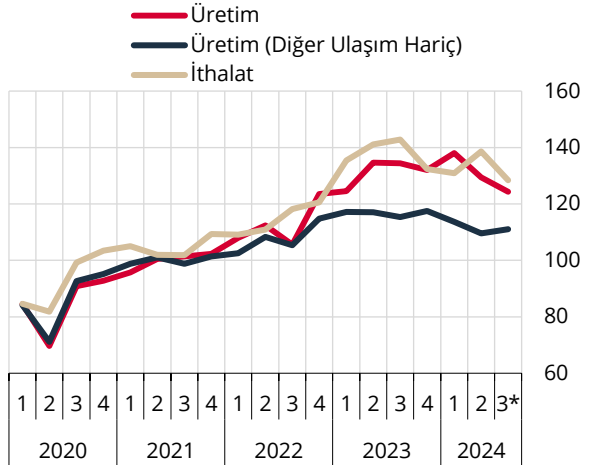
Grafik 2.3.7: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması ve İstihdam Beklentileri (Artacak-Azalacak, Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

* Ekim ayı itibarıyla.

Grafik 2.3.8: Taşıt Hariç Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

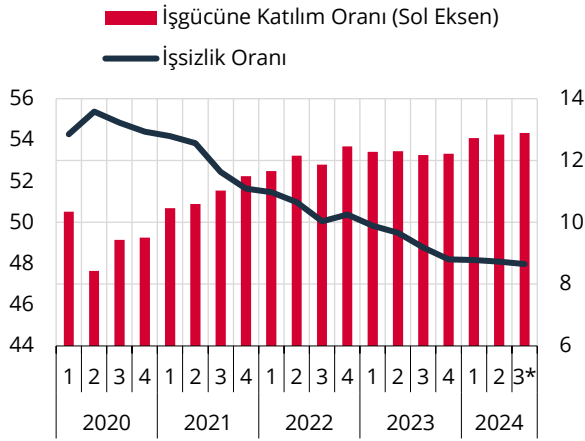
* Temmuz-aoğustos ayları ortalamasıdır.

İşgücü Piyasası Gelişmeleri

İstihdam üçüncü çeyrekte artışını sürdürmüştür. Ağustos ayı itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam çeyreklik bazda yüzde 0,3 oranında (113 bin kişi) artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılım oranı ise 0,1 puan yükselerek yüzde 54,3 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.9). İşsizlik oranı yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla 0,1 puan azalarak yüzde 8,6 olmuştur. Bu dönemde işsizlik

oranı üzerinde nüfus artışının 0,13 puan, katılım oranındaki artışın 0,11 puan yükseltici etkisi bulunurken istihdam artışının 0,31 puan düşürücü etkisi olmuştur (Grafik 2.3.10 ve Grafik 2.3.11). Öte yandan, işgücü piyasasının tamamlayıcı göstergelerinden olan atıl işgücü oranının ağustos ayı itibarıyla çeyreklik olarak 0,4 puan azalmasına rağmen halihazırdaki yüksek seviyesi göz önünde bulundurulduğunda, işgücü piyasasının, ana göstergelerin ima ettiği ölçüde güçlü olmayabileceği değerlendirilmektedir.

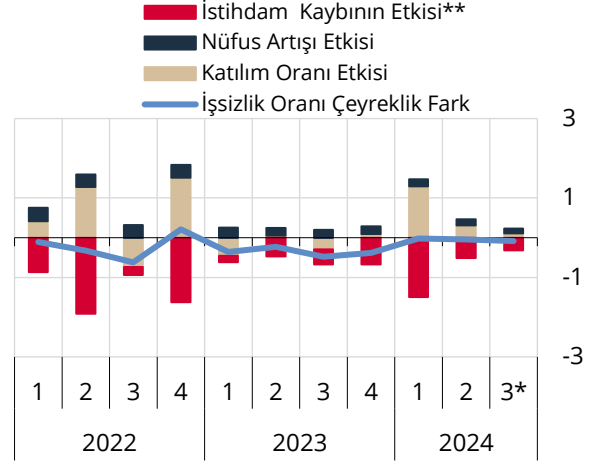
Grafik 2.3.9: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalamasıdır.

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



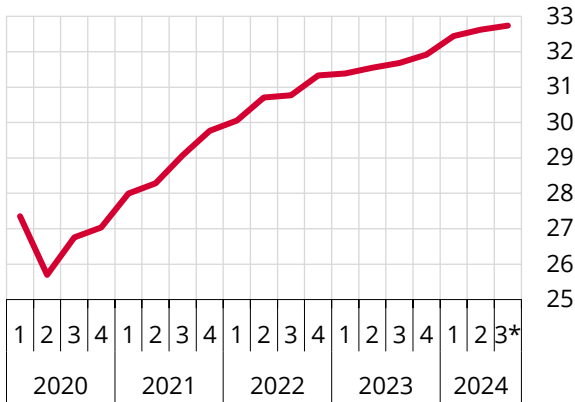
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalamasıdır.

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

Üçüncü çeyreğe ilişkin anket göstergeleri ve yüksek frekanslı veriler, sanayi istihdamındaki zayıf seyrin önümüzdeki dönemde devam edeceğine işaret etmektedir. Eylül ayı itibarıyla çeyreklik bazda toplam iş ilanları gerilerken toplam iş başvuruları artmaktadır. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, üçüncü çeyrekte firmaların istihdam görünümünün çeyreklik bazda bozulma kaydettiğini, gelecek üç ay içindeki istihdam beklentilerinin ise tarihsel ortalamasının altına gerilediğini göstermektedir (Grafik 2.3.12). Ekim ayı verileri ise son çeyrekte sanayi istihdamında yatay bir görünüme işaret etmektedir.

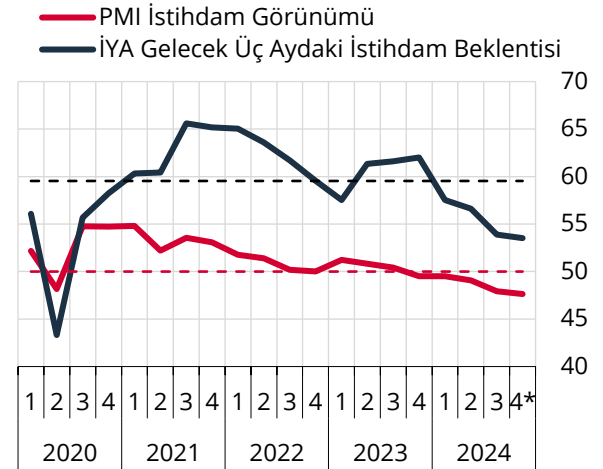
Grafik 2.3.11: Toplam İstihdam (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalamasıdır.

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



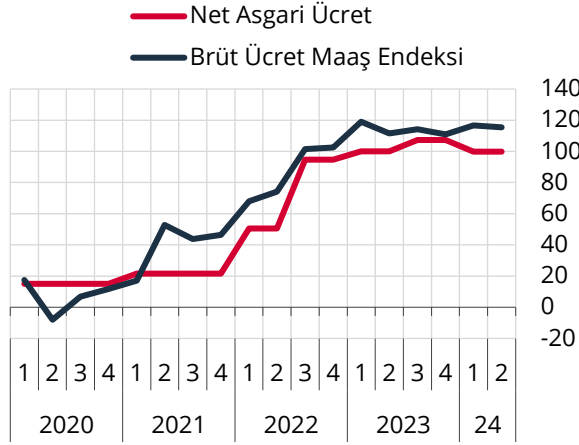
Kaynak: S&P Global, TCMB.

* Ekim 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.

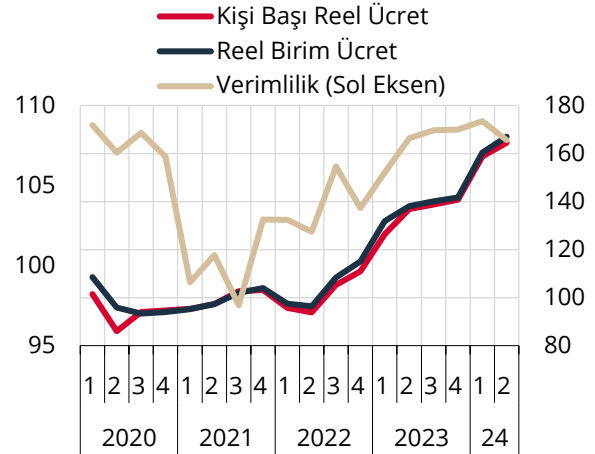
Tarım dışı nominal ücretlerdeki yıllık yükseliş oranı 2024 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 115,4 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.13). 2024 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın işgücü piyasasına yansımalarıyla tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam) sınırlı bir oranda gerilemiştir. Verimlilik kaybı yaşanırken kişi başı reel ücretlerdeki artışın yavaşlayarak da olsa sürmesi sonucunda tarım dışı reel birim ücretlerdeki artış (kişi başı reel ücret/verimlilik) ikinci çeyrekte sürmüştür (Grafik 2.3.14). Ancak, 2024 yılının kalanında reel birim ücretlerin, önceki yıla kıyasla daha ılımlı seyrederek, dezenflasyon sürecine katkı vermesi beklenmektedir.

Grafik 2.3.13: Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret (Nominal, Yıllık % Değişim)



Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

Grafik 2.3.14: Tarım Dışı Kısmi Emek Verimliliği*, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret** (Mev. Arındırılmış, 2021=100)



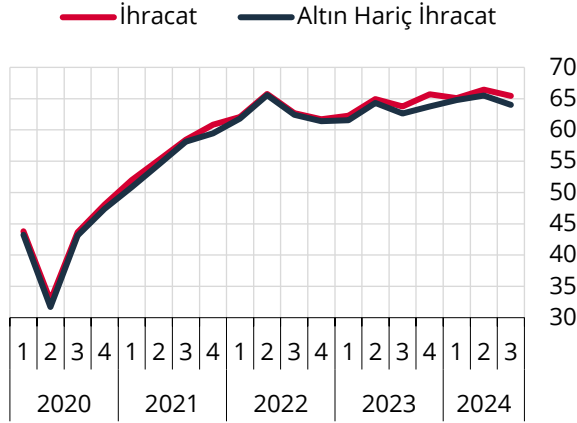
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam.

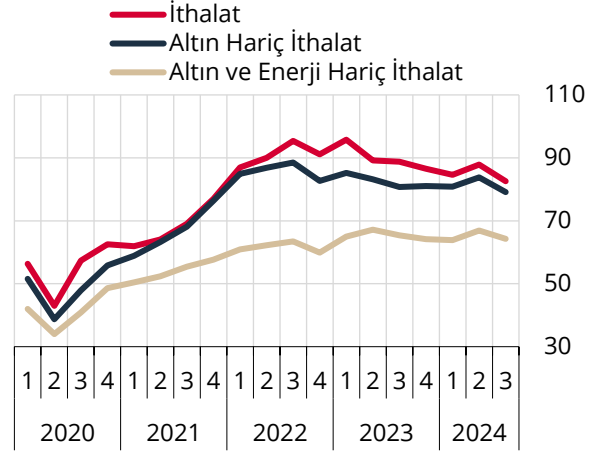
** Kişi başı reel ücret/verimlilik. Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

2024 yılının üçüncü çeyreğinde altın hariç ihracat ve ithalat azalmıştır. Türkiye'nin ana ticaret ortaklarının iktisadi faaliyetindeki çeyreklik bazda kısmi toparlanma ve ihracat iklim endeksinin eşik değerinin üzerindeki seyri, ihracattaki azalışı sınırlamıştır (Grafik 2.3.15). Altın ihracatı ikinci çeyreğe kıyasla artarken enerji ihracatı belirgin oranda gerilemiş, böylelikle mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak altın ve enerji hariç ihracatta sınırlı azalış gözlenmiştir. Bu dönemde, motorlu kara taşıtları, elektrikli teçhizat, ana metal ve fabrikasyon metal sektörleri ihracata pozitif katkı sağlarken, petrol ürünleri, diğer ulaşım araçları ve giyim eşyaları sektörleri ihracatı sınırlamıştır. Bölgesel olarak ise, yıllıklandırılmış olarak Avrupa Birliği, BDT (Bağımsız Devletler Topluluğu) ve Afrika ülkelerine yapılan ihracat artarken Orta Doğu'ya yapılan ihracat sınırlı düzeyde gerilemiştir. Üçüncü çeyrekte mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ithalat azalmıştır (Grafik 2.3.16). Çeyreklik azalışa en yüksek katkılar, tüketim ve ara malı ithalatından gelmiştir. Altın ithalatı sınırlı düzeyde azalmış, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış enerji ithalatında ise daha belirgin bir gerileme gerçekleşmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığında ikinci çeyrekte gözlenen artış altın hariç ithalattaki düşüşle birlikte üçüncü çeyrekte yerini azalışa bırakmıştır. Bu dönemde hem toplam hem de çekirdek dış ticaret açığı gerilemiştir. Öte yandan, geçici dış ticaret verileri ekim ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak aylık bazda ihracatta sınırlı azalışa, ithalatta ise artışa işaret etmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış olarak tüketim malı ithalatı, üçüncü çeyrekteki düşüşünün ardından ekim ayında yükselmiştir. Bununla birlikte, tüketim malları altında sınıflandırılan mücevher kalemi dışlandığında söz konusu artışın daha ılımlı olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, çeyreğin geri kalanında tüketim malları başta olmak üzere ithalatın izleyeceği seyir talepteki dengelenme açısından yakından izlenecektir.

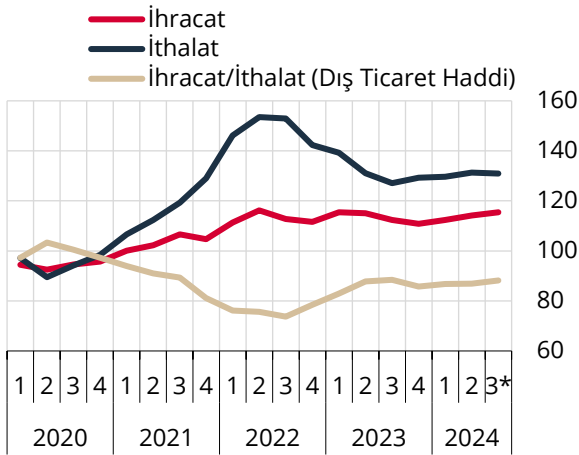
Grafik 2.3.15: İhracat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 2.3.16: İthalat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

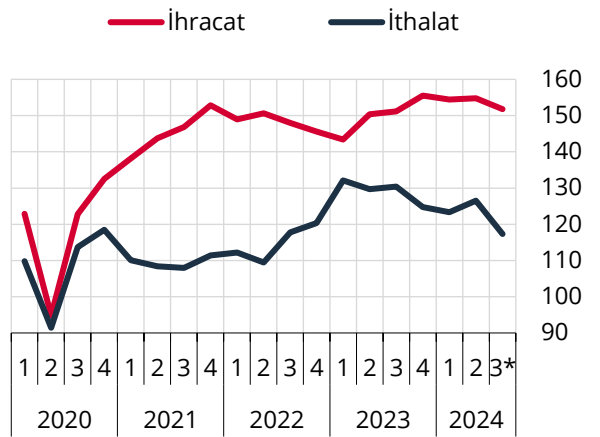
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Üçüncü çeyrekte dış ticaret haddi sınırlı artış kaydetmiş, ithalat miktar endeksinde ihracat miktar endeksindekine kıyasla daha yüksek gerçekleşen gerileme, dış ticarete miktarsal dengelemeye işaret etmiştir. Temmuz-ağustos ortalaması olarak hesaplanan üçüncü çeyrek dış ticaret birim değer endekslerine göre, ihracat fiyatları sınırlı oranda artarken ithalat fiyatları yatay seyrini korumuştur (Grafik 2.3.17). Böylelikle dış ticaret haddi, dış ticaret dengesini bu dönemde de olumlu yönde etkilemeyi sürdürmüştür. Diğer taraftan, dış ticaret miktarları açısından bakıldığında, üçüncü çeyrekte mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat ve ithalat miktarı gerilerken ithalat miktarındaki azalış daha yüksek olmuştur (Grafik 2.3.18). Bu gelişme neticesinde, dış ticarete gerçekleşen miktarsal dengelemenin dış ticaret açığındaki iyileşme eğilimini desteklediği gözlenmiştir. Mal grupları bazında incelendiğinde, ithalat miktarındaki azalışa tüm mal gruplarının katkı verdiği görülürken tüketim malı ithalat miktarındaki azalış diğer gruplara kıyasla daha güçlü gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.19). Tüketim malı ithalat miktarındaki seyirde temmuz ve ağustos aylarındaki gerileme etkili olmuştur.

Grafik 2.3.17: Dış Ticaret Birim Değer Endeksleri (2015=100)

Kaynak: TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalamasıdır.

Grafik 2.3.18: Dış Ticaret Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)

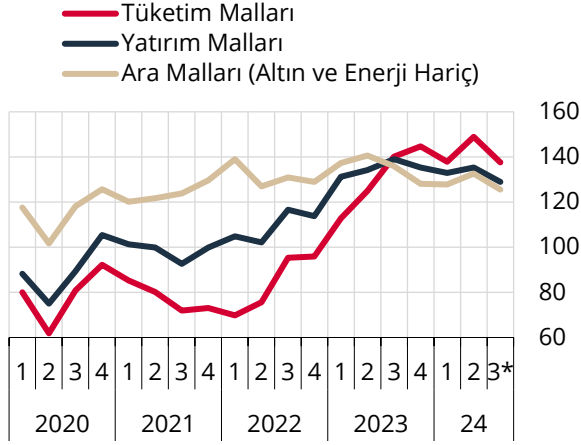
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Temmuz-ağustos ayları ortalamasıdır.

Hizmetler dengesi hem seyahat hem de taşımacılık gelirlerinin desteğiyle güçlü görünümünü sürdürmektedir. Ağustos ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış taşımacılık gelir dengesinin yılın üçüncü çeyreğinde artış göstermesinin ve net seyahat gelirlerindeki yüksek seyrin sürmesinin etkisiyle hizmetler dengesi fazlası bu dönemde de artmaya devam etmiştir (Grafik 2.3.20). Buna ilaveten, TÜİK tarafından yayımlanan "2023 yılı Uluslararası Hizmet Ticareti İstatistikleri" bülteni çerçevesinde hizmetler dengesinde 2022 itibarıyla yukarı yönlü revizyonlar gerçekleşmiştir. Söz konusu revizyonlar hizmetler dengesine 2024 yılı temmuz ayında 12-aylık birikimli olarak 4 milyar ABD doları, yıl başından bu yana ise 2,2 milyar ABD doları pozitif katkı sağlamıştır. Mevsim ve takvim etkilerinden

arındırılmış yabancı ziyaretçi sayısında devam eden artış eğilimi, seyahat gelirlerindeki yükselişe katkı sağlamayı sürdürmüştür. Öncü veriler, eylül ayında da yabancı ziyaretçi sayısının yüksek seviyelerini koruduğuna ve net seyahat gelirine olumlu katkı sunmaya devam ettiğine işaret etmektedir.

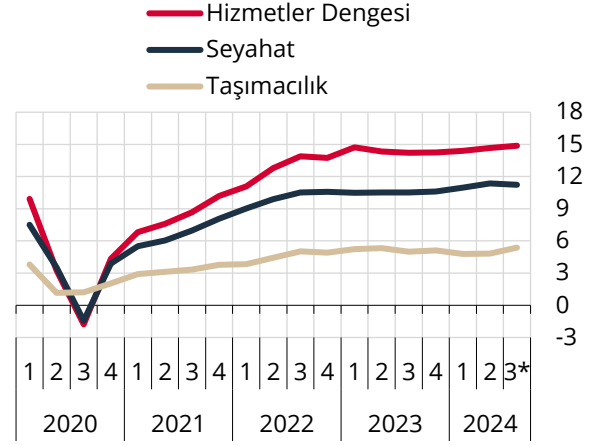
Grafik 2.3.19: Mal Grupları İtibarıyla İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Temmuz-aoğustos ayları ortalamasıdır.

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

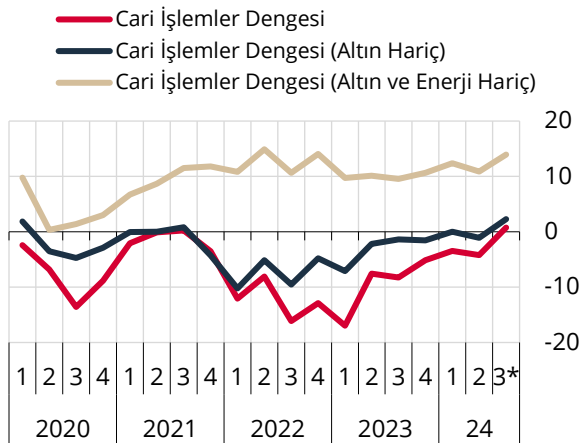


Kaynak: TCMB.

* Temmuz-aoğustos ayları ortalamasıdır.

Dış ticaret açığındaki belirgin azalış ve hizmetler dengesindeki süregelen güçlü seyir ile cari işlemler dengesindeki iyileşme üçüncü çeyrekte ivme kazanmıştır. Birincil gelir dengesindeki bozulmaya karşın dış ticaret açığının belirgin şekilde gerilemesinin ve hizmetler dengesinin güçlü katkısı sürdürmesinin etkisiyle mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari açık, üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre belirgin biçimde azalmıştır (Grafik 2.3.21). Benzer şekilde ana eğilim göstergesi niteliğindeki altın ve enerji hariç cari işlemler dengesindeki fazla da mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak üçüncü çeyrekte artış göstermiştir. Bu dönemde hem altın hem de enerji dış ticaret açığı gerilemiştir. Bu gelişmelerin yanı sıra, hizmetler dengesi kalemindeki revizyon 12-aylık birikimli cari açığı 4 milyar ABD doları azaltıcı yönde etkide bulunmuştur. Revizyonun kaynaklarına bakıldığında, hem 2023 yılındaki hem de 2024 ocak-temmuz dönemindeki yukarı yönlü revizyonun önemli ölçüde taşımacılık gelirlerindeki (navlun gelirlerindeki) artış kaynaklı olduğu gözlenmiştir.

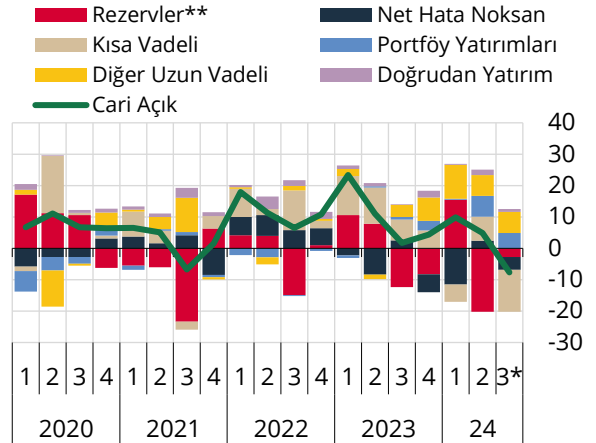
Grafik 2.3.21: Cari İşlemler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

* Temmuz-aoğustos ortalamaları kullanılarak hesaplanmıştır.

Grafik 2.3.22: Cari Açığın Finansmanı (Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

* Temmuz-aoğustos ayları toplam değeridir.

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

Cari işlemler dengesinin finansmanında portföy yatırımlarının ağırlığı azalırken uzun vadeli kalemlerin ağırlığı artmış, rezerv birikimi devam ederken net hata ve noksan kaleminde çıkışlar gözlenmiştir.

Ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte yurt dışı yerleşiklerin gayrimenkul hariç doğrudan yatırımları önceki çeyreğe kıyasla gerilemiştir. Hisse ve borçlanma senedi piyasalarına portföy girişleri ile krediler gibi kısa vadeli yatırım kalemleri kaynaklı girişler ise önceki çeyreğe kıyasla azalmıştır (Grafik 2.3.22). Yılın üçüncü çeyreğinde sermaye girişleri ağırlıklı olarak uzun vadeli krediler ile bankacılık ve özel sektörün tahvil ihraçlarıyla gerçekleşmiştir. Bu dönemde, net hata ve noksan kaleminden çıkış gerçekleşirken rezervler artmıştır. Öncü veriler, resmi rezervlerin eylül ayında yükseliş kaydettiğine işaret etmektedir. Ayrıca, Hazine ve Maliye Bakanlığının 25 Eylül tarihinde gerçekleştirdiği ABD doları cinsinden 10 yıl vadeli 3,5 milyar dolar tutarındaki tahvil ihracı ile 1,6 milyar dolar nakit finansman sağlanmış, uzun bir aradan sonra ilk defa yükümlülük yönetimi işlemi de yapılmıştır. Bu kapsamda 2025 yıl sonuna kadar gerçekleşecek yaklaşık 1,9 milyar dolar anapara geri ödemesi 2035 yılına ötelenmiştir.

Kamu Maliyesi Gelişmeleri

Yılın ilk dokuz ayında merkezi yönetim bütçesi 1074,0 milyar TL bütçe açığı ve 161,3 milyar TL faiz dışı açık kaydetmiştir. Bu dönemde finansman ihtiyacının karşılanmasında hem iç hem de dış borçlanma kullanılmış; uluslararası sermaye piyasalarından yaklaşık 10,5 milyar ABD doları tutarında finansman sağlanmıştır. Böylelikle 2024 yılı Hazine Finansman Programı'nda 10 milyar ABD doları olarak hedeflenen dış finansman tutarı aşılmıştır. Merkezi yönetim borç stokunun milli gelire oranının 2024 yılı eylül ayında yüzde 22,0; iç ve dış borç stokunun milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 11,1 ve yüzde 10,9 olduğu tahmin edilmektedir. Ocak-ekim döneminde hazine nakit açığı 1703,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Ocak-eylül döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre, gelirler yüzde 76,9 oranında, harcamalar ise yüzde 81,1 oranında artış kaydetmiştir. Söz konusu dönemde vergi gelirlerinin faiz dışı harcamaları karşılama oranı yüzde 82,2 olmuştur. Personel giderlerinin faiz dışı harcama artışına verdiği katkıda memur maaşlarında yapılan düzenlemeler de rol oynamıştır. Faiz dışı harcamalar içinde önemli bir paya sahip olan cari transferler yılın ilk dokuz ayında yüzde 68,7 oranında yıllık artış kaydetmiştir. Emeklilere bayram ikramiyesi miktarının 2024 yılında yükseltilmesinin yanı sıra EYT uygulamasıyla emekli sayısının artması ve gelirden ayrılan payların yüksek bir yıllık artış kaydetmesinin de cari transferlerin artışına etkisi olmuştur. Ayrıca kamu teşebbüslerine, görevlendirme giderleri kapsamında 164,8 milyar TL'si Elektrik Üretim A.Ş.'ye olmak üzere toplam 170,9 milyar TL; borç verme kapsamında 71,9 milyar TL'si Toprak Mahsulleri Ofisi'ne, 61,7 milyar TL'si T.C. Devlet Demiryolları'na olmak üzere toplam 158,2 milyar TL aktarım yapılmıştır. Öte yandan, vergi gelirlerinin artışına en yüksek katkı gelir vergisinden gelmiştir. Yurt içi talepteki yavaşlamanın da etkisiyle ÖTV ve ithalde alınan KDV'nin vergi gelirlerinin artışına yaptığı katkı son aylarda azalmaktadır. Kurumlar vergisi ocak-eylül döneminde yüzde 37,7 oranında düşük bir yıllık artış kaydetmiştir. Yılın ilk dokuz ayında tahsil edilen toplam 49,7 milyar TL tutarındaki yeniden yapılandırma geliri ise bütçeye katkı sağlamıştır.

Yıllıklandırılmış bütçe açığının milli gelire oranının eylül ayı itibarıyla yüzde 4,9 civarında olduğu tahmin edilmektedir. Eylül ayında açıklanan Orta Vadeli Program'da harcamaların ve gelirlerin milli gelire oranı için 2024 yılı gerçekleşme tahminleri sırasıyla yüzde 25,4 ve yüzde 20,5 olarak verilmiş olup, bütçe açığı/GSYİH oranının yıl sonunda yüzde 4,9 olacağı öngörülmüştür (Kutu 2.4).

Mercek Altı 2.2

Perakende Satış Hacim Endeksine Detaylı Bir Bakış

Perakende satış hacim endeksi, perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin satışlarını aylık olarak ölçerek tüketim talebine ilişkin önemli bir öncü gösterge işlevi görmektedir. Perakende satış hacim endeksleri, 3 basamaklı faaliyet seviyesinde (NACE Rev. 2 sınıflamasına göre) 9 kırılım, 4 basamaklı faaliyet seviyesinde 3 kırılım olmak üzere toplam 12 kırılımda açıklanmaktadır (Tablo 1). Bu çalışmada, son dönemde perakende satış hacim endeksinde yaşanan artışın sürükleyicilerini anlamak amacıyla, Gelir İdaresi Başkanlığı'ndan derlenen aylık ciro verileri kullanılıp "**4'lü NACE kodu seviyesinde perakende satış hacim endeksleri**" tahmin edilmektedir.

Tablo 1: Perakende Satış Hacim Endeksi Yayınlanan Faaliyet Grupları

Ana Başlık	Alt Başlıklar (NACE Rev2. 3 Basamaklı Faaliyet Seviyesi)
Perakende Ticaret (G47)	G471- Belirli bir mala tahsis edilmemiş mağazalardaki perakende ticaret
	G472- Belirli bir mala tahsis edilmemiş mağazalarda gıda, içecek ve tütün perakende ticareti
	G473- Belirli bir mala tahsis edilmemiş mağazalarda otomotiv yakıtının perakende ticareti
	G474- Belirli bir mala tahsis edilmiş mağazalarda bilgi ve iletişim teknolojisi teçhizatının perakende ticareti
	G475- Belirli bir mala tahsis edilmiş mağazalarda diğer ev eşyalarının perakende ticareti
	G476- Belirli bir mala tahsis edilmiş mağazalarda kültür ve eğlence mallarının perakende ticareti
	G477- Belirli bir mala tahsis edilmiş mağazalarda diğer malların perakende ticareti
	G478- Tezgahlar ve Pazar yerleri vasıtasıyla yapılan perakende ticaret
	G479- Mağazalar, tezgahlar ve pazar yerleri dışında yapılan perakende ticaret
	G4711- Belirli bir mala tahsis edilmemiş mağazalarda gıda, içecek veya tütün ağırlıklı perakende ticaret
	G4719- Belirli bir mala tahsis edilmemiş mağazalarda yapılan diğer perakende ticaret
	G4791- Posta yoluyla veya internet üzerinden yapılan perakende ticaret

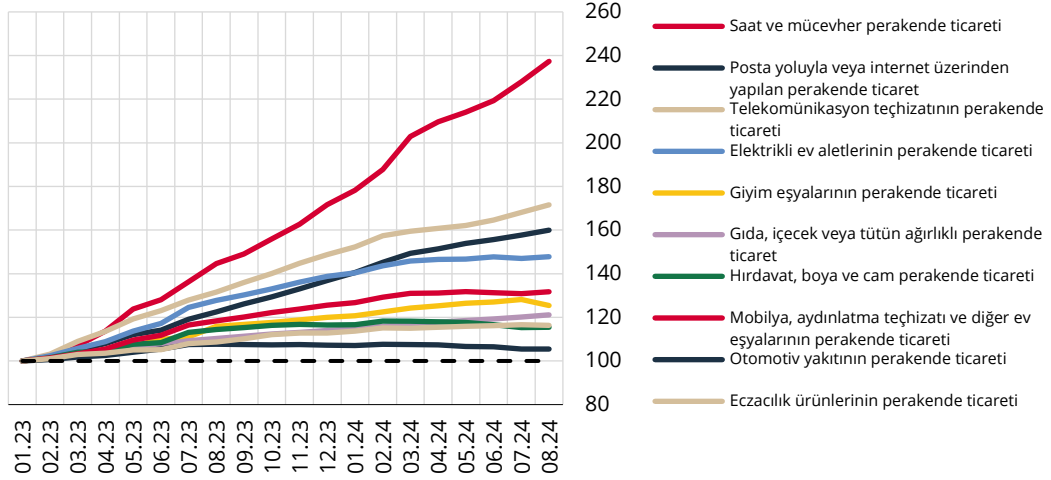
Kaynak: TÜİK Merkezi Dağıtım Sistemi (Biruni).

Endeksler hesaplanırken ilk olarak firma düzeyinde ciro verileri kullanılarak tüm perakende alt sektörleri için dört basamaklı sektör seviyesinde ciro endeksleri oluşturulmuştur. İkinci aşamada, TÜİK tarafından yayımlanan 3 basamaklı sektör seviyesinde ciro ve hacim endeksleri kullanılarak fiyat endeksleri elde edilmiştir. Son olarak, dört basamaklı sektör seviyesinde ciro endeksleri, oluşturulan fiyat endeksleri ile reelleştirilerek satış hacim endeksleri hesaplanmıştır. "Posta yoluyla veya internet üzerinden yapılan perakende ticaret", "gıda, içecek veya tütün ağırlıklı perakende ticaret" ile "diğer perakende ticaret" sektörlerinde hacim endeksleri TÜİK tarafından dört basamaklı sektör düzeyinde açıklandığından, bu sektörler için yayımlanan satış hacim endeksleri aynen kullanılmıştır.

Dört basamaklı sektör düzeyinde perakende satış hacim endeksleri Grafik 1'de gösterilmektedir.

Hesaplanan endekslerin 2023 yılı başından itibaren seyri incelendiğinde, "saat ve mücevher perakende ticareti", "posta yoluyla veya internet üzerinden yapılan perakende ticareti" ve "telekomünikasyon teçhizatının perakende ticareti" sektörlerinin diğer sektörlerden ayrıştığı gözlenmektedir. Özellikle "saat ve mücevher perakende ticareti" sektöründeki ayrışma dikkat çekmektedir. Bu ayrışmada sektörün toplam cirosunun çok büyük bir kısmını oluşturan altın ve altın ürünleri ticareti kaynaklı perakende ticaretteki artış belirleyici olmuştur. "Telekomünikasyon teçhizatının perakende ticareti" ile "posta yoluyla veya internet üzerinden yapılan perakende ticareti" sektörlerindeki satış hacim endeksleri ise, 2024 yılında 2023 yılına kıyasla yavaşlamakla birlikte, artmaya devam etmektedir. Son dönemde, toplam perakende sektörü cirosu içerisindeki payı yaklaşık yüzde 25 ile nispeten yüksek olan "gıda, içecek veya tütün ağırlıklı perakende ticaret" sektöründe ılımlı bir büyüme gözlenirken diğer sektörlerde yatay veya azalan bir seyir belirginleşmeye başlamıştır.

Grafik 1: 4'lü NACE Kodu Seviyesinde Perakende Satış Hacim Endeksleri* (2023 Ocak=100, 12 Aylık H.O.)

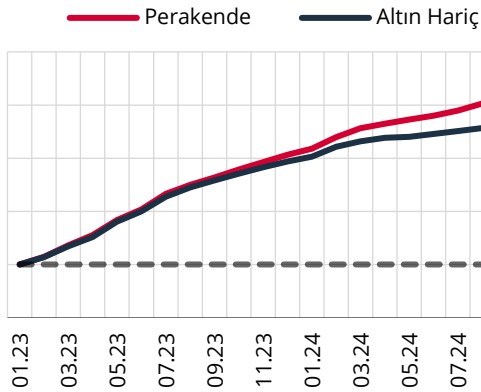


Kaynak: GİB, TÜİK ve Yazarların hesaplamaları.

* Son bir yılda perakende sektörü yurt içi cirosu içerisindeki payı yüzde 2'nin üzerinde olan sektörler grafikte gösterilmektedir.

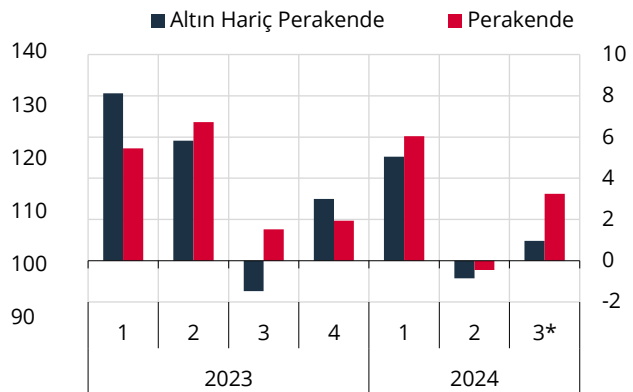
Bu bulgular ışığında, tüketim talebi eğilimini daha sağlıklı incelemek amacıyla toplam perakende sektörü satış hacminden "saat ve mücevher perakende ticareti" sektörü dışlanarak "altın hariç perakende satış hacim endeksi" oluşturulmuştur. Bu endeks, 2023 yılının haziran ayından itibaren belirgin bir şekilde TÜİK tarafından yayımlanan toplam perakende sektörü satış hacim endeksinin altında seyretmektedir (Grafik 2). Son dönem gelişmelerine bakıldığında ise, altın hariç perakende satış hacmindeki artışın toplam endeksteeki artışa kıyasla daha ılımlı olduğu gözlenmektedir (Grafik 3). Temmuz-aoğustos döneminde toplam perakende satış hacim endeksi çeyreklik olarak yüzde 3,2 oranında artarken altın hariç perakende satış hacim endeksindeki artış oranı yüzde 1 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Grafik 2: Perakende Satış Hacim Endeksi ve Altın Hariç Perakende Satış Hacim Endeksi (2023 Ocak = 100, 12 Aylık H.O.)



Kaynak: GİB, TÜİK ve Yazarların hesaplamaları.

Grafik 3: Perakende Satış Hacim Endeksi ve Altın Hariç Perakende Satış Hacim Endeksi (MTA, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: GİB, TÜİK ve Yazarların hesaplamaları.

* Temmuz-aoğustos dönemi itibarıyla. MTA: Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış.

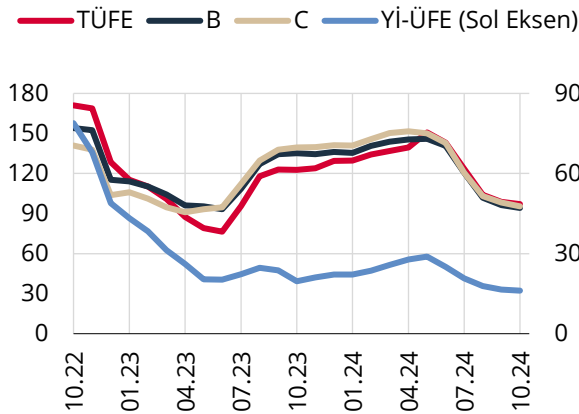
Özetle, dört basamaklı sektör düzeyinde hesaplanan perakende satış hacim endeksleri alt sektörler bazında önemli farklılıklara işaret etmektedir. Perakende satış hacim endeksinde son dönemde gözlenen artışın önemli bir kısmının altın ve altın ürünleri ağırlıklı saat ve mücevher sektöründen kaynaklandığı görülmektedir. Söz konusu sektör dışlandığında elde edilen perakende satış hacim endeksi, tüketim talebindeki artışın daha ılımlı olduğuna işaret etmektedir.

2.4 Enflasyon

Tüketici enflasyonu 2024 yılı ekim ayında yüzde 48,6 oranına gerileyerek, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla, 13,2 puan düşüş göstermiştir (Grafik 2.4.1). Uluslararası emtia fiyatlarında mayıs ayında başlayan gerileme eğilimi ağustos ayında da devam etmiş, eylül ayında ise enerji dışı emtia fiyatlarında gözlenen yükseliş ekim ayında ana gruplar geneline yayılmıştır. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi eylül ayı itibarıyla tarihsel ortalamasına yakın seyrederek küresel arz kısıtlarında ılımlı bir görünüme işaret etmiştir. Nominal döviz kuru sepetindeki artış ağustos ayında bir miktar güçlendikten sonra eylül ayı sonrasında yeniden zayıflamıştır. Bu görünüm altında, tüketici enflasyonu üzerinde üretici fiyatları kaynaklı baskılar zayıflamaya devam etmiştir.

2024 yılı üçüncü çeyreğinde talepteki yavaşlamanın devam ederek enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelere yaklaştığı tahmin edilmektedir. Bu dönemde, etkisi toplamda 2,9 puanı bulan yönetilen-yönlendirilen kalemlerdeki fiyat artışları ile vergi güncellemeleri enflasyon görünümü üzerinde öne çıkan unsurlardan biri olmuştur. Dönemsel fiyatlama ve geriye doğru endeksleme davranışı güçlü olan grupların ve yönetilen/yönlendirilen kalemlerin öncülüğünde özellikle hizmet enflasyonunda yüksek seyir devam etmiştir. Bu çeyrekte, enflasyon beklentileri gerilese de gelenen seviyeler Enflasyon Raporu öngörülerinin üzerindeki düzeyini korumuştur. Üçüncü çeyrek gelişmeleri alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık tüketici enflasyonundaki düşüşe en önemli katkı gıda grubundan gelirken bu görünüm ekim ayında taze meyve-sebze fiyatları kaynaklı olarak sekteye uğramıştır. Bu çeyrekte, temel mal ve hizmet grupları da düşüşe katkı verirken enerji ve alkol-tütün-altın gruplarının yıllık enflasyonu azaltıcı yöndeki etkileri daha sınırlı olmuştur. Ekim ayına gelindiğinde tüketici enflasyonu üzerinde taze meyve ve sebze fiyatlarına bağlı olarak gıda fiyat artışının etkisi öne çıkmıştır (Grafik 2.4.2).

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

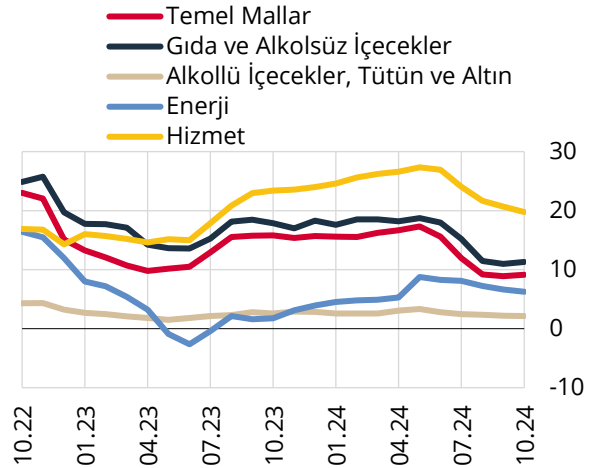


Kaynak: TÜİK.

* B endeksi: İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışı TÜFE.

C endeksi: Gıda ve alkolsüz içecekler, enerji, alkol-tütün ve altın dışı TÜFE.

Grafik 2.4.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)

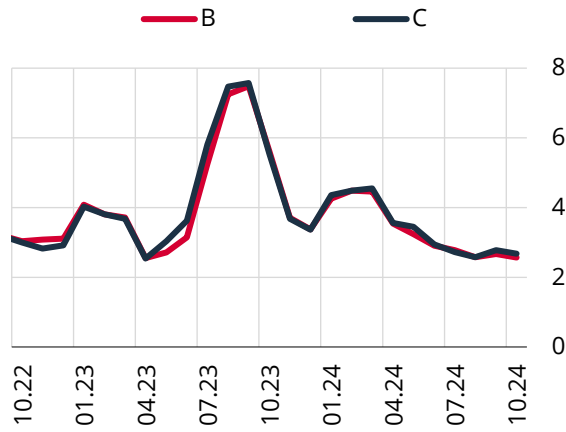


Kaynak: TCMB, TÜİK.

Enflasyonun ana eğilimi yavaşlamakla birlikte öngörülerin üzerinde seyretmiştir. Eylül itibarıyla, B ve C endekslerinde mevsimsellikten arındırılmış üç aylık ortalama artışlar, sırasıyla, yüzde 2,7 ve yüzde 2,8 seviyelerinde gerçekleşerek bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı bir yavaşlama göstermiştir (Grafik 2.4.3). Bu gelişmede, temelde yönetilen ve yönlendirilen kalemlerdeki düzenlemelerin ve zamana bağlı fiyat belirleme ile geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi yüksek hizmet gruplarının etkisi belirgin olmuştur. Ekim ayında ise B ve C göstergelerindeki yavaşlama eğilimi devam etmiştir. B endeksini oluşturan alt gruplar incelendiğinde, yılın üçüncü çeyreğinde aylık fiyat artışları hizmetlerde yüksek seyrini korumuş, ekim ayı ile birlikte ise yavaşlamıştır (Grafik 2.4.4). Dinamikleri itibarıyla diğer hizmet kalemlerinden ayrıran kiralar dışarıda bırakıldığında, hizmet grubu aylık fiyat artışlarının kademeli olarak güç kaybetmekte olduğu izlenmektedir. Rapor döneminde temel mallarda fiyat artışları önemli ölçüde zayıflamış, bu görünüm ağustos ayındaki değer kaybı ile yerini kısmi bir yükselişe bıraksa da genel itibarıyla temel mallar düşük seyretmeye devam

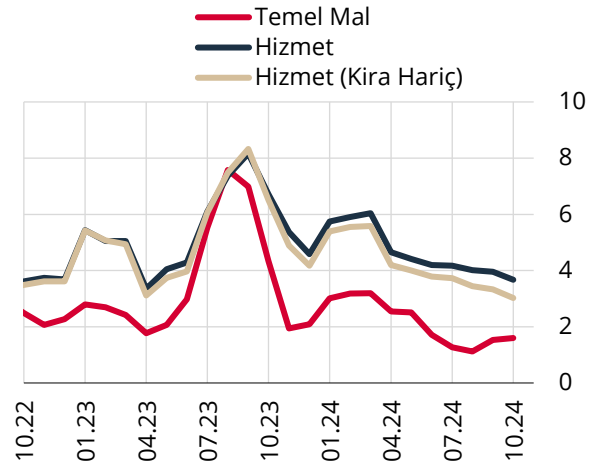
etmiştir (Grafik 2.4.4). B endeksinin bir diğer bileşeni olan işlenmiş gıda enflasyonunda da bu dönemde gerileme gözlenmiştir. Medyan enflasyon, SATRIM, Dinamik Faktör gibi alternatif göstergeler de benzer bir eğilim sergileyerek çekirdek gruplardaki görünümü teyit etmiştir. Ana eğilime ilişkin alternatif göstergelerin üç aylık ortalaması bir önceki çeyrek sonundaki yüzde 2,8'den, üçüncü çeyrekte yüzde 2,6'ya, ekim ayında ise yüzde 2,4 seviyesine yavaşlamıştır (Grafik 2.4.5, Kutu 2.5). Bu dönemde, hizmet grubu fiyat artışı önceki çeyreğe kıyasla bir miktar yavaşlamakla birlikte görece güçlü seyretmiştir (Tablo 2.4.1). En yüksek fiyat artışı, sözleşme yenileme oranının üçüncü çeyrekte yükselmesinin de etkisiyle, kira alt grubunda kaydedilmiştir. Gerek Perakende Ödeme Sistemi (PÖS) mikro verilerinden elde edilen yeni ve yenilenen sözleşmelerde oluşan gerekse de konut değerlendirme raporları üzerinden takip edilen kira artış oranlarının TÜFE'deki mevcut yıllık kira enflasyonunun altında değerler aldığı ve gerilediği izlenmektedir (Grafik 2.4.6, Kutu 2.6). Önümüzdeki aylarda sözleşme yenileme oranının üçüncü çeyreğe kıyasla azalacak olması ve sözleşmelerde referans olarak kullanılan artış oranlarının düşüşü, yılın son çeyreğinde aylık kira enflasyonunun yavaşlayacağına işaret etmektedir. Nitekim, ekim ayında kira aylık enflasyonu yavaşlama göstererek bu görünümü teyit etmiştir. Üçüncü çeyrekte hizmet enflasyonu üzerinde okula dönüş etkisi belirgin olmuştur. Eğitim hizmetleri üniversite ücretlerine istinaden yüksek oranda artarken, okul servis ücretleri ulaştırma hizmetlerini, okul yurt ücretleri ise konaklama hizmetleri fiyatlarını yukarı çekmiştir. Başta akaryakıt fiyatlarındaki maktu vergi artışı olmak üzere yönetilen-yönlendirilen kalemlerdeki düzenlemeler ulaştırma hizmetleri enflasyonunu olumsuz yönde etkilemiştir. Bu dönemde lokanta-otel grubunda yemek hizmetleri önceki çeyreğe kıyasla güç kaybederken, haberleşme hizmetleri fiyat artışı zayıflayan bir diğer hizmet grubu olmuştur. Temel mallarda fiyat artışı diğer grupların altında kalmaya devam etmiştir. Dayanıklı mal grubu fiyatlarındaki ılımlı görünümünde döviz kurundaki seyir ve iç talepteki yavaşlamanın yansımaları hissedilmiştir. Mobilya fiyatları üçüncü çeyrekte düşüş göstermiştir. Bir önceki çeyrekte gerileyen (beyaz eşya dışındaki) elektrikli ve elektriksiz alet fiyatları, bu çeyrekte yatay seyretmiştir. Diğer taraftan, otomobil ve beyaz eşyalarda çeyreklik enflasyonun bir miktar yükseldiği görülmüştür. Otomobil fiyatlarındaki hızlanmada genel güvenlik regülasyonları (GSR2) ve ağustos ayında euro kurunda gözlenen yükselişin etkili olduğu değerlendirilmektedir. Ekim ayında ise, fiyat artışının mevsimsel etkilerden arındırıldığında gerek temel mal gerekse hizmetler grubunda gerilediği izlenmiştir.

Grafik 2.4.3: B ve C Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

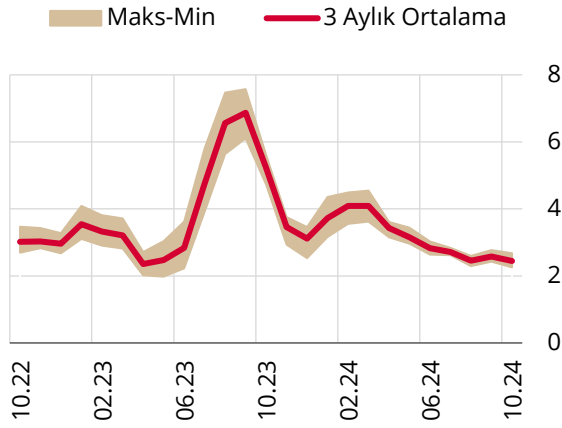
Grafik 2.4.4: Hizmet ve Temel Mal Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

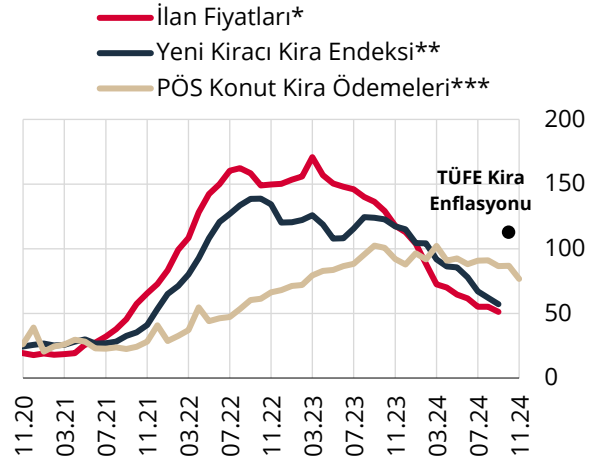
Grafik 2.4.5: Ana Eğilim Göstergeleri*

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Mevsimsellikten arındırılmış B, C, SATRIM, Medyan, oynak kalemleri dışlayan (V_1), dinamik faktör göstergelerinin aylık ortalaması. Taralı alan maksimum ve minimum aralığını göstermektedir.

Grafik 2.4.6: Kira Öncü Göstergeler (Yıllık % Değişim)

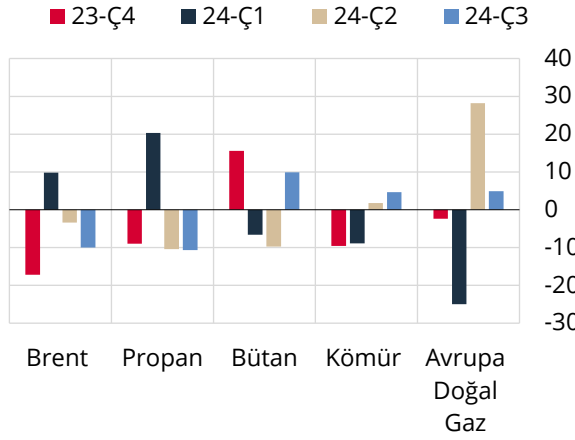
Kaynak: Sahibinden.com, TCMB.

* Sahibinden.com üzerinden Türkiye'nin en büyük üç ili (İstanbul, Ankara ve İzmir) için ilan edilen kira tutarları (TL/m2) kullanılarak oluşturulmuştur.

** TCMB konut fiyat endeksi çalışması kapsamında konut kredileri değerlendirme raporlarından elde edilen eksper görüşlerine dayalı göstergedir.

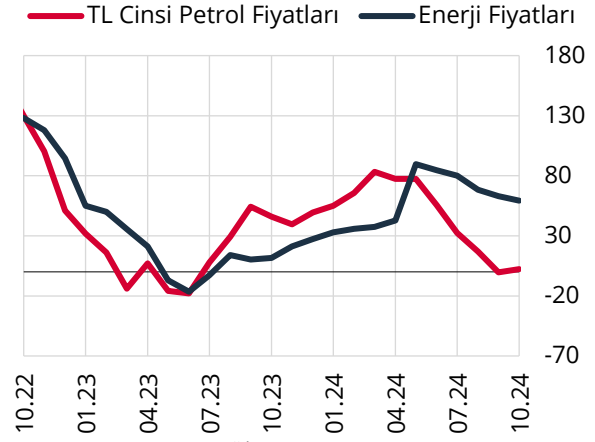
*** Yeni ve yenilenen sözleşmelerin bir önceki sözleşmeye göre yüzde değişimi kasım ayının ilk 7 gününe ilişkin veriyi içermektedir.

Üçüncü çeyrekte yurt içi enerji fiyatları olumsuz bir seyir izlemiştir. Yurt içi enerji fiyatları yılın üçüncü çeyreğinde güçlenerek yüzde 18,04 oranında yükselmiştir (Tablo 2.4.1). Küresel enerji emtia fiyatları bu dönemde Brent petrol ve propan fiyatları kaynaklı gerilerken; bütan, kömür ve doğal gaz fiyatları artış göstererek bu görünümünden ayrışmıştır (Grafik 2.4.7). Haziran ayında ortalama yaklaşık 83 ABD doları düzeyinde olan uluslararası Brent tipi ham petrol fiyatı, zayıf talep görünümüne karşın arz yönlü etkiler ve jeopolitik riskler ile dalgalı bir seyir izleyerek temmuz ayında yükseldikten sonra izleyen dönemde yeniden gerilemiştir. Petrol fiyatı, eylül ayını yaklaşık 74 ABD doları ortalamasında tamamladıktan sonra ekim ayında yeniden yükseliş kaydetmiştir. Bu çeyrekte sepet döviz kurunda ağustos ayında gözlenen güçlenme sonrasında daha ılımlı bir seyir izlenmiştir. Bu doğrultuda, ilgili çeyrekte enerji emtia fiyat baskıları zayıflamıştır (Grafik 2.4.8). Bu görünüme karşın, TÜFE'de enerji fiyatları bu dönemde vergi ve yönetilen-yönlendirilen kalemlerdeki gelişmelerle yüksek bir artış göstermiştir. Akaryakıtta ve tüp gazda maktu ÖTV tutarları temmuz ayında güncellenmiştir. Meskenlere yönelik elektrik tarifelerinde temmuz ayında, doğal gaz tarifelerinde ise ağustos ayında sırasıyla yüzde 38,0 ve yüzde 27,6 oranlarında artış gerçekleşmiştir. Eylül ve ekim ayında ise enerji fiyatları ılımlı bir seyir izlemiştir.

Grafik 2.4.7: Enerji Emtia Fiyatları* (ABD Doları, Euro)

Kaynak: Bloomberg.

* Brent petrol varil; kömür ton; bütan ve propan ise galon bazında ölçülmektedir. Avrupa doğal gaz fiyatları euro cinsinden ve megawatt-saat başıdır.

Grafik 2.4.8: Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)

Kaynak: Bloomberg, TÜİK.

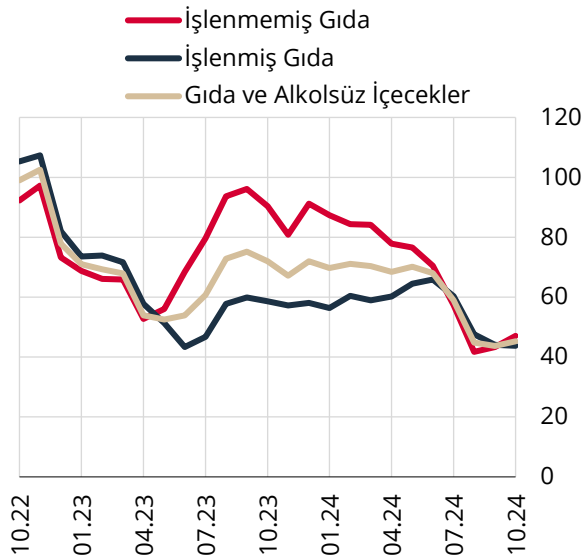
Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları

	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2023	2024			2023	2024		
	IV	I	II	III	IV	I	II	III
TÜFE	11,12	13,03	8,90	9,32	64,77	68,50	71,60	49,38
B	10,46	13,96	8,97	8,21	68,02	71,89	70,40	48,23
C	10,45	14,25	9,07	8,55	70,64	75,21	71,41	49,10
1. Mallar	9,74	10,65	7,16	8,00	55,46	58,17	62,56	40,27
Enerji	17,08	10,80	6,41	18,04	27,19	37,32	84,58	62,94
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	10,51	12,23	8,89	6,50	72,01	70,41	68,08	43,72
İşlenmemiş Gıda	10,51	11,71	9,36	6,34	91,23	84,14	70,50	43,34
Taze Meyve ve Sebze	2,96	6,97	18,26	2,41	81,29	82,67	78,61	32,70
Diğer İşlenmemiş Gıda	15,36	14,66	4,19	8,93	97,47	85,02	66,30	50,07
İşlenmiş Gıda	10,50	12,68	8,48	6,64	58,05	58,97	65,89	44,05
Ekmek ve Tahıllar	7,26	11,98	11,09	7,04	58,42	58,80	71,15	42,83
Diğer İşlenmiş Gıda	12,17	13,01	7,28	6,45	57,88	59,02	63,43	44,77
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	6,77	9,50	6,16	5,90	55,00	57,59	52,56	31,00
Temel Mallar	6,37	9,89	5,23	4,67	52,81	56,46	50,62	28,26
Giyim ve Ayakkabı	8,02	8,60	6,64	5,35	39,74	49,12	46,87	29,93
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	3,89	9,61	3,69	3,98	60,70	61,11	46,89	22,77
Diğer Temel Mallar	9,17	11,31	6,76	5,30	50,42	55,25	59,17	36,60
Alkollü İçecekler, Tütün	9,28	5,42	14,84	15,16	71,26	62,98	67,93	52,35
Altın	10,84	16,07	2,41	11,22	70,59	84,78	59,22	46,54
2. Hizmetler	14,41	19,20	13,11	12,34	90,66	96,48	95,27	72,92
Kira	20,63	26,09	18,68	20,36	108,58	123,95	123,64	117,43
Lokanta ve Oteller	12,57	20,02	11,38	9,83	93,24	94,97	90,67	65,41
Ulaştırma	12,88	12,64	12,24	8,30	92,44	94,41	103,54	53,92
Haberleşme	12,83	16,00	11,31	6,45	63,92	71,99	67,45	55,08
Diğer Hizmetler	13,62	17,65	12,12	12,26	85,20	90,41	89,06	68,49

Kaynak: TÜİK.

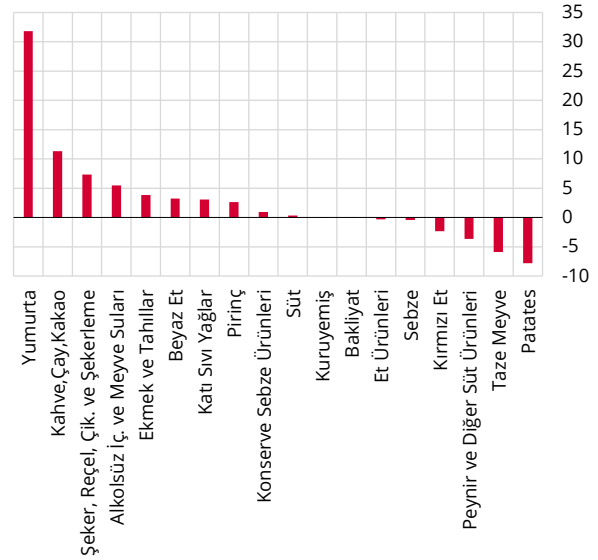
Nisan ayında manşet enflasyonun altına gerileyen yıllık gıda enflasyonu bu görünümü üçüncü çeyrek boyunca korumuş, ancak ekim ayına gelindiğinde taze meyve ve sebze kaynaklı olarak fiyatlar yüksek bir artış göstermiştir. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu üçüncü çeyrekte 24,36 puan azalarak yüzde 43,72 olmuştur. Yıllık enflasyon işlenmemiş gıdada 27,16 puan, işlenmiş gıdada ise 21,84 puan düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.4.9). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle gıda grubu enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamıştır. Bu dönemde taze meyve ve sebze grubu çeyreklik enflasyonunda (yüzde 2,41) oldukça belirgin bir zayıflama gözlenirken diğer gıda grubu çeyreklik enflasyonu sınırlı bir artışla yüksek seyirini korumuştur (Tablo 2.4.1). Üçüncü çeyrekte taze meyve ve sebze fiyatları, meyvede daha belirgin olmak üzere, tarihsel ortalamasının belirgin olarak altında bir oranda artmıştır (Grafik 2.4.10). Diğer gıda grubunda, ikinci çeyrekte tarihsel ortalamasının altında fiyat artışı kaydeden yumurta fiyatları bu dönemde yükselişi ile en çok dikkat çeken kalem olmuştur. Bunu, yaş çay alım fiyatlarındaki artışa istinaden ÇAYKUR tarafından temmuz ve eylül ayında yapılan fiyat artışları sonucunda çay grubu izlemiş, şekerleme ve çikolatalar diğer öne çıkan ürünler olmuştur. Beyaz et fiyatları ise balık fiyatları sebebiyle tarihsel ortalamasının üzerine çıkarken, kırmızı et fiyatları tarihsel eğiliminin altında seyretmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde tarihsel eğiliminin altında fiyat artışı gösteren diğer ürünler ise peynir ve diğer süt ürünleri ile patates olmuştur (Grafik 2.4.10). Ekim ayında ise işlenmemiş gıda fiyatları tarla-sera geçişinin de etkisiyle taze meyve ve sebze grubu kaynaklı olarak güçlü bir artış kaydederken, taze meyve ve sebze dışında kalan gıdalarda fiyat artışı ılımlı seyretmiştir.

Grafik 2.4.9: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 2.4.10: Gıda Alt Kalemleri Fiyatları* (2024Ç3 % Değişiminin Tarihsel Ortalamasından Sapması, Sıralanmış)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Gıda alt kalemleri bazında, 2024Ç3 çeyreklik yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021 üçüncü çeyreği dönemi) farkı.

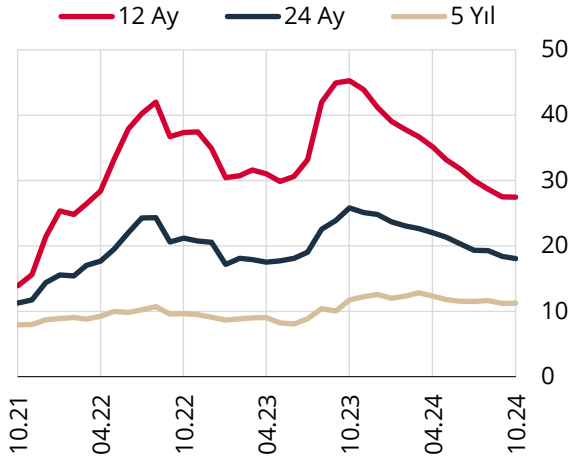
Yılın üçüncü çeyreğinde alkollü içecek ve tütün ürünleri fiyatları yüzde 15,16 oranında artmıştır. Temmuz ayında alkol ve tütün ürünlerinde Yİ-ÜFE'ye bağlı olarak maktu vergi artışı gerçekleşmiştir. Tütün ürünlerinde eylül ayında ise firma kaynaklı fiyat artışları izlenmiştir. Üçüncü çeyrekte alkollü içecek fiyatları yüzde 17,45 oranında artarken tütün ürünleri fiyatları yüzde 14,96 oranında yükselmiştir. Alkollü içecekler ve tütün grubunda yıllık enflasyon önceki çeyreğe kıyasla 15,57 puan düşerek yüzde 52,35 olmuş, bu çeyrekte alkol-tütün grubunun yıllık enflasyona katkısı 0,54 puan azalmıştır.

Enflasyonun Belirleyicileri

Enflasyon beklentileri gerileme eğilimini büyük ölçüde korumakla birlikte bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerinin üzerinde seyretmeye devam etmiştir. Ekim ayı Piyasa Katılımcıları Anketi sonuçlarına göre 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi 2,58 puan düşüşle yüzde 27,44, 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi ise 1,24 puan düşüşle yüzde 18,08 olarak gerçekleşmiştir. 5 yıl sonrasına ilişkin enflasyon

beklentisi ise 0,23 puanlık aşağı yönlü güncelleme ile yüzde 11,27 seviyesine gerilemiştir (Grafik 2.4.11). Öte yandan, 2024 yılı ve gelecek yıl sonuna ilişkin enflasyon beklentileri temmuz ayından sonra bir miktar artış kaydetmiş ve ekim ayı itibarıyla sırasıyla yüzde 44,11 ve yüzde 25,64 değerlerini alarak bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının üzerinde kalmıştır. Cari yıl sonu enflasyon beklentisinin tahminlerin üzerindeki seyrine rağmen, gerek 12 ay sonrası gerekse de gelecek yıl sonuna ait beklentiler dezenflasyon sürecinin korunacağına ve ara hedef niteliğindeki tahminlere gecikme ile ulaşılacağına işaret etmektedir. Hanehalkı ve reel kesim beklentileri incelendiğinde ise ayrışmalar dikkat çekmektedir. Gerek reel kesimin beklentilerini ölçen İktisadi Yönelim Anketi'nde gerekse de Tüketici Eğilim Anketi'nde enflasyon beklentileri gerilemiş ancak Piyasa Katılımcıları Anketi ile aralarındaki seviye farkları sınırlı bir şekilde kapanmıştır. Farklı kaynaklardan elde edilen veriler birlikte ele alındığında, beklentilerde iyileşmenin sürdüğü ancak söz konusu iyileşmenin öngörülere kıyasla daha yavaş gerçekleştiği izlenmektedir. Yayılım endeksi çeyreklik olarak değerlendirildiğinde, önceki çeyreğe kıyasla düşüş sergilemiştir (Grafik 2.4.12). Hizmetler sektörü, yayılım endeksini yılın üçüncü çeyreğinde yukarıya çekmeye devam etmiştir. Buna ek olarak, yönetilen enerji kalemlerindeki tarife düzenlemeleri, firmaların fiyatlama davranışlarını olumsuz etkileyerek yayılım endeksindeki düşüşü sınırlayan bir unsur olmuştur.

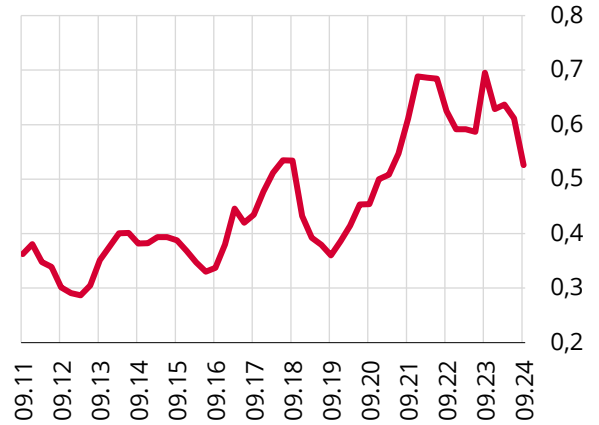
Grafik 2.4.11: Tüketici Enflasyonu Beklentileri* (%)



Kaynak: TCMB.

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

Grafik 2.4.12: TÜFE Yayılım Endeksi*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik Ortalama)

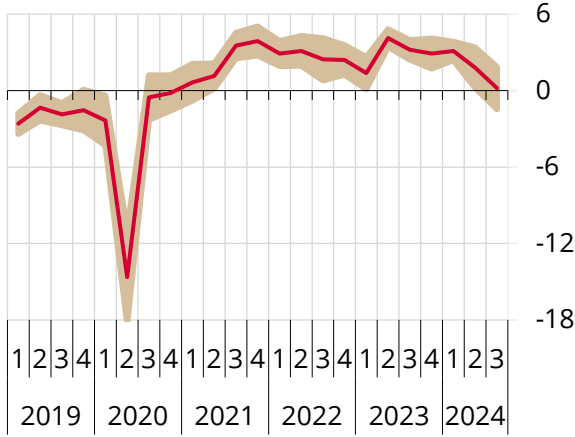


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Toplam talep yavaşlamaya devam ederek enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelere yaklaşmaktadır.

Toplam talep koşullarında yılın ikinci çeyreğinde başlayan yavaşlamanın yılın üçüncü çeyreğinde sürdüğü tahmin edilmektedir. Baz çıktı açığı tahmini nötr seviyeye önemli ölçüde yaklaşırken belirsizlik bandının bir miktar daha genişlemesi, farklı yöntemlerle hesaplanan ve farklı veri kaynaklarına dayanan seriler arasındaki ayrışmanın arttığına işaret etmektedir (Grafik 2.4.13). Bu görünüme paralel olarak, yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretimi ve hizmet üretimi serileri çeyreklik olarak gerilemiş (Grafik 2.3.5), perakende satış hacmi ve kartla yapılan harcamalar gibi talep göstergeleri ise çeyreklik olarak bir miktar artış kaydetmiştir (Grafik 2.3.3). Reel kredi gelişmeleri, 13 haftalık hareketli ortalamalarla ele alındığında, son üç aylık dönemde (kur etkisinden arındırılmış) toplam kredi kullanımının uygulanmakta olan makroihtiyati tedbirler çerçevesinde belirgin bir değişim sergilemediği gözlenmektedir (Grafik 2.4.14). Son Rapor döneminde firma kredilerindeki sınırlı yavaşlama bireysel kredi kullanımındaki ılımlı artış ile büyük ölçüde dengelenmiştir. Kredi kartıyla yapılan harcamalardaki artış bireysel kredilerde öne çıkarken, konut kredilerinde de kısmi bir toparlanma izlenmektedir.

Grafik 2.4.13: Çıktı Açığı* (%)

Kaynak: TCMB.

* Farklı yöntemlerle hesaplanan sekiz çıktı açığı göstergesi baz alınarak hesaplanan yüzde 95 güven aralığı ile birlikte gösterilmektedir.

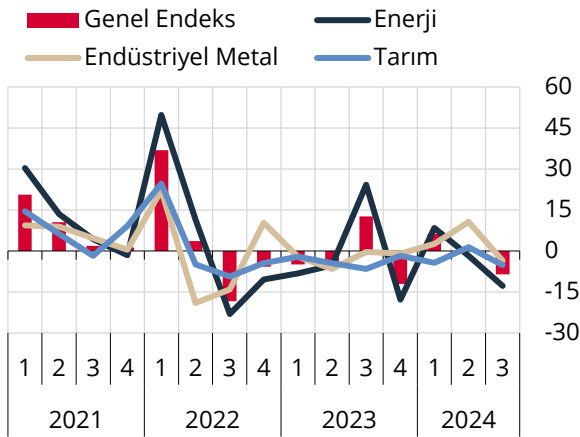
Grafik 2.4.14: Toplam Kredi Değişimi* (13 Haftalık Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Reel, Standart Değer)

Kaynak: TCMB.

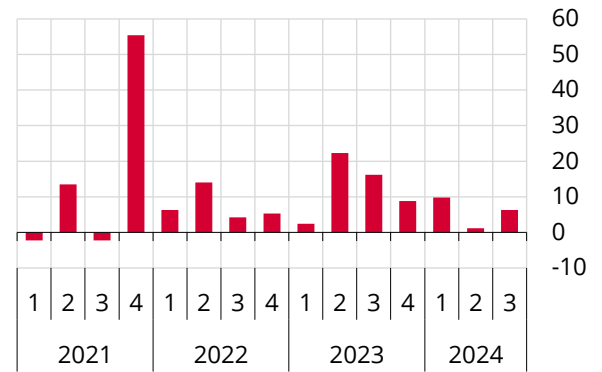
* Kur etkisinden arındırılmış haftalık kredi değişimleri TÜFE kullanılarak reelleştirilmiştir. Haftalık reel değişimler standardize edildikten sonra 13-haftalık ortalama alınmıştır. Serilerin ortalama ve standart sapmaları 2006-2019 dönemi esas alınarak hesaplanmıştır.

Yılın üçüncü çeyreğinde küresel emtia fiyatları gerilerken sepet kurdaki artış bir miktar güçlenmiştir.

Ağustos ayında emtia fiyatlarında gruplar geneline yayılan düşüşler gerçekleşmiştir. Eylül ayında enerji fiyatları belirgin bir şekilde gerilerken endüstriyel metal ve tarım gruplarında fiyatlar yükselmiştir. Çeyreklik olarak incelendiğinde ise genel emtia endeksinin gerilediği gözlenmiştir (Grafik 2.4.15). Diğer taraftan ekim ayına gelindiğinde enerji grubunda daha belirgin olmak üzere, ana gruplar genelinde güçlü fiyat artışları gerçekleşmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde yataya yakın seyreden döviz kuru sepeti, üçüncü çeyrekte ılımlı bir artış sergilemiştir (Grafik 2.4.16). Türk lirasındaki değer kaybı, enerji grubunun yanı sıra otomobil ve beyaz eşya gibi döviz kuruna duyarlılığı yüksek dayanıklı mal kalemlerinde fiyat artışlarının hızlanmasında rol oynamıştır.

Grafik 2.4.15: Emtia Fiyat Endeksleri (Çeyreklik % Değişim)

Kaynak: Goldman Sachs.

Grafik 2.4.16: Sepet Kur* (Çeyreklik % Değişim)

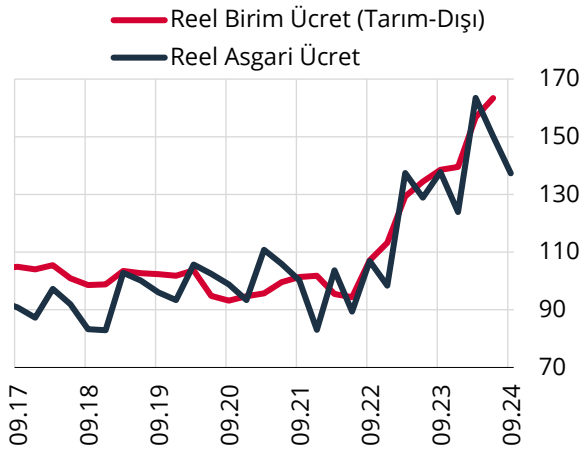
Kaynak: TCMB.

* ABD doları ve euro eşit ağırlıklı. Hesaplamalar ilgili çeyreğin son ayında oluşan ortalama kur değeri ile yapılmıştır.

Üretici enflasyonu ana eğilimi ılımlı seyrini korumuştur. Reel birim ücret yılın ikinci çeyreğinde, ilk üç aylık döneme kıyasla daha sınırlı bir şekilde yükselmiştir (Grafik 2.4.17). Ekonomi genelinde ücretler için önemli bir referans olan asgari ücretin bu yıl sadece ocak ayında yükseltilmesiyle, nominal ücret artışları devam etse de reel ücretlerin yılın ikinci yarısında gerileme sürecinde bulunması beklenmektedir. Taşımacılık

maliyetleri incelendiğinde, yılın üçüncü çeyreğinde küresel ve Çin konteyner endekslerinin gerilediği, kuru yük taşımacılık endekslerinin aydan aya dalgalanmalar gösterse de yılın ikinci yarısında yataya yakın bir seyir izlediği gözlenmiştir. Aynı dönemde emtia fiyatları azalırken küresel arz zinciri koşulları da sınırlı bir artışla tarihsel ortalamasına yakınsamıştır. Özetle, küresel maliyet koşullarındaki elverişli seyir yılın üçüncü çeyreğinde de korunmuştur. Diğer yandan, döviz kurunun yılın üçüncü çeyreğindeki ılımlı artışı Türk lirası cinsinden maliyet baskılarını bir miktar yükseltmiştir. Söz konusu maliyet unsurlarının yansımalarıyla, son Enflasyon Raporu döneminde gerek üretici enflasyonu gerekse imalat sanayi enflasyonu ana eğilimi ılımlı seyrini korumuştur (Grafik 2.4.18). Ekim ayı itibarıyla imalat enflasyonunun ana eğilimi yıllıklandırıldığında yüzde 19,7 ile mevcut yıllık üretici enflasyonunun (yüzde 32,2) önemli ölçüde altında bir değer aldığı dikkat çekmektedir.

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

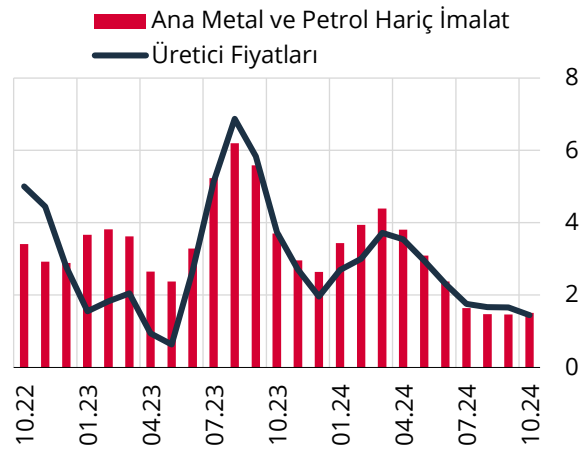


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

** Net asgari ücret verisi mevsimsellikten arındırılmış TÜFE serisi ile deflate edilmiştir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Vergi ve yönetilen kalemlerin manşet enflasyon üzerindeki etkisi yılın üçüncü çeyreğinde yükselmiştir.

Tüketici tarifeleri, elektrikte temmuz ayında, doğal gazda ise ağustos ayında önemli ölçüde yukarıya çekilmiştir. Elektrikte ticarethane, doğal gazda ise birinci kademedeki sanayi² ve elektrik üretici tarifelerinde artış gerçekleşmesi maliyet kaynaklı olarak dolaylı bir şekilde tüketici enflasyonunu olumsuz etkilemiştir. Akaryakıtta Yİ-ÜFE'ye bağlı otomatik vergi güncellemeleri ile elektrik fiyatlarında gerçekleşen artışlar, çeşitli ulaştırma hizmeti kalemlerinde tarifelerin yükseltilmesini beraberinde getirmiştir. Ağustos ayında köprü ve otoyol ücretlerinde yapılan artışlar doğrudan etkileri sınırlı da olsa beklenti kanalıyla enflasyonu olumsuz etkileyen bir diğer unsur olmuştur. Yeni eğitim döneminin başlamasıyla öğrenci katkı ücretleri ve devlet yurt ücretlerinde geçmiş yüksek enflasyonun telafisi niteliğinde artışlar gerçekleşmiştir. Gıda grubunda, ÇAYKUR'un eylül ayında fiyat artışına gitmesiyle çay kalemi kaynaklı etkiler gözlenmiştir. Maktu vergi güncellemesi nedeniyle temmuz ve ağustos aylarında fiyat artışları sergileyen tütün ürünlerinde eylül ayında üretici firma kaynaklı olarak fiyatlar yükselmiştir. Öte yandan, tütün ürünlerinde eylül ayında vergi yapısında değişikliğe gidilmiş ve nispi ÖTV oranının aşağı çekilmesiyle mali çarpan düşürülmüştür. Maktu ÖTV miktarının, nispi ÖTV oranındaki düşüş kaynaklı vergi gelir kaybını telafi edecek kadar yükseltilmemesi, firma kaynaklı maliyet baskılarını sınırlamıştır. Maktu ÖTV miktarının ulaştığı yüksek seviye ile birlikte maktu tutarların ocak ve temmuz aylarında geçmiş altı ayda oluşan üretici enflasyonu kadar artırılması nedeniyle, geçmiş yıllardan farklı olarak, mali çarpandaki düşüşlerin enflasyon ataletini zayıflatıcı etkisi azalmıştır. Ekim ayı sonlarında ilaç fiyatlarında esas alınan referans euro kuru güncellenmesi, son Enflasyon Raporu döneminde gerçekleşen bir diğer yönetilen-yönlendirilen kalem gelişmesi olmuştur. Söz konusu düzenlemenin etkisinin yarısı ekim ayı enflasyonuna yansımıştır.

² Kademe 1: Yıllık kullanım miktarı 300.000 sm³ ve altında olan serbest tüketicileri ifade etmektedir.

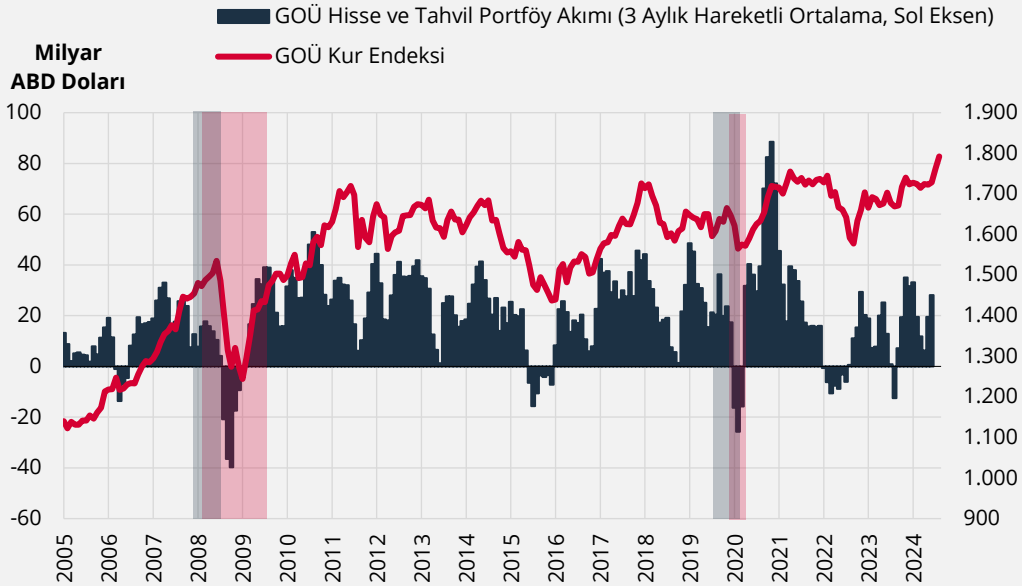
Kutu 2.1

Fed Faiz İndirimlerinin Gelişmekte Olan Ükelere Etkisi

2024 yılı ikinci yarısı itibarıyla, gelişmiş ülke merkez bankalarının bir kısmı politika faizlerinde indirim yapmaya başlamıştır. ABD Merkez Bankası (Fed) da 18 Eylül 2024 tarihinde para politikasında önemli bir değişime işaret eden 50 baz puanlık bir faiz indirimi açıklamıştır. Önümüzdeki dönemde finansal piyasalarda faiz indirimlerinin devam edeceği ve Fed'in 2025 yıl sonuna kadar yaklaşık 120 baz puan faiz indirimi gerçekleştireceği fiyatlanmaktadır.¹ Fed'in faiz indirim döngüleri genel olarak küresel piyasalarda risk algısını iyileştirmektedir. Ayrıca, ABD ile gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) arasındaki faiz oranı farklarının ve GOÜ para birimlerinin ABD dolarına karşı değer kazanma potansiyelinin artması, yatırımcıların risk iştahını desteklemektedir. Bu durum, yatırımcıların fon dağılımlarında gelişmekte olan piyasalara daha fazla ağırlık vermelerine neden olabilmektedir. Bu kutuda, Fed faiz indirim döngülerinde GOÜ hisse senedi ve tahvil piyasaları endeks değişimleri, portföy akımlarının seyri ve GOÜ'lerin dış finansman koşulları incelenmiştir.

Fed faiz indirim döngülerinin, GOÜ piyasalarına olan etkisi, indirim döngüsünün başladığı ekonomik koşullara ve indirimleri takiben ABD ekonomisinde resesyona yaşanıp yaşanmadığına bağlı olarak değişebilmektedir (Grafik 1). Örneğin, ABD'de resesyona yaşandığı 2008 Küresel Finansal Kriz ve Covid-19 pandemisi dönemlerinde Fed'in faiz indirimlerine rağmen, fon akımlarının ve GOÜ para birimlerinin zayıf bir görünüm sergilediği gözlenmiştir. Öte yandan, 2010 - 2019 yılları arasında süregelen düşük faiz ortamında ise hem GOÜ piyasalarına fon akımlarının hem de para birimlerinin güçlü seyrettiği görülmüştür.

Grafik 1: GOÜ Fon Akımları ve Kur Endeksi Gelişimi*



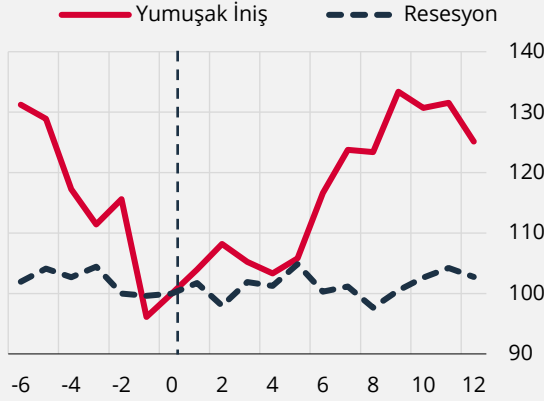
Kaynak: Bloomberg, IIF, NBER.

* Kırmızı taralı alanlar, ABD ekonomisinde, Aralık 2007-Haziran 2009 ve Şubat 2020-Nisan 2020 tarihleri arasındaki resesyona dönemlerini, gri taralı alanlar ise Fed faiz indirim dönemlerini göstermektedir. Kur endeksi olarak 24 ülkenin yer aldığı MSCI GOÜ Kur Endeksi alınmıştır. Ülke kompozisyonuna ilişkin bilgiye "www.msci.com/indexes/group/emerging-markets-indexes#unique-characteristics" adresinden ulaşılabilir. Endeksin yükselmesi GOÜ para birimlerinin ABD doları karşısında değer kazandığını göstermektedir.

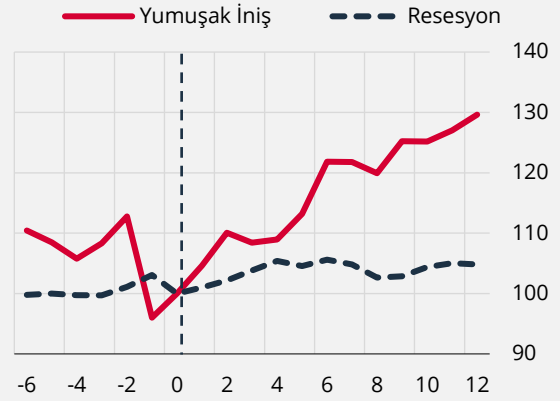
¹ 2 Kasım 2024 tarihi itibarıyla.

Hisse senedi ve tahvil piyasası endeks değişimleri incelendiğinde ise faiz indirim döngülerini yumuşak inişin takip ettiği dönemlerde, GOÜ endekslerinin olumlu etkilendiği değerlendirilmektedir.² Bu amaçla, 1995 yılından bu yana gerçekleşen 6 Fed faiz indirim döngüsü, resesyon ile sonuçlanan (2001, 2007, 2019, 2020) ve yumuşak inişle sonuçlanan (1995 ve 1998) olmak üzere ikiye ayrılarak ilk faiz indirim kararından önceki 6 aya ve sonraki 1 yıla kadar olan dönemler incelenmiştir. Buna göre, yumuşak iniş görülen faiz indirim döngülerinde, GOÜ hisse senedi ve tahvil piyasası getirileri, resesyon yaşanan faiz indirim döngülerine göre ortalamada daha yüksektir. Ayrıca, resesyonun takip ettiği faiz indirim döngülerinde hisse senedi piyasaları, tahvil piyasalarına göre daha zayıf performans sergilemektedir (Grafik 2, Grafik 3).³

Grafik 2: GOÜ Hisse Senedi Piyasaları*



Grafik 3: GOÜ Tahvil Piyasaları*



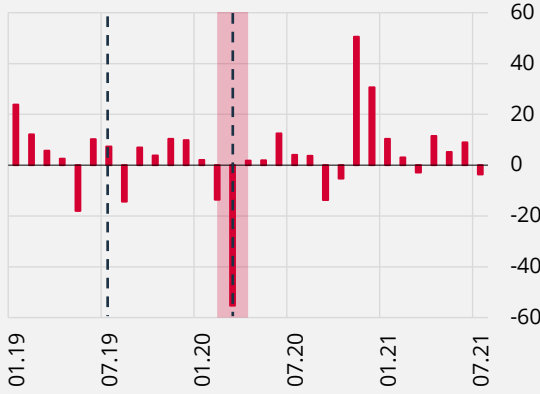
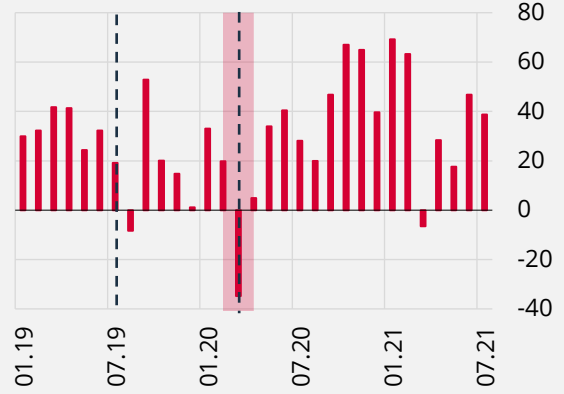
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Hisse senedi piyasaları için MSCI GOÜ Hisse Senedi Endeksi (Kur endeksinde yer alan ülkelerin aynıları dahil edilmiştir), tahvil piyasaları için 47 ülkenin yer aldığı J.P. Morgan GOÜ Tahvil Endeksi kullanılmıştır. Ülke kompozisyonuna "www.jpmorgan.com/insights/global-research/index-research/composition" adresinden ulaşılabilir. İlk faiz indirim 0 olarak gösterilmiş ve ilgili endeksler 100'e eşitlenmiştir. Yumuşak iniş senaryosu için 1995 ve 1998; resesyon senaryosu için ise 2001, 2007, 2019, 2020 indirim döngülerindeki endeks ortalamaları alınmış ve ilk faiz indiriminden 6 ay öncesi ve 1 yıl sonrası kapsayan süreç gösterilmiştir.

2019 ve 2020 yılı Fed faiz indirim döngüleri Covid-19 pandemisi öncesi ve sonrası dönemi kapsamından dolayı ayrıca incelenmiştir. 2019 Temmuz ayında başlayan faiz indirimi ekonomik büyümenin dengeli seyrettiği ve enflasyonun gerilediği bir ortamda yumuşak inişi hedeflerken; Covid-19 pandemisi nedeniyle aniden kötüleşen ekonomik koşullarda Fed, 2020 Mart ayında toplamda 150 baz puanlık faiz indirimi yapmıştır. Covid-19 öncesi söz konusu dönemde, özellikle tahvil fon akımlarının pozitif seyrettiği, Covid-19 resesyonuyla birlikte ise bu seyrin bir miktar zayıfladığı gözlenmiştir. Öte yandan, resesyonun geride kalması ile hem hisse hem de tahvil piyasası fon girişleri yeniden toparlanmıştır (Grafik 4, Grafik 5).

² Yumuşak iniş enflasyon ve işsizliğe kıyasla ekonomik büyümenin kabul edilebilir bir düzeyde yavaşladığı iktisadi koşulları ifade etmektedir.

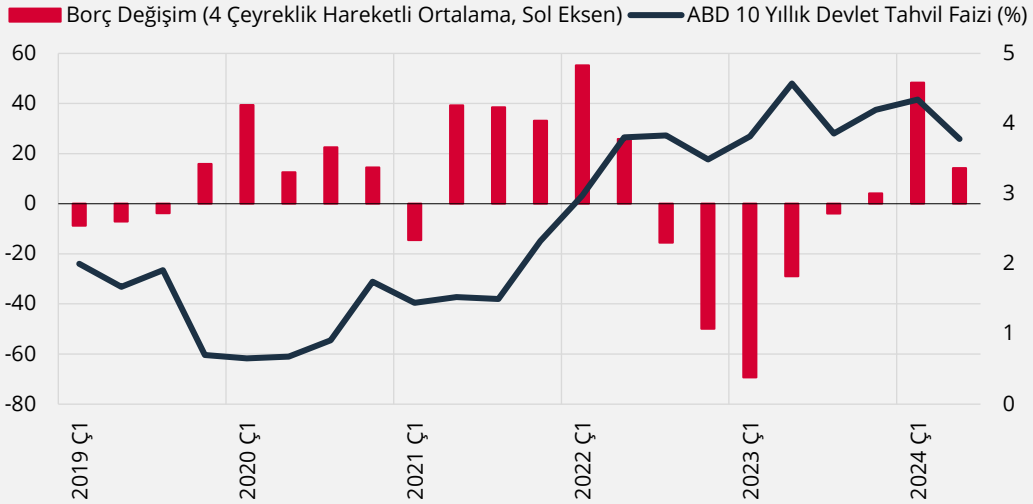
³ Söz konusu analizde, GOÜ'lere yönelik fon akımlarının temelde küresel risk algısındaki iyileşmeyle desteklendiği varsayılmaktadır. Ancak, ülkelere ve ilgili dönemlere özgü farklı risklerin, fırsatların ya da jeopolitik unsurların GOÜ'lere yönelik fon akımlarının ülke bazında ayrışmasına sebep olabileceği de dikkate alınmalıdır.

Grafik 4: GOÜ'lere Hisse Senedi Piyasası Fon Akımı* (Milyar ABD Doları)**Grafik 5: GOÜ'lere Tahvil Piyasası Fon Akımı*** (Milyar ABD Doları)

Kaynak: IIF.

* Fed'in Temmuz 2019 tarihindeki ilk faiz indiriminden 6 ay öncesine ve 2 yıl sonrasına kadar olan süreçte GOÜ tahvil ve hisse senedi piyasalarına fon akımlarını göstermektedir. Taralı alanlar ABD'deki resesyon dönemini, ikinci kesikli çizgi ise Mart 2020'deki Fed faiz indirimini göstermektedir.

GOÜ'ler yabancı para cinsinden borçlanmalarının çoğunluğunu ABD doları cinsinden gerçekleştirmeleri nedeniyle, Fed faiz indirim döngülerinin GOÜ'lerin borçlanma hacmi üzerinde de önemli bir etkisi olabilmektedir. Örneğin, pandemi sırasında ABD 10 yıllık devlet tahvil getirileri gerilerken, gelişmekte olan ekonomiler elverişli borçlanma maliyetlerinden yararlanarak döviz cinsi borçlanma hacimlerini artırmışlardır (Grafik 6). Diğer taraftan, 2022-2023 yıllarında ise faiz seviyeleri yükselirken, borçlanma hacimleri düşmüştür.

Grafik 6: GOÜ'lerin Borçlanma Hacminin Gelişimi

Kaynak: IIF, LSEG.

* Borç değişimi verisi için GOÜ'lerde finansal sektörün ve hükümetlerin ABD doları cinsinden borçlanmalarının değişimlerinin 4 çeyreklik hareketli ortalaması alınmıştır.

Sonuç olarak, Fed'in faiz indirim döngülerinin GOÜ piyasalarına olan etkisi, faiz indirimlerinin gerçekleştiği ekonomik koşullara bağlı olarak değişebilmektedir. Bu kapsamda, yumuşak inişle sonuçlanan faiz indirim döngülerinin, GOÜ'lere yönelik fon akımlarını destekleyip, dış finansman koşullarını iyileştirebileceği, resesyonun takip ettiği indirim dönemlerinin ise GOÜ'lere yönelik risk iştahını azaltabileceği değerlendirilmektedir.

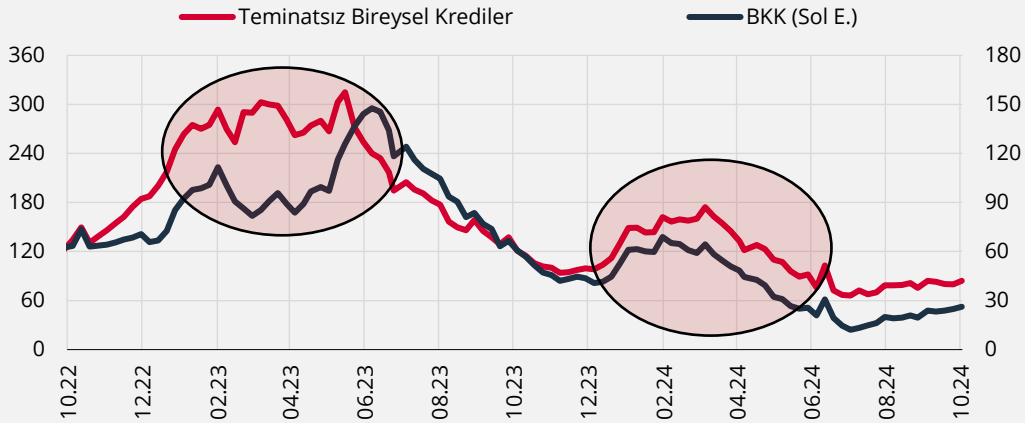
Kutu 2.2

Bireysel Kredi Kullanımının Bireylerin Gelirleri ile İlişkisi

Mevcut para politikası duruşu; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinde sağlanacak iyileşme ile dezenflasyon sürecinde önemli rol oynamaktadır. Bu süreçte bireylerin kredi kullanımları ve tüketim tercihleri öngörülen dezenflasyonun tesisi için önem arz etmektedir. Enflasyon beklentilerinin yeterince çıpalandığı durumda bireylerin kredi kullanarak tüketimi öne çekme davranışı yaygın biçimde gözlenmektedir. Ayrıca, bireylerin gelir artışları da borç ödeme kapasitelerini artıracacağı için özellikle beklentilerin bozuk olduğu dönemlerde gelirden gerçekleşen artışlar, bireylerin daha fazla kredi talep etmesine neden olmakta bu da ek tüketim talebine ve enflasyonist baskıya yol açmaktadır. Finansal koşullar uygulanan para politikası ve makroihtiyati tedbirlerle sıkılaştığında ve beklentiler çıpalandığında ise gelir artışlarının oluşturabileceği ek kredi talebinin daha sınırlı olması beklenebilir. Bu kutu çalışmasında gelir artışı ve bireysel kredi kullanımı arasındaki ilişki, mikro düzeydeki veriler yardımıyla ampirik olarak incelenmekte, bu ilişkinin son dönemdeki gelişiminin fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından ima ettiği sonuçlar değerlendirilmektedir.

Teminatsız bireysel kredilerin (BKK ve ihtiyaç) kısa vadeli yapıları gereği diğer kredilere kıyasla bireylerin gelir koşullarına daha duyarlı olduğu bilinmektedir. Yüksek enflasyon yaşadığımız son yıllarda, ücret düzenlemelerinin yapıldığı dönemlerde (özellikle yıl başlarında ve takip eden aylarda) gelir artışları kaynaklı olarak periyodik bir biçimde kredi kullanma eğilimi artabilmekte, bu eğilim sektör geneli için büyüme momentlerine yansımaktadır (Grafik 1). Teminatsız bireysel kredi segmenti içerisinde yüksek paya sahip olan (2021 yılı itibarıyla ve son 1 yıllık periyotta sırasıyla ortalama yüzde 45 ve yüzde 53) BKK da söz konusu dönemlerde benzer bir hareket sergilemektedir. Öte yandan, 2023 yılındaki büyümelerle kıyaslandığında teminatsız bireysel kredilerin 2024 yılındaki büyüme momentlerinin daha düşük seviyelerde olduğu görülse de 2024 yılı ilk çeyreğinde yüksek ücret artışlarını takiben kredilerdeki ivmelenme dikkat çekicidir. Sıkı para politikasının uygulandığı ve geçtiğimiz yıllara göre oldukça yüksek bireysel kredi faiz oranlarının olduğu 2024 yılı ilk çeyreğinde gözlenen bu ivmelenme, teminatsız bireysel krediler ve gelir arasında güçlü bir ilişkinin varlığını ima etmektedir. Takip eden kısımda söz konusu gelir-kredi ilişkisinin dinamik yapısı farklı dönemler için uygulanan panel regresyonlar ile test edilmektedir.

Grafik 1: Teminatsız Bireysel Kredilerin ve BKK'nın 13 Haftalık Büyümesi
(Yıllıklandırılmış, %)



Kaynak: BDDK.

Veri ve Yöntem

Çalışmaya dahil edilen örneklem Ekim 2023 - Ağustos 2024 dönemini içermektedir. İlk aşamada Sosyal Güvenlik Kurumu'na (SGK) kayıtlı çalışanların verileri kullanılarak kişilerin ücret geliri bilgisi elde edilmiştir. Bu veri tabanı özel nitelikli bir işletmede sözleşmeli olarak çalışan ve 4A sigorta kapsamında yer alan bireyleri kapsamaktadır. Söz konusu verilerde belirli bir ay içinde 15 günden az prim günü

kaydedilen gözlemler dışlanmıştır. Ek olarak, stajyer, çırak ve iş akdi askıda gibi bilgilere denk gelen gözlemler ve aylık brüt geliri 6 bin TL'nin altında olan bireyler dışarıda bırakılmıştır. İkinci aşamada ise gerçek kişi borçluların bireysel kredi kullanımına dair bilgiler Kredi Kayıt Bürosu (KKB) verilerinden derlenmiştir. Analizde ipotek teminatlı olarak kullanılan konut ve taşıt kredileri kapsam dışında bırakılırken BKK ve ihtiyaç kredi bakiyeleri kişi seviyesinde toplulaştırılmıştır. Örnekleme dahil edilen kişilerin gelir ve kredi bilgileri kişi seviyesinde tekil olarak oluşturulan maskeli kimlik kodları vasıtasıyla birleştirilmiştir. Nihai örneklem 17,7 milyon çalışana ait yaklaşık 142 milyon adet gözlemden oluşmaktadır.

Gelir ve kredi kullanımı arasında zamana göre değişen ilişkinin ölçülmesi için örneklem dönemi boyunca belirli bir çeyreğe ait gözlemler birleştirilerek aşağıdaki ampirik model tahmin edilmiştir:

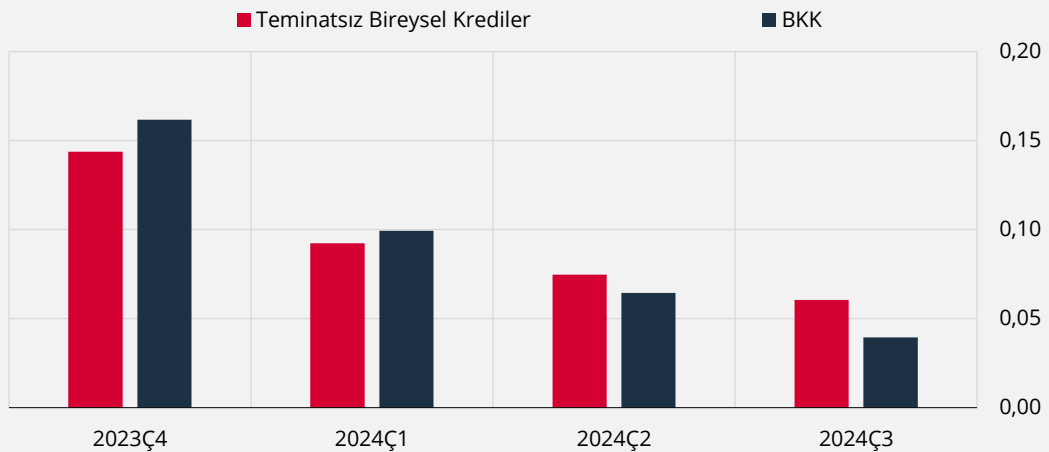
$$\ln(Kredi_{it}) = \beta(\ln(Kazanç_{it})) + \delta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Denklem (1)'de *Kredi* değişkeni kişilerin kullandığı toplam teminatsız bireysel kredi miktarını temsil etmektedir¹. *Kazanç* değişkeni borçluların ilgili aydaki brüt ücret gelirini ifade etmektedir. Kredi kullanımının gelir esnekliği farklı dönemler için yinelemeli bir şekilde tahmin edilen β katsayısı tarafından sayısallaştırılmaktadır. Denklem (1)'deki model yapısı kişi (δ_i) sabit etkilerini de içermektedir. ε stokastik hata terimini göstermektedir.

Bireysel Kredi-Gelir İlişisine Yönelik Ampirik Bulgular

Denklem (1)'i toplam teminatsız bireysel krediler için baz alan model sonuçları Grafik 2'de yer almaktadır. Sonuçlar incelendiğinde, kredi kullanımı ile gelir koşulları arasında pozitif ve istatistikî olarak anlamlı bir korelasyon gözlenmektedir. Öte yandan bu ilişkinin zaman boyutunda heterojenlik sergilediği görülmektedir. 2023 yılının son çeyreğinde kredi kullanımının gelir esnekliğini yansıtan katsayı yüksek bir seviyede yer alırken, 2024 yılının ilk çeyreğinden itibaren kredilerin gelir duyarlılığında düşüş yaşanmaktadır. Bu durum son dönemde gelir artışlarının kredi kullanım etkisinin azalış kaydettiğine işaret etmektedir. Bu kapsamda, gelirlerin kredi talebine etkisinin zayıflamasıyla 2025 yılı ocak ayında yapılacak ücret artışlarının kredi büyümesine etkilerinin 2024 yılına kıyasla daha sınırlı düzeyde gerçekleşmesi öngörülmektedir. BKK üzerinden finansmanın gelir görünümüne duyarlılığı yine Denklem (1)'de yer verilen model ile tahmin edilerek sonuçlar Grafik 2'de gösterilmektedir. BKK ile toplam teminatsız bireysel kredilere ilişkin dönemsel gelir esnekliği katsayıları arasındaki benzerlik, BKK'nın toplam teminatsız bireysel kredilerdeki sürükleyici yapısına da işaret etmektedir. Genel bireysel segmente benzer şekilde, BKK kullanımının gelir esnekliği katsayısı da son dönemde önemli ölçüde azalış kaydetmektedir.

Grafik 2: Teminatsız Bireysel Kredilerin ve BKK'nın Gelir Esnekliği Katsayısı*



Kaynak: KKB, SGK, Yazarların Hesaplamaları.

* 2024Ç3 dönemi analizleri temmuz ve ağustos ayına ait gözlemler kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

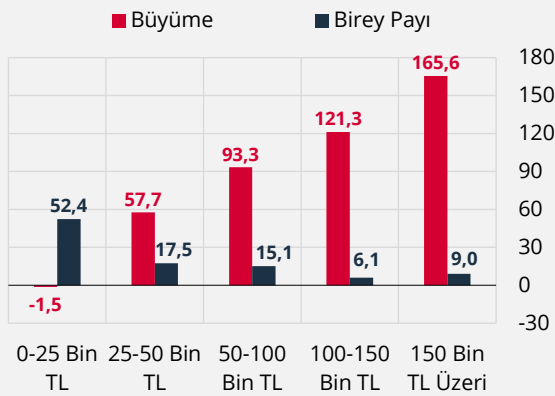
¹ Teminatsız bireysel kredi kullanımını temsil eden değişkenin simetrik olmayan dağılım yapısından dolayı, tahminlerde bu değişken için $\ln(1+x)$ transformasyonu kullanılmıştır.

BKK Bakiyesi ve Gelir İlişkisi

Teminatsız bireysel kredilerin en büyük kalemi olan ve son yıllarda bireysel kredi büyümesinin sürükleyicisi olan bireysel kredi kartlarındaki son dönem eğilimler de gelir-kredi ilişkisine yönelik önemli bilgiler içermektedir. Öncelikle, BKK büyüme oranlarına farklı bakiye kategorilerinde bakıldığında heterojen bir eğilimin olduğu gözlenmektedir. 2024 yılı eylül ayı itibarıyla 0-25 bin TL arasında borç bakiyesi bulunan bireylerin yıllık medyan BKK büyümesi negatif bir değere sahipken, eylül ayı itibarıyla daha büyük montanlı bakiye kategorilerinde ise yıllık BKK büyümesinin önemli ölçüde yükseldiği görülmektedir (Grafik 3). Bu oranın 150 bin TL üzeri bakiye kategorisinde yüzde 166 ile enflasyonun oldukça üzerinde olması, BKK büyümesinde yüksek bakiye kategorisinde yer alan bireylerin belirleyici etkisini ortaya koymaktadır. Öte yandan, aktif BKK kullanıcılarının yarıdan fazlasının önemli bir bakiye değişimi gözlenmeyen düşük düzeyde borca sahip olan bireylerden oluştuğu, bakiye grupları arttıkça kişi sayısının da azaldığı gözlenmektedir. Bu nedenle, BKK harcamalarının gelir ilişkisini daha iyi anlayabilmek için BKK bakiye grupları arasında gözlenen bu yüksek heterojenliği dikkate almak daha sağlıklı sonuç verecektir.

BKK kullanımı ile gelir koşulları arasındaki esnekliğe yüksek ve düşük bakiye kategorilerinde ayrı ayrı bakıldığında iki grup için de örneklem dönemi boyunca pozitif bir korelasyon gözlenmektedir. Diğer taraftan, toplam örneklemin büyük bir çoğunluğunu teşkil eden 0-150 bin TL aralığında yer alan bireylerin esneklik katsayısı toplam BKK ile önemli bir uyumluluk arz ederken, 150 bin TL üzeri bakiyeli grubun esneklik katsayısının bütün dönemlerde daha yüksek ve oynak bir yapıda olduğu görülmektedir. Ayrıca, 150 bin TL altında bakiyesi bulunan bireylerin gelir artışlarının kredi esnekliği zaman içerisinde sönümlenirken, 150 bin TL üzeri grupta bu esneklik 2024 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla halen yüksek seviyelerdedir. Diğer bir ifadeyle, yüksek BKK harcaması bulunan bireylerde gelir artışları neticesinde BKK kullanımlarında da önemli artış gözlenirken, düşük bakiye gruplarında gelir artışlarının BKK harcama etkisi oldukça sınırlıdır. Bu noktada, eylül ayındaki düzenleme ile BKK akdi faiz oranının 150 bin TL üzeri dönem borcu bulunan kartlar için mevcut referans oranına göre yüzde 4,25'ten yüzde 4,75'e yükseltilmesinin bu gruptaki bireylerin BKK harcamalarında bir miktar sıkılaştırıcı etki yapması beklenmektedir. Bu düzenleme ile toplam BKK bakiyesinin yarısını, fakat kişi sayısı olarak yüzde 9'unu oluşturan yüksek bakiyeli müşterilerin BKK kanalından kredilendirme davranışının azalması öngörülmektedir. İlgili yüksek bakiyeli grupta gelir artışlarının krediye yansımalarının da böylece önümüzdeki dönemde daha sınırlı olması beklenmektedir.

Grafik 3: Bireylerin Bakiye Kategorilerine göre Yıllık BKK Büyümesi* (%)



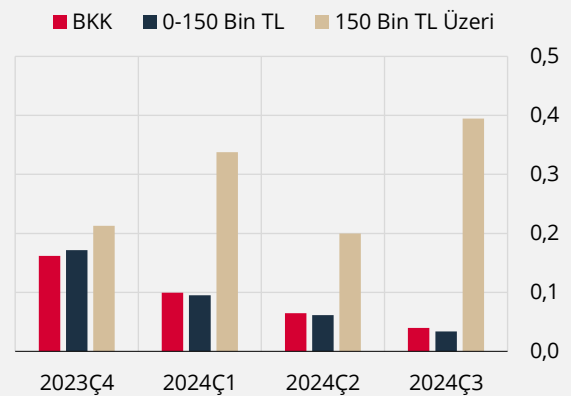
Kaynak: KKB, SGK, Yazarların Hesaplamaları.

* Büyüme değerleri ilgili kategoride yer alan bireylerin medyan yıllık büyümesidir. Birey payı, 2024 yılı eylül ayı itibarıyla ilgili bakiye kategorisinde yer alan kişi sayısının toplamdaki payıdır. Bakiye borcu bulunmayan bireyler dahil edilmemiştir. 2024Ç3 dönemi regresyonları temmuz ve ağustos ayı verilerini içermektedir.

Değerlendirme

Bu çalışma kapsamında mikro düzeydeki veriler kullanılarak kişilerin ücret gelirleri ile kredi kullanımları arasındaki ilişki incelenmektedir. Yakın dönemi ele alan analizler beklendiği üzere teminatsız bireysel kredi segmentinde gelir ile kredi kullanımı arasında pozitif bir ilişkiye işaret

Grafik 4: Bireylerin Bakiye Kategorilerine göre BKK'nın Gelir Esnekliği Katsayısı*



etmektedir. Öte yandan, bu ilişkinin dinamik olduğu ve son dönemde gelir koşullarının ek kredi talebi yoluyla finansal koşullar üzerindeki etkilerinin azaldığı görülmektedir. Çalışma kapsamında hanehalkları için önemli bir finansman aracı haline gelen BKK'lar üzerine de odaklanılırken, bu gruptaki gelir esnekliğinin de yüksek bakiyeli grup haricinde son çeyreklerde düşüş kaydettiği bulgulanmaktadır. Söz konusu bulgular, 2025 yıl başında ücret ayarlamalarının finansal istikrar üzerindeki ikincil etkilerinin geçmişe göre daha düşük seviyede oluşabileceğini ima etmektedir. Öte yandan, yüksek bakiye grubunda yer alan kişilerin BKK kullanımı ve gelir görünümleri arasındaki ilişki hala güçlü seviyede bulunmaktadır. Bu durum, son dönemde kredi kartı azami faizinin farklılaştırılmasıyla bu gruptaki finansal tüketicilere yönelik atılan sıkılaştırıcı adımların fiyat istikrarını ve finansal istikrarı koruma noktasındaki önemine işaret etmektedir.

Kutu 2.3

Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) bünyesinde, reel sektör firmaları ile yüz yüze yapılan görüşmelere dayanan "Reel Sektöre İktisadi Mercek" adı altında çalışmalar yürütülmektedir.¹ Bu kutuda, Temmuz-Eylül 2024 döneminde firmalar ile yapılan görüşmelerden elde edilen bulgular özetlenmektedir.

İktisadi faaliyetteki zayıflamanın yılın üçüncü çeyreğinde sürdüğü gözlenmiştir.

Nihai tüketicilerin dayanıklı ürün talebindeki seyre bağlı olarak yurt içi talepte aşağı yönlü riskler izlenirken, ihracat genel olarak mevcut görünümünü korumuştur. Dış talepte, geciken toparlanma ve rekabet koşullarının öne çıkan baskı unsurları olduğu görülmüştür. Bu gelişmeler neticesinde üçüncü çeyrekte toplam talepte zayıflamanın sürdüğü, üretim faaliyetinin ise toplam talebe kıyasla daha yavaş seyrettiği değerlendirilmiştir. Bununla birlikte, talep koşullarındaki gelişmelerin fiyat artış planlamalarını sınırlandırmaya devam ettiği gözlenmiştir.

Yurt içi satışlarda, üçüncü çeyreğin ikinci yarısından itibaren bazı sektörlerde sınırlı bir hareketlenme yaşansa da ekim ayı itibarıyla aşağı yönlü risklerin sürdüğü izlenmiştir.

Sıkı finansal koşullar ve fiyat geçişleriyle aşınan alım gücünün yanında turist ve gurbetçi alımlarının beklentiyi karşılamaması talepteki ivme kaybının temel nedenleri olarak öne çıkmıştır. Yılın son çeyreğine ilişkin olarak söz konusu faktörlerin etkisinin devam etmesi beklenmekle birlikte, i) firmaların planladıkları kampanyaların ve ii) yeni yılda fiyat geçişleri öncesinde alım isteğinin harcamaları destekleyebileceği öngörüsü paylaşılmıştır. Firmalar arası ticarete; iç talepteki ivme kaybı, düşük yatırım iştahı, finansal koşullardaki sıkılık sonucunda düşük stok bulundurma eğilimi ve müşteri seçiciliğinde artış iş hacimlerini baskılamaya devam etmiştir.

Gıda ve hızlı tüketim ürünlerinde fiyat artış hızının yavaşlamasının da etkisiyle kampanya ve indirimleri yakından izleyen tüketicinin kampanya seçiciliğinin arttığı belirtilmiştir. **Hazır giyim** satışlarında ivme kaybı gözlenirken, üst segmentte satış hacminin görece korunduğu ifade edilmiştir. **Beyaz eşyada** zayıf geçen üçüncü çeyreğin ardından satışların son çeyrekte yoğun kampanyalarla destekleneceği, **mobilya** satışlarının da beyaz eşya kadar olmasa da kampanyalarla hareketlendirilmeye çalışılacağı iletilmiştir. **Otomobil** satışları, i) yeni güvenlik düzenlemesinin (GSR2) 31 Ağustos'a ertelenmesiyle kampanyaların azalarak da olsa devam etmesi, ii) düzenleme sonrasında beklenen fiyat artışları ve iii) Çin marka araçlara uygulanan vergi kaynaklı zammın sadece bir bölümünün fiyatlara yansıtılması sonucunda üçüncü çeyrekte beklentilerin üzerinde seyrederken, son çeyrekte görece daha zayıf bir seyir öngörülmektedir. **Konut** satışlarında üçüncü çeyreğin son aylarında hareketlilik gözlenirken, sıkı kredi koşullarının baskılayıcı etkisi sürmüştür.

İhracat, yılın üçüncü çeyreğinde önceki çeyreğe benzer seyretmiştir.

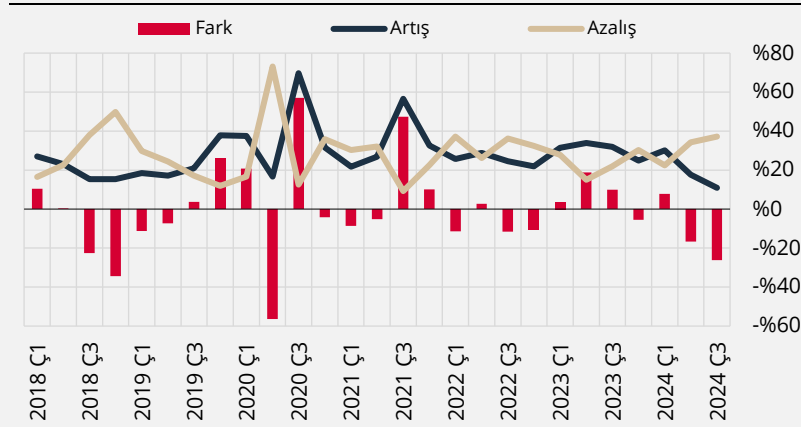
Yurt dışı talep koşullarında belirgin bir değişim görülmezken ihracatı baskılayan unsurlar arasında TL cinsi maliyetler ile jeopolitik riskler öne çıkarılmaya devam etmiştir. Zorlaşan rekabet koşullarının firmaların kalite, hızlı teslim, yeni pazarlara erişim ve ürün geliştirme yoluyla ihracat fırsatları yaratmasını sınırlamaya başladığı belirtilmiştir. Gelecek dönemlere ilişkin olarak gelişmiş ülkelerde başlayan faiz indirim sürecinin dış talep üzerindeki olumlu etkilerinin önümüzdeki yılın ortalarına doğru belirginleşmesinin beklendiği değerlendirilmiştir.

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

Tekstil ve hazır giyim ihracatında maliyet yönlü baskıların ve rekabet koşullarının devam eden etkisiyle zayıf seyrin sürdüğü belirtilmiştir. Sektörde pazar ve müşteri kayıpları ile fiyatlandırma sorunlarına vurgu devam ederken katma değeri görece daha yüksek olan, farklı ve geniş müşteri portföyüne sahip, hızlı teslim avantajı bulunan ve kârlılıklarını yönetebilen firmaların sektörden olumlu ayrıştığı değerlendirilmiştir. **Mobilya** ihracatında belirgin bir değişim gözlenmemiştir. Yeni müşteri ve pazar arayışlarını sürdüren firmaların ihracatta hedeflenen kazanımları henüz yakalayamadığı ifade edilmiştir.

Ana pazarı Avrupa'daki zayıf talep koşulları sebebiyle satışlarında belirgin bir artış sağlayamayan **beyaz eşya** sektöründe mevcut ihracat seviyeleri korunmuştur. Fiyatlamada yaşanan güçlükler ile mevcut kâr seviyelerinin yan sanayi firmalarını zorladığı aktarılmıştır. Pazar çeşitliliği yüksek olan **makine** sektöründe ihracat olağan seviyesini korurken **otomotiv ana sanayi** ihracatı da büyük ölçüde geçen çeyrekteki performansını sürdürmüştür. **Otomotiv yan sanayinde** ise ana pazarlardaki görece yatay talep koşullarına karşılık yeni ürün sunabilen, maliyetlerde işçilik payı görece düşük olan ve otomasyonla verimli üretim yapabilen firmalar olumlu ayrışırken artan iş gücü maliyetlerinin rekabeti zorlaştırmaya başladığı aktarılmıştır. Rekabet koşullarının yanı sıra küresel talep görünümüyle ilişkili olarak indirim taleplerinin sürdüğü belirtilmiş, müşteri ve pazar kayıplarının yaşanabileceği iletilmiştir. **Turizmde** mevsim normalleriyle ve tahminlerle uyumlu talep görünümü korunmuştur. 2024 yılı için belirlenen ziyaretçi sayısı ve gelir hedeflerine ulaşılacağı ancak kârlılığın beklentilerin altında kalabileceği ifade edilmiştir.

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.

2024 yılının üçüncü çeyreğinde yurt içi talep gelişmelerine bağlı olarak üretim faaliyetindeki zayıflık belirginleşmiştir.

Talepteki ivme kaybı, sıkı finansman koşulları ve iç talep görünümüne ilişkin belirsizliğin iç piyasa ağırlıklı faaliyet gösteren firmalarda üretimi baskılamaya devam ettiği belirtilmiştir. İhracatçı firmalarda ise üretim seviyesinin korunmaya çalışıldığı, fakat ana pazarlarında süregelen zayıf talep koşullarından ve rekabet gücünden kaynaklanan risklere vurgunun arttığı gözlenmiştir.

Sektörel gelişmelere bakıldığında **otomotiv ana sanayinde**, duraklamalar nedeniyle zayıf geçen üçüncü çeyreğin ardından, iç talep koşulları etkisiyle son çeyrekte planlanan üretimde aşağı yönlü revizyon yapılabileceği değerlendirilmektedir. Yan sanayi tarafında; iç pazarda ana sanayideki güç kaybının, ihracatta ise özellikle Çinli firmalarla rekabet zorluklarının talebi baskıladığı izlenmektedir.

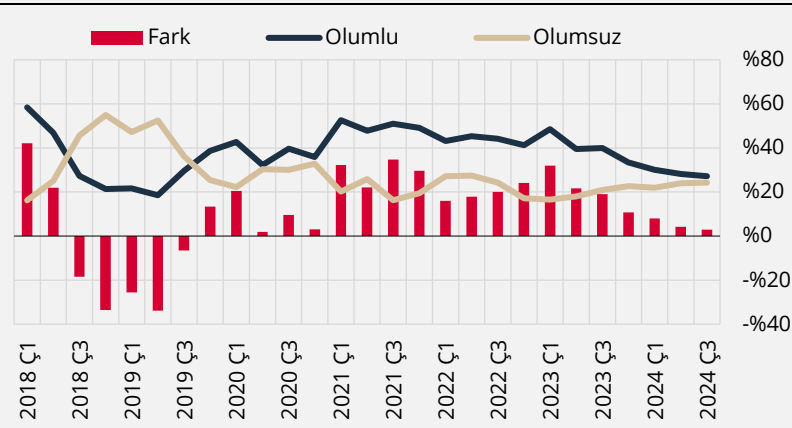
Beyaz eşyada iç talepteki zayıf seyir ve AB pazarında beklenen toparlanmanın başlamaması ana sanayi üretimini baskılamakta, bu durum yan sanayi üretimini de sınırlandırmaktadır. **Mobilyada** iç talebin ağırlıklı olarak stoklardan karşılandığı ifade edilirken, ihracattaki talep ve rekabet koşulları üretimi baskılamaktadır. **Makine-teçhizat**ta iç piyasada zayıf talep görünümü ve sıkı finansman koşulları

yatırım harcamalarına ve dolayısıyla üretime yansımaya devam etmektedir. **Tekstil ve hazır giyimde**, iç ve dış talepte toparlanma olmamasının yanı sıra rekabet koşulları nedeniyle üretim zayıf seyrini sürdürmüştür. **İnşaat yan sanayi ve ana metalde**, deprem bölgesindeki TOKİ projelerinin sürükleyici etkisi dışında faaliyetin zayıflığı üretime yansımaktadır.

Firmaların yatırım duruşunda zayıf seyir sürmüştür.

Bu dönemde yatırım planı olmayan firmaların gerekçeleri arasında talep koşullarına ilişkin belirsizlikler ile yüksek finansman maliyetleri öne çıkmıştır. Mevcut dönemde faaliyet alanında talebi güçlü gören, özkaynak yapısı güçlü veya alternatif kanallardan yatırım finansmanına ulaşma kabiliyetleri yüksek firmaların kapasite artırıcı yatırım iştahının devam ettiği gözlenmiştir. Yatırım planları içinde maliyetleri düşürmeye ve verimlilik artırmaya yönelik otomasyon ve modernizasyon yatırımları ön planda olmaya devam etmiştir. Firmaların GES yatırımlarına yönelik ilgisinin bir önceki çeyreğe göre azalarak devam ettiği gözlenmiştir.

Grafik 2: Firmaların Yatırım Duruşu* (Gelecek 12 Aylık Dönem, %)



Kaynak: TCMB RESİM.

* Yatırım Duruşu, firmaların gelecek 12 aylık dönemdeki yatırım iştahı dikkate alınarak yapılan değerlendirmeyi göstermektedir. Fark olarak gösterilen seri, yatırım duruşu olumlu olan firmalar ile olumsuz olan firmalar arasındaki farkı göstermekte olup yatırım duruşundaki değişimin boyutuna değil firmalar arası yaygınlığına ilişkin bilgi sunmaktadır.

Sektörel bazda bakıldığında; **imalat sektöründe gıda, kimya, fabrikasyon metal, makine-teçhizat ve otomotiv yan sanayi** sektörlerinde yatırım duruşu görece olumlu olmaya devam etmektedir. **Tekstil** sektöründeki mevcut atıl kapasite, **hazır giyimde** talebin seyrinin öngörülememesi, üretim maliyetleri ve fiyatlama kaynaklı olarak ihracatın gerilemesi yatırım iştahını olumsuz etkilemektedir. **İnşaat** sektöründe arsa fiyatları yatırım iştahını baskılamaya devam ederken, özellikle sermayesi güçlü firmaların arsa satın alma fırsatlarını kolladığı gözlenmiştir. Yatırım duruşu bu dönemde imalat sanayiine göre daha olumsuz seyreden **hizmet ve ticaret** sektöründe yurt içi talepteki zayıf görünüm firmaların genişleme yatırımlarını baskılamaktadır.

Üretim ve yatırım görünümündeki zayıflığın istihdam planlarına yansdığı gözlenmiştir.

Firmaların halen büyük kısmı mevcut istihdam düzeyini koruma eğilimini sürdürürken, istihdam artışı planlayan firmaların yaygınlığının azaldığı görülmüştür. Firmaların işgücü ihtiyacını kısımaya yönelik otomasyon yatırımlarının yanı sıra, zayıf talep görünümü istihdam artış planlarının azalmasında etkili olmaktadır.

Yılın üçüncü çeyreğinde firmaların finansman ihtiyacına yaptığı vurgu azalmaya devam etmiştir.

Ağırlıklı olarak işletme sermayesi kaynaklı oluşan finansman ihtiyacına yapılan vurgunun azalışında çeyrek genelinde gerileyen emtia fiyatlarına bağlı maliyetlerin ılımlı seyrinin etkili olduğu belirtilmiştir. Bununla birlikte nakit akışındaki azalış kaynaklı işletme sermayesi ihtiyacı vurgusundaki artış ise dikkat çekmiştir. Özellikle tahsilat sürelerinin uzaması kaynaklı nakit akışı sorunları işletme sermayesi ihtiyacını artırmıştır. Diğer taraftan yatırım duruşundaki zayıflık çerçevesinde yatırım kaynaklı finansman ihtiyacı vurgusu azalmaya devam etmiştir.

Kredi koşullarının üçüncü çeyrek genelinde büyük ölçüde bir önceki çeyreğe benzer seyrettiği dile getirilmekle birlikte, teklif edilen faizlerdeki kademeli gevşemenin sürdüğü iletilmiştir. Bankalar arası farklılaşmalar olmakla birlikte kredi iştahının görece arttığı ve bunun işletme sermayesine yönelik kredi vadelerine yansımaya başladığı aktarılmıştır. TL kredi maliyetlerinin yüksek bulunması firmaların kredi taleplerini baskılamaya devam ederken, firmalar öz kaynak kullanımını önceliklendirmeyi sürdürmüştür. Diğer taraftan firmaların YP krediye yönelimi üçüncü çeyrekte de devam etmiştir.

Firmalar arası ticarete koşulların zorlaştığı gözlenmiştir. Tedarik kanalında peşin alımın yanı sıra ön ödeme ya da avans talep eden firmaların olduğu, kredi kullanmak istenmemesi ve bazı firmaların nakitte kalma güdüsüyle ödeme vadelerini uzatmaya çalıştıkları iletilmiştir. Ödemeleri erteleme eğiliminin yaygınlaşmasıyla alacak-borç vade uyumsuzluğunun artmaya devam ettiği belirtilmiştir. Tahsilat riskini azaltmak adına müşteri seçiciliğinin, DBS (Doğrudan Borçlandırma Sistemi), kredi kartı, teminat mektubu ve/veya alacak sigortası kullanımının arttığı iletilmiştir.

Yılın üçüncü çeyreğinde firmalar üzerindeki maliyet baskısı önceki çeyreğe benzer düzeyde gerçekleşmiş, fiyat artışı planlayan firmaların oranı ise gerilemiştir.

Maliyet unsurlarının önceki çeyreğe göre değişimlerine bakıldığında, firmaların iş gücü ve enerji maliyetlerine yaptığı atıflarda artış gözlenirken; döviz kuru etkisi hariç girdi maliyetleri, kur kaynaklı maliyetler ve finansman maliyetlerine yaptığı atıflarda azalış görülmüştür.

Girdi maliyetlerinin seyri, mevcut talep koşulları ve yoğun rekabet fiyat artışlarını sınırlandıran en önemli faktörler olmuştur. Talep koşullarının maliyet artışlarını fiyatlara tam olarak yansıtmaya izin vermediğini belirten firmaların fiyat artış planlarını öteledikleri dikkat çekmiştir. Ayrıca son çeyreğin geleneksel kampanya dönemi olmasının da fiyat artış planlarındaki yavaşlamaya katkı sunduğu anlaşılmıştır.

Kutu 2.4

Orta Vadeli Program Çerçevesinde Maliye Politikası Duruşu

2025-2027 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program, OVP (2025-2027), 5 Eylül 2024 tarihinde yayımlanmıştır. Programda, önümüzdeki üç yıllık dönemde başta deprem kaynaklı harcamalar olmak üzere gerekli ihtiyaçlar karşılanırken mali disiplinin ekonomide güven ve istikrarı artıran bir çıpa olarak korunması ve güçlendirilmesi için tüm adımların kararlılıkla atılacağı ifade edilmiştir. Ayrıca maliye ve gelirler politikalarının para politikasını destekleyici şekilde uygulanmaya devam edileceği belirtilmiştir. Fiyat istikrarını temin etmek amacıyla yönetilen yönlendirilen fiyatların enflasyon tahmin ve hedefleriyle uyumlu olarak artırılacağı da OVP'de ifade edilmiştir.

Programda, bütçe dengesi ve faiz dışı bütçe dengesine ilişkin göstergelerde iyileşme sağlanacağı ve buna bağlı olarak da borç stoku/GSYİH oranının kademeli olarak azaltılacağı bir çerçeve esas alınmıştır (Tablo 1). Deprem harcamalarının bütçede önemli bir yer tuttuğu 2023 ve 2024 yıllarında harcamalar/GSYİH oranı yüzde 25 civarında iken, program döneminde yüzde 24'ün altına gerilemesi beklenmektedir. Söz konusu dönemde faiz hariç harcamalar kademeli olarak azalırken vergi gelirlerinin aynı kalacağı öngörülmektedir. Mali uyumun vergi artışlarından ziyade faiz dışı harcamaların azaltılması yoluyla sağlanacak olması enflasyon ile mücadele kapsamında para ve maliye politikalarının koordinasyonu açısından önem arz etmektedir.

Tablo 1: Merkezi Yönetim Bütçesi (% GSYİH)

	2023	2024 (GT)	2025 (P)	2026 (P)	2027 (P)
Harcamalar	24,8	25,4	23,9	23,7	23,5
Faiz Hariç Harcamalar	22,3	22,4	20,8	20,6	20,4
Faiz Giderleri	2,5	2,9	3,2	3,1	3,0
Gelirler	19,6	20,5	20,8	20,9	21,0
Genel Bütçe Vergi Gelirleri	17,0	17,2	18,1	18,1	18,1
Diğer Gelirler	2,7	3,3	2,7	2,8	2,9
Bütçe Dengesi	-5,2	-4,9	-3,1	-2,8	-2,5
Bütçe Dengesi* (Deprem Harcamaları Hariç)	-1,6	-2,5	-2,2	-2,1	-1,8
Faiz Dışı Denge	-2,7	-1,9	0,0	0,3	0,6
AB Tanımlı Genel Devlet Borç Stoku	29,3	25,6	25,3	25,1	24,8

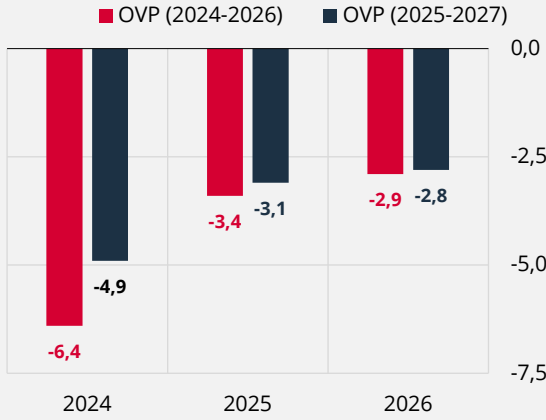
Kaynak: OVP (2025-2027), Yazarların Hesaplamaları.

GT: Gerçekleşme Tahmini P: Program

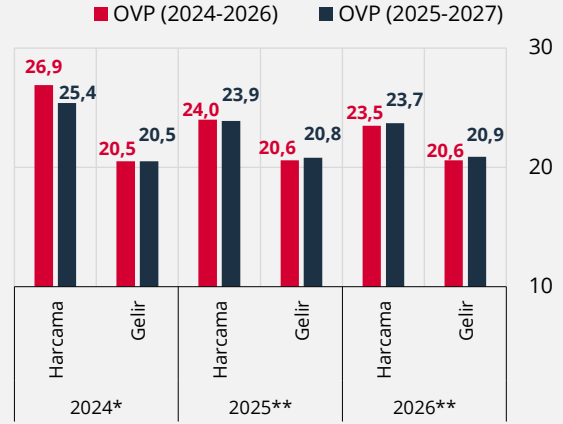
* OVP (2025-2027) metninde verilen deprem kapsamındaki ödenekler kullanılarak yazarlar tarafından hesaplanmıştır.

2024 yılı için bütçe açığı/GSYİH oranı bir önceki programda verilen hedefe göre 1,5 puan aşağı yönlü revize edilerek yüzde 4,9 olarak verilmiştir (Grafik 1). Söz konusu iyileşme harcama kaynaklı olup, harcamaların milli gelire oranı 1,5 puan düşürülürken, gelirlerin oranının aynı kalacağı öngörülmüştür (Grafik 2). Diğer bir deyişle milli gelire oran olarak bütçe açığındaki iyileşmenin milli gelire oranla bütçe harcamalarındaki azalış sayesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

2025 yılında yüzde 3,1 olarak verilen bütçe açığı/GSYİH oranının 2026 ve 2027 yıllarında yüzde 3'ün altına inmesi hedeflenmektedir (Tablo 1). 2025 yılında faiz dışı dengenin sağlanması, sonraki iki yılda ise faiz dışı fazla verilmesi hedeflenmektedir. Bütçe dengelerindeki iyileşmeye paralel olarak borç stoku/GSYİH oranının da program dönemi boyunca azalarak 2023 yılındaki yüzde 29,3 seviyesinden 2027 yılında yüzde 25'in altına inmesi beklenmektedir.

Grafik 1: Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi Öngörülleri (% GSYİH)

Kaynak: OVP (2024-2026), OVP (2025-2027).

Grafik 2: Merkezi Yönetim Harcama ve Gelir Öngörülleri (% GSYİH)

Kaynak: OVP (2024-2026), OVP (2025-2027).

* OVP (2024-2026) için hedef, OVP (2025-2027) gerçekleşme tahminidir.

** OVP (2024-2026) ve OVP (2025-2027) için hedefdir.

Deprem harcamalarının tutarı bütçe dengelerinin şekillenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Deprem harcamalarının milli gelire oranı depreme ilişkin etkilerin en çok hissedildiği 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla yüzde 3,6 ve yüzde 2,4 iken, takip eden üç yılda yüzde 1'in altında kalacağı öngörülmektedir. Deprem harcamaları dahil edildiğinde bütçe açığı/GSYİH oranının 2023 yılındaki yüzde 5,2 seviyesinden 2024 yılında yüzde 4,9'a gerileyeceği öngörülmektedir. Deprem harcamaları hariç tutulduğunda 2024 yılında bütçe açığı/GSYİH oranının, deprem harcamalarının dahil olduğu durumun aksine, 2023 yılına göre bir miktar arttığı (yüzde 1,6'dan yüzde 2,5'e) görülmektedir (Tablo 1). Sonraki üç yılda ise deprem harcamalarının dahil olduğu duruma benzer şekilde kademeli olarak azalmaktadır.

Dezenflasyon sürecinin başarılı olabilmesi için para ve maliye politikalarının eşgüdüm içerisinde yönetilmesi önem taşımaktadır. 2025-2027 döneminde bütçe dengelerinde öngörülen iyileşmenin vergi gelirlerindeki artıştan ziyade faiz dışı harcamalardaki azalışla sağlandığı bir çerçevede programlanması, enflasyon ile mücadele kapsamında maliye politikasının destekleyici olacağına işaret etmektedir.

Kutu 2.5

Enflasyon Ana Eğilim Göstergelerine Dair Bir Değerlendirme

Tüketici enflasyonu farklı türde şoklara maruz kalmakta olup oynak bir yapıya sahiptir. Bu çerçevede, enflasyonun gelişimi hakkında sağlıklı bilgi verme konusunda manşet rakam bazı dönemlerde yanıltıcı olabilmektedir. Politika yapıcılar enflasyonun geçici şoklardan, mevsimsel etkilerden ve dalgalanmalardan etkilenmeyen kalıcı kısmıyla, diğer bir deyişle "ana eğilimi" ile ilgilenmektedirler. Bu durum, orta vadede geçici şokların ve dalgalanmaların etkisinin yok olması, dolayısıyla manşet enflasyonun orta vadedeki seyri açısından belirleyici olanın "enflasyonun kalıcı kısmı" olmasıyla ilintilidir. Ayrıca ana eğilim, para politikasının görece etki alanı dışında kalan kalemlerin dışlanmasıyla, para politikasının etkileyebileceği kalemlere odaklanılmasını da sağlayabilmektedir. Enflasyonun ana eğilimini ölçmenin tek ve kesin bir yolu yoktur. Bu sebeple, merkez bankaları farklı yöntemlere dayalı birçok gösterge kullanmaktadır. Bu kutuda enflasyonun ana eğilimine dair TCMB bünyesinde takip edilen göstergeler ve performansları hakkında özet bilgi sunulmakta, ana eğilim ve fiyat artışlarının yayılımına ilişkin son dönem görünümü özetlenmektedir.

a. Ana Eğilimi Hesaplamaya Yönelik Alternatif Göstergeler

Enflasyonun ana eğilimi farklı yöntemlerle hesaplanabilmektedir. TCMB bünyesinde kullanılan göstergeler, literatürle de uyumlu olarak, i) kalıcı dışlamaya dayalı yöntemler, ii) fiyat değişimlerinin dağılımına dayanan geçici dışlamaya dayalı yöntemler ve iii) modele dayalı yöntemler olmak üzere üç ana başlık altında ele alınabilir.

Kalıcı dışlama yöntemleri, belirli mal ve hizmetlerin (gıda, enerji gibi) sürekli olarak fiyat endeksinden dışlanmasına dayanmaktadır. Kullanılan en yaygın yöntem olup, bu yöntemdeki amaç, endekste yer alan işlenmemiş gıda gibi geçici arz şoklarına maruz kalan veya enerji gibi para politikasının görece etki alanı dışındaki bazı mal ve hizmetlerin dışlanmasıdır. Böylece düşük oynaklık sergileyen ve para politikasının etkisinin daha belirgin olabileceği kalıcı kısma ulaşabilmektedir. Bu yöntemin temel avantajı, dışlanan kalemlerin önceden belirlenmiş olması sebebiyle zaman içinde kapsamın değişmemesi ile endeksin hesaplanmasının ve kamuoyunda anlaşılmasının kolay olmasıdır. Fakat, yalnızca belirli kalemlerin çıkarılması ve göstergenin statik yapısı nedeniyle bu yöntem, dönem dönem enflasyon eğilimine ilişkin sinyalleri de dışlayabilmektedir. En çok kullanılan göstergeler, TÜFE'den işlenmemiş gıda, enerji, alkol-tütün ve altının dışlandığı B endeksi ile TÜFE'den gıda, enerji, alkol-tütün ve altının dışlandığı C endeksidir.

İkinci gruptaki yöntemler, TÜFE'yi oluşturan kalemlerin aylık fiyat değişimlerinin dağılımından yola çıkan istatistiki yöntemlerdir. Bu gruptaki yaklaşımlar dinamik bir yapıya sahip olup, endeksten dışlanan mal ve hizmetler aydan aya değişiklik gösterebilmektedir. Bu grupta en sık kullanılan göstergeler, aşırı oynaklık gösteren kalemlerin dönemsel dışlanması ile elde edilen (V_1), mevsimsellikten arındırılmış budanmış aylık enflasyon (SATRIM) ve medyan enflasyon göstergeleridir.¹ Söz konusu göstergeler TÜFE'de yer alan beş basamak detayındaki fiyat endekslerinin mevsim etkilerinden arındırılmış aylık değişimleri üzerinden hesaplanmaktadır.² Oynak alt kalemlerin dışlandığı V_1 göstergesi her ay için, aylık fiyat değişimlerinin ortalamasının bir standart sapma aralığının dışında kalan mal ve hizmetlerin, o ay için endeksten dışlanması ile elde edilmektedir. SATRIM ise her aydaki fiyat değişimi dağılımının, alt ve üst uçundan simetrik olarak, yüzdesel belli bir kısmının (halihazırda her iki uçtan yüzde 16) kırılması ile hesaplanmaktadır. Medyan enflasyon ise aylık fiyat değişimlerinin medyan değerini göstermektedir.

¹ Detaylı bilgi için bkz. Atuk ve Özmen (2009a) ve Atuk ve Özmen (2009b).

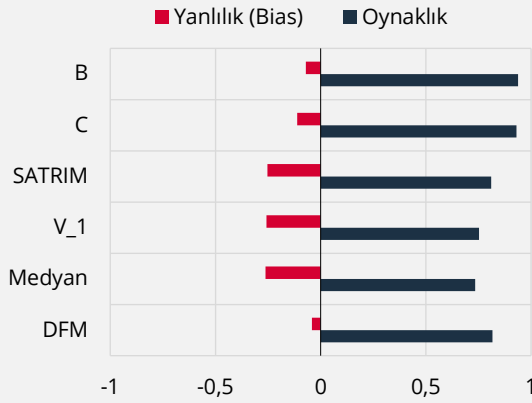
² 2024 yılı itibarıyla 5 basamak detayında TÜFE'de 143 adet alt kalem bulunmaktadır.

Son grupta ise modele dayalı yöntemler yer almaktadır. Bu yöntemler dinamik bir yapıya sahip olmakla beraber, geniş veri seti ile modeller üzerinden enflasyonunun kalıcı ve geçici kısmını ayırtmayı, böylece fiyatlardaki genel eğilimi ortaya çıkarabilmeyi amaçlamaktadır. Fakat, yeni veri geldikçe model tahminlerinin güncellenmesi nedeniyle gözlemler geçmişe dönük revizyona maruz kalmaktadır. TCMB bünyesinde dinamik faktör modeline dayalı gösterge (DFM) kullanılmaktadır. Dinamik faktör modelleri, çok sayıda zaman serisi değişkeninin ortak dinamiğinin, nispeten az sayıda gözlemlenemeyen faktörden kaynaklanması ve bunların da zaman içinde dinamik bir yapıda değişmesi görüşüne dayanmaktadır. Bu yöntem, değişkenler arasında yüksek korelasyonu bir kategoriye (birinci faktör) buradan kalan varyasyonu da en çok açıklayan diğer bir kategoriye (birinci faktöre ortogonal ikinci faktöre; aynı şekilde üçüncü ve daha yüksek faktörlere de ulaşılabilir) toplayarak değişken sayısını azaltmayı amaçlamaktadır. Bir diğer deyişle, bu yöntem boyut indirgeme tekniği olarak kullanılmaktadır. Böylece, belirli bir alt kalemi dışlamadan enflasyondaki ortak hareketleri yakalamak mümkün olmaktadır. Dinamik faktör modelinde de diğer alternatif göstergelerle benzer şekilde, TÜFE'nin beş basamak düzeyindeki mevsimsellikten arındırılmış aylık fiyat değişimleri kullanılmakta; model Doz, Giannone ve Reichlin'in (2011) dinamik faktör modeli yaklaşımını takip etmektedir.

b. Göstergelerin Performans Değerlendirmesi

Ana eğilim göstergelerinin sağlaması gereken bazı özellikler bulunmaktadır. Bu özellikler, (i) manşet enflasyonun yansız (unbiased) bir tahmin edicisi olması, (ii) manşet enflasyondan daha az oynak olması ve (iii) enflasyonu (örneklem dışı) tahmin gücü olarak değerlendirilebilir. Bu bölümde takip edilen göstergeler belirtilen özellikleri ne kadar sağladıklarına yönelik olarak incelenmektedir.³ TCMB bünyesinde takip edilen göstergelerin yanlılığı ve göreceli oynaklığı incelendiğinde, en düşük yanlılığın DFM, B ve C göstergesinde olduğu gözlenmektedir (Grafik 1). Diğer göstergelerin uzun dönem ortalaması manşet enflasyondan bir miktar daha düşüktür, diğer bir ifade ile bu göstergeler bir miktar yanlılık taşımaktadır. Beklenildiği gibi, enflasyonun ana eğilimine ilişkin göstergeler manşet enflasyona kıyasla daha az oynaktır (Grafik 1). En düşük oynaklık medyan enflasyonda olup, bunu tanım gereği oynak kalemleri dışarıda bırakan V_1 göstergesi takip etmektedir.

Grafik 1: Enflasyon Ana Eğilim Göstergelerinin Yanlılığı ve Oynaklığı*



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

* Yanlılık, manşet enflasyona kıyasla her bir göstergenin eş zamanlı farkının ortalamasıdır. Oynaklık, her bir göstergenin standart sapmasının manşet enflasyonun standart sapmasına bölünmesiyle elde edilmiştir. İnceleme yapılan dönem 2005:02-2024:09'dur.

Grafik 2: Enflasyon Ana Eğilim Göstergelerinin Tahmin Gücü*

	RRMSFE-12 Ay (2006:04-2017:12)	RRMSFE-12 Ay (2006:04-2024:09)
B	0.83	0.87
C	0.80	0.85
SATRIM	0.76	0.85
V_1	0.75	0.77
Medyan	0.78	0.71
DFM	0.69	0.75

Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

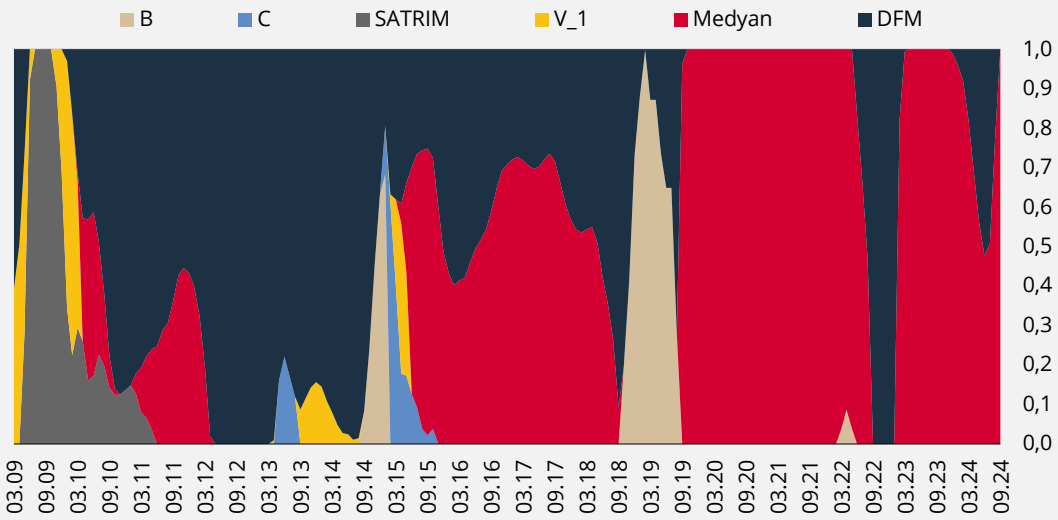
* RRMSFE 12 ay, her bir ölçütün mevsimsellikten arındırılmış son 3 aylık yıllıklandırılmış değerlerinin 12 ay sonraki yıllık manşet enflasyona göre kök ortalama karesel tahmin hatalarının (RMSFE), manşet enflasyonun RMSFE'sine bölünmesiyle elde edilmektedir.

³ Yapılan incelemede Bańbura ve diğerkleri (2023) çalışmasındaki yaklaşım esas alınmıştır.

Göstergelerin tüketici enflasyonunun bir yıl sonraki seyrini sinyalleme gücünü anlamaya yönelik olarak, ana eğilim göstergelerinin son üç aylık (yıllıklandırılmış) ortalamalarının gelecek 12 aylık dönemdeki yıllık tüketici enflasyonunu tahmin etme gücü incelenmiştir (Grafik 2). Bu analiz, (i) tüm örneklem ve (ii) tüketici enflasyonunun görece ılımlı seyrettiği olmak üzere iki farklı dönem için yapılmıştır. Düşük enflasyon döneminde, model bazlı gösterge ile dağılıma bağlı göstergeler (SATRIM, V_1 ve Medyan), tüketici enflasyonunu tahminde B ve C'den daha iyi bir görece performans sergilemektedir. Tüm örneklem dikkate alındığında, başta medyan enflasyon olmak üzere oynak kalemleri dışlayan gösterge (V_1) ile dinamik faktör modeline dayalı gösterge (DFM) öne çıkmaktadır. B ve C göstergelerinin düşük yanlılığa rağmen, örneklem dışı öngörü gücünün daha düşük olduğu izlenmektedir. Yapılan analizlerde, medyan enflasyon gerek oynaklık gerekse tahmin gücü bakımından diğerlerine kıyasla öne çıkmaktadır.⁴

Göstergelerin yıllık tüketici enflasyonunu tahmin gücünün zaman içindeki değişimini görmek amacıyla, bir yıl sonraki RMSFE değerini minimize eden tahmin kombinasyonu çalışması yapılmıştır. Bu analizde üç yıllık kayan pencerede, tahmin hatasını minimize eden ana eğilim göstergelerinin optimal ağırlıkları hesaplanmıştır (Grafik 3). Bulgulara göre göstergelerin tahmin performansı zaman içinde değişmekle birlikte, dinamik faktör modeli ve medyan enflasyon daha iyi performans gösterme eğilimindedir. Özellikle medyan enflasyon, son yıllardaki tahmin performansı ile ana eğilim göstergeleri arasında öne çıkmaktadır (Grafik 3). Diğer göstergelerin tahmin performansı ise dönemselik arz etmektedir. Analizin ima ettiği bir diğer sonuç ise B ve C gibi kalıcı dışlamaya dayalı göstergelerin optimal tahmin kombinasyonunda sınırlı bir dönemde yer bulabildiği, diğer bir ifadeyle örneklem boyunca 12 ay sonraki tüketici enflasyonunu öngörmeye diğer göstergelere kıyasla zayıf bir performans gösterdiğidir.

Grafik 3: Optimal Tahmin Kombinasyonunda Seçilen Ana Eğilim Göstergeleri
(Üç Yıllık Kayan Pencere RMSFE-12'yi Minimize Eden Kombinasyon Ağırlıkları)



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

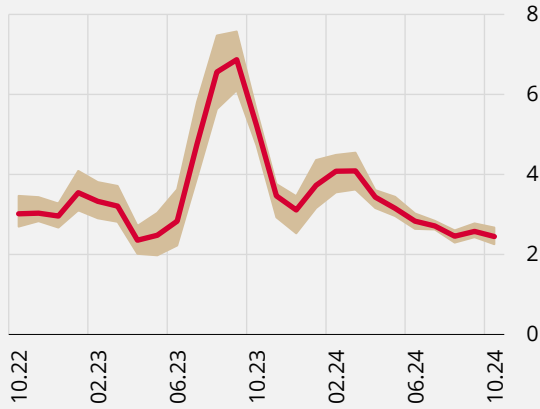
c. Ana Eğilim ve Fiyatlama Davranışlarının Yakın Dönem Seyrine Dair Gözlemler

Analizler göstergelerin performansının farklı kriterlere göre değiştiğine (medyan enflasyon göstergesi öne çıkmakla birlikte), enflasyonun kalıcı kısmını tespit etmede farklı göstergelerin bir arada takibinin önemine işaret etmektedir. Bu çerçevede, TCMB bünyesinde takip edilen 6 gösterge bir bütün olarak incelendiğinde, ana eğilimin bir önceki çeyrek sonunda yüzde 2,8'den, üçüncü çeyrekte yüzde 2,6'ya, ekim ayında ise yüzde 2,3 seviyesine gerilediği gözlenmektedir (Grafik 4).

⁴ Buna ek olarak, Atuk ve Özmen (2009a) çalışmasında sunulan, ana eğilim göstergelerinin enflasyon trendini (TÜFE'nin 18, 24 ve 36 aylık merkezi ortalamalarına dayanan) takip etme performansları da incelenmiş, bu analizde V_1, medyan ve DFM göstergelerinin daha iyi performans sergilediği bulgulanmıştır. Anılan göstergeler arasında ise en iyi performans medyan enflasyon göstergesine aittir.

Üçüncü çeyrekte dışlama yöntemiyle oluşturulan B ve C gibi göstergeler ile diğer göstergeler arasında bir miktar ayrışma kaydedilmiştir. Ağustos ayında dışlamaya dayalı göstergeler ana eğilimde yatay bir seyre işaret ederken, diğerleri yavaşlama yönünde sinyal vermiştir. Bu ayrışmada okula dönüş etkisinin yaşandığı eğitim ve ulaştırma hizmetleri gibi zamana bağlı fiyat belirleme eğilimi belirgin olan gruplardaki dönemsel yüksek fiyat artışları etkili olmuştur. Sayıca az fakat ağırlığı görece yüksek kalemlerde dönemsel olarak yüksek fiyat artışları gerçekleştiğinde, B ve C gibi endeksten kalıcı dışlamaya dayalı göstergeler bu durumdan daha olumsuz etkilenmekte, bu gibi dönemlerde alt kalem bazlı dağılıma dayalı göstergeler ana eğilimi dair daha sağlıklı bir resim ortaya koyabilmektedir.

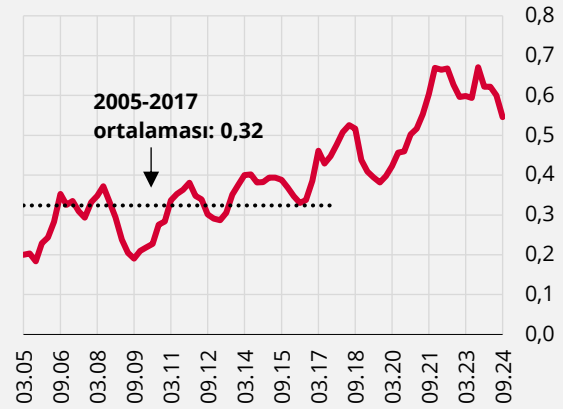
Grafik 4: Enflasyon Ana Eğilim Göstergeleri* (Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Ortalama % Değişim)



Kaynak: TCMB.

* Mevsimsellikten arındırılmış B, C, SATRIM, Medyan, oynak kalemleri dışlayan (V_1), dinamik faktör modeli (DFM) olmak üzere 6 farklı göstergenin ortalamasıdır. Taralı alan maksimum ve minimum aralığını göstermektedir.

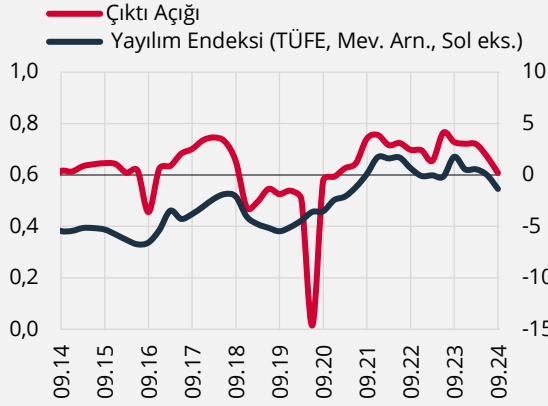
Grafik 5: TÜFE Yayılım Endeksi* (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik Ortalama)



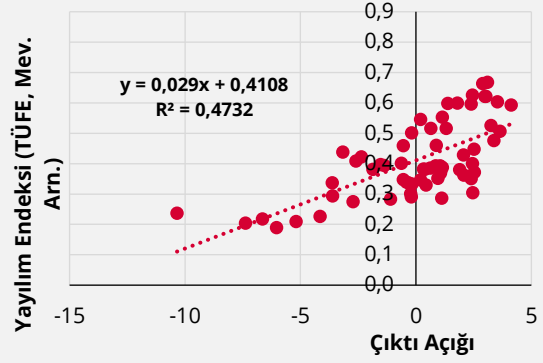
Kaynak: TCMB.

* Yayılım endeksi, fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı olarak hesaplanmakta ve sonrasında mevsimsel etkilerden arındırılmaktadır.

Fiyatlandırma davranışlarının seyrine yönelik olarak, fiyat artışlarının boyutu kadar yaygınlığı da önem arz etmekte, bu konuda mikro verideki fiyat artış ve düşüş frekansları yanında yayılım endekslerinden de faydalanılmaktadır. Fiyat artışlarının ne kadar genele yayıldığına bir göstergesi olan *yayılım endeksi*, fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır. Mevsimsel etkilerden arındırılmış yayılım endeksi 2021 yılı son çeyreği ve izleyen iki çeyrekte en yüksek değerine ulaşmış, birden fazla şokun aynı anda gerçekleştiği 2023 yılı üçüncü çeyreğinde de benzer yüksek seviyeye çıktıktan sonra, parasal sıkılaşma ile birlikte düzenli bir yavaşlama eğilimi içine girmiştir (Grafik 5). Bu durum, yayılım endeksinin alt bileşenleri olan fiyatı artan alt kalemlerin oranındaki geri çekilmenin yanında, fiyatı azalan kalemlerin oranındaki artıştan da kaynaklanmıştır. Diğer taraftan, gelinen seviyeler geçmiş ortalamaların önemli ölçüde üzerindedir.

Grafik 6: Talep Koşulları ve TÜFE'de Fiyat Artışlarının Yayılımı

Kaynak: TCMB.

Grafik 7: Çıktı Açığı ve TÜFE Yayılım Endeksi Saçılım Grafiği*

Kaynak: TCMB.

* Örneklem Dönemi: 2008Ç2-2024Ç3. Arz yönlü etkilerin belirgin olduğu 2020Ç2 (Covid dönemi), 2021Ç4 ve 2023Ç3 çeyrekleri örneklem dışında bırakılmıştır.

Talep koşulları fiyat artışının büyüklüğü yanında genele yayılımı üzerinde de etkili olmaktadır (Grafik 6). Nitekim, çıktı açığı ile yayılım endeksi arasında belirgin bir pozitif ilişki söz konusudur (Grafik 7). Çıktı açığının negatif değerler aldığı ekonomideki soğuma dönemlerinde tüketici fiyat artışlarının genele yayılımı da azalmaktadır. İçinde bulunulan dönemde de talep koşullarındaki normalleşme ile birlikte yayılım endeksinde yavaşlama söz konusudur (Grafik 6). Analizler çıktı açığının negatif seviyelere geçmesiyle, önümüzdeki dönemde fiyat artışlarının yayılımının daha da güç kaybedeceğine işaret etmektedir.

Özetle, enflasyonun ana eğilimini tanımlamanın ve ölçmenin kesin bir yolu bulunmamaktadır. Bu nedenle, farklı yaklaşımlar kullanılabilir. Göstergelerin performansları ise farklı kriterlere ve dönemlere göre değişebilir. Yapıları itibarıyla her gösterge farklı ekonomik koşullara farklı tepki verebilir. Bu nedenle, enflasyonun orta vadedeki seyrine dair doğru tespitte bulunabilmek açısından, alternatif yöntemlerle oluşturulan birden fazla göstergenin bir arada takibi önem arz etmektedir.

Kaynakça

Atuk O., Özmen M. U. (2009a). Design and Evaluation of Core Inflation Measures for Turkey, BIS IFC Working Papers.

Atuk, O., Özmen, M. U. (2009b). A New Approach to Measuring Core Inflation for Turkey: SATRIM. İktisat İşletme ve Finans, Cilt 24, Sayı 285, 73-88.

Bañbura, M., Bobeica, E., Bodnár, K., Fagandini, B., Healy, P., & Paredes, J. (2023). Underlying inflation measures: an analytical guide for the euro area. Economic Bulletin Boxes, 5.

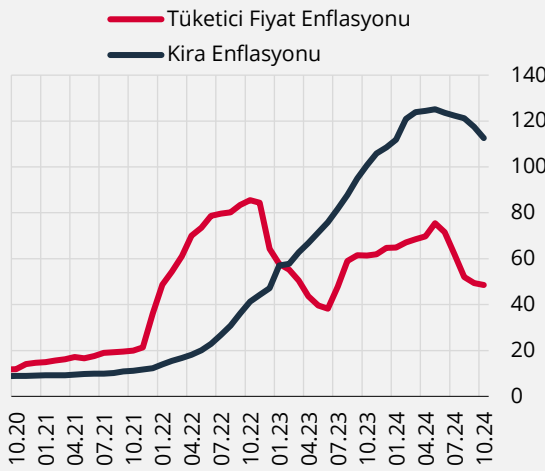
Doz, C., Giannone, D., & Reichlin, L. (2011). A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering. *Journal of Econometrics*, 164(1), 188-205.

Kutu 2.6

Kira Enflasyonu ve PÖS Öncü Göstergesi

Tüketici Fiyat Endeksi'nde (TÜFE) 2024 yılında yüzde 5,06 ağırlığa sahip olan ve kiracılar tarafından ödenen gerçek kiralardan hesaplanan kira endeksinin yıllık artış oranı, 2023 yılı başından itibaren TÜFE'nin üzerinde seyretmektedir (Grafik 1). Kira kalemi tüketici fiyatları ana grupları arasında en yüksek artış gösteren kalem olmakta ve enflasyondaki düşüşü sınırlamaktadır. Bu kutuda, kira enflasyonunun yapısı ve son dönemdeki görünümü incelenecek, bu değişkene ilişkin takip edilen öncü göstergelerden biri olan Perakende Ödeme Sistemi (PÖS) sunulacak ve bu gösterge ışığında kira enflasyonunun seyri değerlendirilecektir.

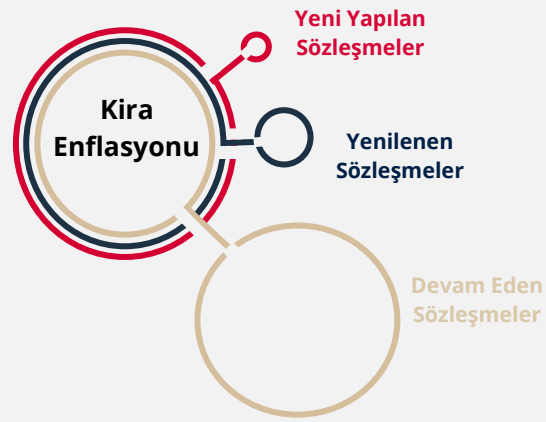
Grafik 1: Tüketici Fiyat ve Kira Enflasyonu*



Kaynak: TÜİK.

* Tüketici fiyat enflasyonu ve kira enflasyonu, tüketici fiyat endeksi ve bunun alt grubu olan kira endeksinin yıllık yüzde değişimidir.

Şekil 1: Kira Enflasyonunun Kompozisyonu*



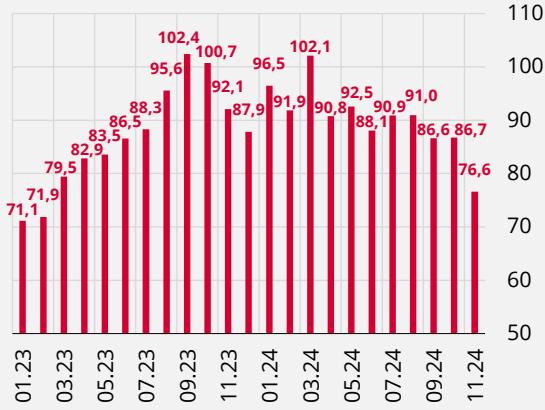
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Şekillerin boyutları, ilgili bileşenin payı ile orantılıdır.

Kira enflasyonunu; (i) yeni yapılan (yeni kiracı), (ii) yenilenen (eski kiracı ama kira güncellemesi var) ve (iii) devam eden (eski kiracı ve kira güncellemesi yok) sözleşmeler olmak üzere üç ana gruptaki fiyat dinamikleri belirlemektedir (Şekil 1). Yeni yapılan sözleşmelerin toplam sözleşmelere oranı düşüktür; bu açıdan yeni sözleşmelerdeki fiyat hareketleri kira enflasyonuna sınırlı yansımaktadır. Yenilenen sözleşmelerdeki geçmiş enflasyona endeksleme davranışı ve güncelleme sıklığının düşük olması ise kira enflasyonunda ataletle sebep olmaktadır. Yeni yapılan ve yenilenen kira sözleşmelerindeki fiyatlar ve artış oranları, devam eden kira sözleşmelerine de ilerleyen dönemlerde emsal teşkil ettiği için yansiyabilmektedir.

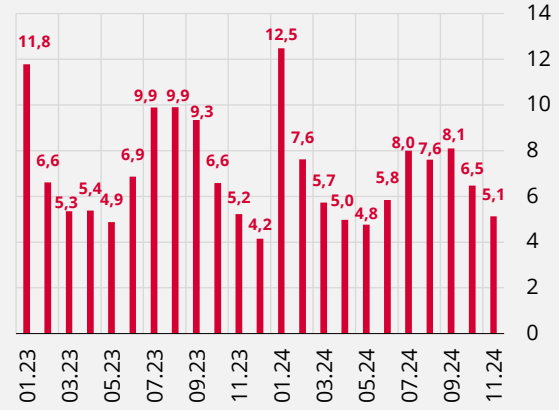
TCMB nezdinde kira enflasyonunun takibi ve gelecekteki seyrini anlamaya yönelik farklı özellikler taşıyan bir dizi gösterge takip edilmektedir. Bu göstergelerden biri Elektronik Fon Transfer (EFT) sisteminin müşteriler arası Türk lirası aktarım sistemi olan PÖS aracılığıyla yapılan kira ödemeleridir. PÖS verilerinde, hem yeni yapılan ve yenilenen sözleşmelerdeki artış oranı hesaplanabilmekte hem de devam eden sözleşmelerin yenileme oranına ilişkin çıkarım yapılabilmektedir (Grafik 2 ve 3).

Yeni ve yenilenen sözleşmelerdeki fiyat artış oranı, 2024 yılı ağustos ayına kadar yüzde 90-100 bandında seyretmiştir. Kira fiyatları değişimi, son dönemde yavaşlama eğilimine girmiş ve 2024 yılı kasım ayının ilk 7 günü itibarıyla yüzde 76,6 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 2). Sözleşme yenileme oranı, yıl içindeki en yüksek değerini genellikle ocak ayında almaktadır. Üçüncü çeyrekte yüksek seyreden sözleşme yenileme oranı, son çeyrekte genellikle daha düşük seviyelerde gerçekleşmektedir (Grafik 3). Söz konusu mevsimsel etkilerin, TÜİK kira enflasyonunda da benzer şekilde gerçekleştiği gözlenmektedir.

Grafik 2: PÖS Yeni ve Yenilenen Sözleşmelerdeki Kira Fiyatları Değişimi* (%)

Kaynak: TCMB.

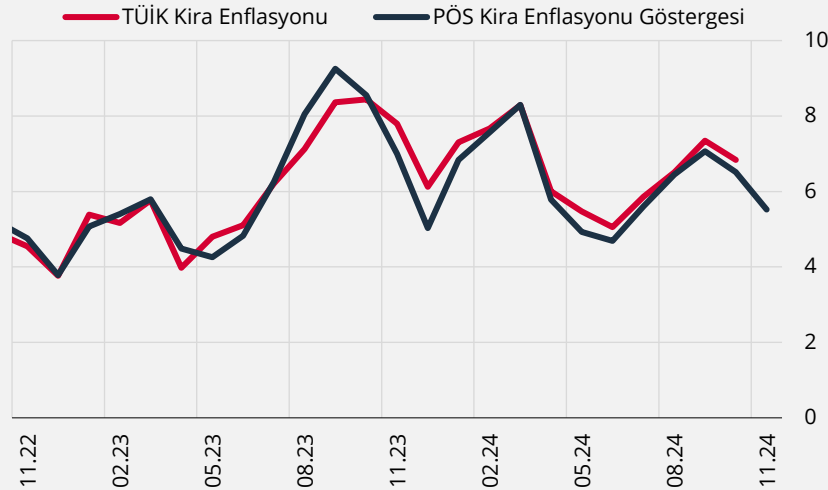
* Kasım ayının ilk 7 gününe ilişkin veriyi içermektedir.

Grafik 3: PÖS Sözleşme Yenileme Oranı* (%)

Kaynak: TCMB.

* Takip edilen sözleşme sayıları aydan aya değişkenlik gösterebilmektedir. Kasım ayının ilk 7 gününe ilişkin veriyi içermektedir.

Yeni yapılan ve yenilenen sözleşmelerdeki kira fiyatı değişim oranı ile devam eden sözleşmelerin yenileme oranı kullanılarak TÜFE'deki aylık kira enflasyonu hesaplamasına ilişkin öncü bir gösterge oluşturulabilmektedir. PÖS kira enflasyonu göstergesi, cari aydaki kira enflasyonuna dair fikir vermekte ve kısa vadeli enflasyon tahminlerine girdi teşkil etmektedir. Bu gösterge, elden ödeme gibi transfer çeşitlerini içermediği için kapsam ve metodoloji açısından sahip olduğu farklılıklardan dolayı TÜİK kira enflasyonundan ayrışabilmektedir. Ancak, EFT sisteminde kira ödemesi takip edilebilen alıcı sayısının fazla olması kapsama ilişkin sorunları bir miktar hafifletmektedir. Nitekim, Grafik 4'te görülebileceği üzere söz konusu öncü gösterge TÜİK kira enflasyonundan yer yer ayrışabilse de seviye ve eğilim olarak çok yakın seyretmektedir (Grafik 4).

Grafik 4: TÜİK Kira Enflasyonu ve PÖS Kira Enflasyonu Göstergesi* (3-Aylık Hareketli Ortalama, Aylık % Değişim)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Perakende Ödeme Sistemi verileri kullanılarak hesaplanmaktadır. Yeni yapılan, yenilenen ve devam eden sözleşmeleri içermektedir. Kasım ayının ilk 7 gününe ilişkin veriyi içermektedir.

Özetle, PÖS öncü göstergesinde yer alan sözleşme artış oranlarında 2024 yılı mart ayında başlayan düşüş eğilimi ve sözleşme yenileme oranının son çeyrekte ılımlı düzeylere gerilemesi birlikte değerlendirildiğinde 2024 yılının son çeyreğinde kira enflasyonunun yavaşlaması beklenmektedir.

3. Orta Vadeli Öngörüler

3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

Yılın ikinci çeyreğinde yıllık ve çeyreklik bazda büyüme oranları gerilemiştir. Yıllık ve çeyreklik bazda büyüme oranlarındaki söz konusu düşüş, ilk çeyreğe kıyasla iktisadi faaliyette zayıflama ima etmektedir. İkinci çeyrekte özel tüketimin büyümeye katkısı azalmaya devam ederken, kamu tüketimi ve toplam yatırımların katkısı sınırlı olmuştur. Öte yandan, net ihracatın pozitif katkısının sürmesi, büyümenin kompozisyonu açısından dengeli bir talep görünümüne işaret etmiştir. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi talebin yavaşlamaya devam ederek enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelere yaklaştığını ima etmektedir. Öte yandan, bu dönemde TÜİK tarafından yayımlanan milli gelir hesaplarında geçmişe yönelik revizyonlar gerçekleşmiştir. Revizyonlar ikinci çeyrekteki talep seviyesinin bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla daha yüksek olduğunu göstermiştir. Bu çerçevede; yapılan revizyonlar, gerçekleştirmeler ve öncü göstergeler kaynaklı olarak 2024 yılının ikinci ve üçüncü çeyrekleri için çıktı açığı varsayımları yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.1).

Ekim ayında yüzde 48,6 oranına gerileyen tüketici enflasyonu bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının sınırlı bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Yönetilen yönlendirilen fiyat artışları ile vergi güncellemeleri yılın üçüncü çeyreğinde enflasyon görünümünü üzerinde etkili olmuştur. Küresel emtia fiyatlarındaki ve döviz kurundaki ılımlı seyir ile tüketici enflasyonu üzerinde üretici fiyatları kaynaklı baskılar zayıflamaya devam etmiştir. Ekim ayı enflasyon görünümünde ise taze meyve ve sebze grubu kaynaklı olarak gıda fiyatlarının etkisi öne çıkmıştır (Tablo 3.1.1).

2024 yılının üçüncü çeyreğinde enflasyonun ana eğilimi yavaşlamakla birlikte bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Hizmet grubunda aylık fiyat artışları yılın üçüncü çeyreğinde de yüksek seyrini korumuştur. Bu gelişimde yönetilen ve yönlendirilen kalemlerdeki düzenlemeler ve zamana bağlı fiyat belirleme ile geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi yüksek hizmet grupları etkili olmuştur. Ancak, kiralar dışlandığında hizmet grubu aylık fiyat artışlarının kademeli olarak güç kaybettiği izlenmiştir. Temel mal grubu fiyat artışları bu dönemde de döviz kurundaki ılımlı seyir ve iç talepteki yavaşlamanın etkisiyle zayıf seyrini sürdürmüştür ve diğer grupların altında kalmıştır. Ekim ayında ise enflasyonun ana eğilimi gerek temel mal gerekse hizmetler grubu kaynaklı olarak yavaşlasa da öngörülerin üzerinde gerçekleşmiştir. 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri gerileme eğilimini sürdürmesine rağmen, 2024 ve 2025 yıl sonu enflasyon beklentileri bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının üzerinde kalmıştır. Ayrıca, enflasyon beklentilerindeki düzelmenin öngörülenden zayıf gerçekleşmesi, enflasyon ataletinin bir miktar yükselmiş olabileceğine işaret etmektedir.

Tablo 3.1.1: Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi*

	2024-II	2024-III
Çıktı Açığı (Yüzde)	1,8 (1,5)	0,2 (-0,5)
Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	61,8 (61,8)	48,6 (45,6)
B Endeksi Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	60,3 (60,3)	47,1 (43,6)

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

** 2024-II için temmuz, 2024-III için ekim enflasyonunu belirtmektedir.

Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

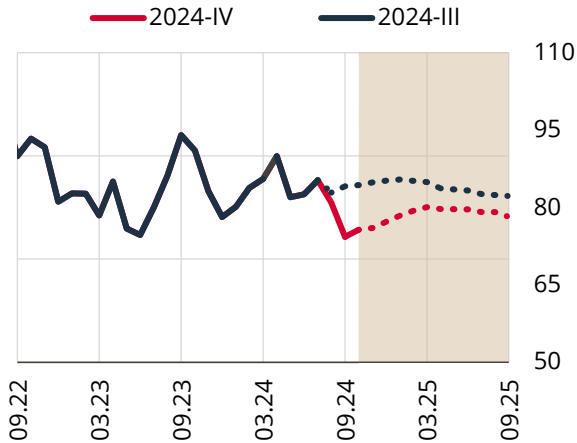
Küresel büyüme görünümü bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla belirgin bir değişim göstermemiştir. Küresel büyümeye dair öncü göstergelerdeki sınırlı artış yılın üçüncü çeyreğinde de hizmet sektörü kaynaklı devam etmiştir. Küresel PMI verileri imalat sanayi sektöründe eşik değer altına inerken, hizmet sektöründe, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla zayıflasa da eşik değer üzerinde kalmaya devam etmiştir. 2024 yılına dair büyüme tahminleri ABD'de daha belirgin olmak üzere gelişmiş

ülkeler grubunda yukarı yönlü güncellenirken, Doğu Avrupa ve Orta Doğu grubundaki büyüme görünümünün bir miktar zayıflayacağı tahmin edilmektedir. 2025 yılına ilişkin tahminler ise ülkeler arası ayrışmalar göstererek Euro Bölgesi için aşağı yönlü, ABD, İngiltere ve Birleşik Arap Emirlikleri için yukarı yönlü güncellenirken, Çin'e ilişkin büyüme tahminleri yatay seyretmiştir. Bu gelişmelerle, Türkiye'nin dış ticaret ortakları baz alınarak hazırlanan İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi yıllık büyüme varsayımları bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla korunarak 2024 yılı için yüzde 2,0, 2025 yılı için ise yüzde 2,4 seviyesinde sabit tutulmuştur (Tablo 3.1.2).

Gelişmiş ülke merkez bankalarında faiz indirim süreçlerinin enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde veri odaklı yaklaşımla sürmesi beklenmektedir. Enflasyondaki gerilemenin devam etmesi ile eylül ayında faiz indirim sürecini başlatan ABD Merkez Bankası (Fed) kasım ayında da indirime gitmiş, verilere bağlı olarak sonraki toplantılarında da faiz indirimi yapılabileceğinin sinyalini vermiştir. Eylül'de faiz indirim sürecine devam eden Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise sonraki toplantılarda faiz indirimlerini enflasyon ve iktisadi faaliyet gelişmelerine göre belirleyeceğini vurgulamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyondaki iyileşmenin yavaşlamasına bağlı olarak faiz indirim süreçlerinde bir miktar daha temkinli oldukları gözlenmektedir. Çin ise deflasyona dair endişeleri giderme ve büyüme hedefine ulaşma amacıyla parasal ve mali tarafta genişlemeci politikalar duyurmuştur. Bu görünüm altında, önümüzdeki dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin devam edeceği beklenmektedir. Küresel enflasyonun mevcut seviyesi, katılıklar ve jeopolitik riskler değerlendirildiğinde indirim süreçlerinin parasal sıkılığı koruyacak ve enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürülmesi öngörülmektedir.

Jeopolitik riskler, küresel büyüme görünümü ve arz yönlü faktörler emtia fiyatları üzerinde etkili olmaya devam etmektedir. Petrol fiyatlarındaki dalgalı seyir bu rapor döneminde de devam etmiştir. Ağustos ve eylül aylarında düşüş gösteren petrol fiyatları, ekim ayında bir miktar yükselse de bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyelerin altında kalmıştır. Fiyatlar üzerinde Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'ne (OPEC+) üye ülkelerin üretim kesintisine ilişkin kararlarının yukarı yönlü etkisi olsa da talepteki zayıf seyrin etkisi ağır basmıştır. Bu çerçevede, 2024 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı gerçekleşme kaynaklı olarak 84,2 ABD dolarından 81,1 ABD dolarına gerilemiştir (Grafik 3.1.1). 2025 yılı petrol fiyatı varsayımı da benzer şekilde aşağı yönlü güncellenmiştir. Diğer yandan, endüstriyel metal ve tarımsal emtia fiyatları bu dönemde belirgin bir artış kaydetmiştir. Böylece, enerji emtia fiyatlarındaki düşüş, enerji dışı emtia fiyatlarıyla dengelenmiş ve ithalat fiyatlarının geneline ilişkin varsayımlardaki güncelleme sınırlı kalmıştır (Grafik 3.1.2).

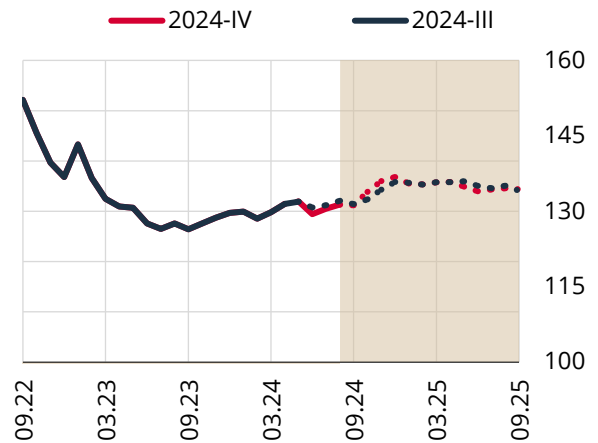
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



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.

2024 yılı gıda fiyatlarına ilişkin varsayım yukarı yönlü güncellenmiştir. Gıda grubunda yıllık enflasyon yüzde 43,7 ile 2024 yılının üçüncü çeyreğinde de manşet enflasyonun altındaki görünümünü korumuştur. Ekim ayında ise seraya geçişin de etkisiyle işlenmemiş gıda fiyatlarında güçlü bir artış izlenmiştir. Ayrıca, küresel anlamda tarımsal emtia fiyat projeksiyonları yükselmiştir. Bu doğrultuda, gıda fiyatları enflasyonuna ilişkin varsayım 2024 ve 2025 yılları için sırasıyla yüzde 41,8 ve yüzde 22,5 seviyesine güncellenmiştir (Tablo 3.1.2).

Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler*

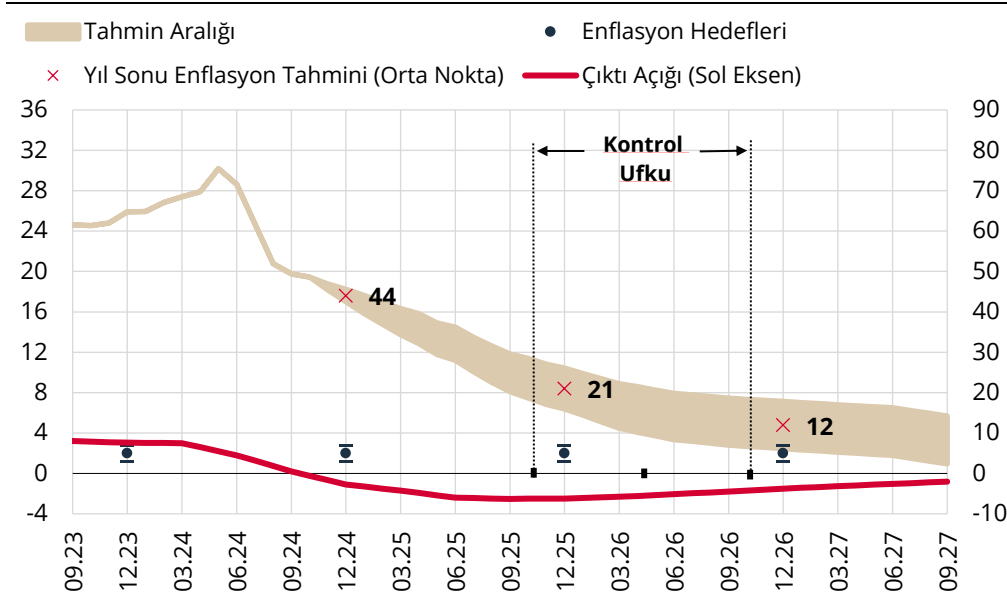
	2024	2025
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,0 (2,0)	2,4 (2,4)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	81,1 (84,2)	78,8 (82,9)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,8 (0,7)	2,8 (2,8)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	41,8 (35,5)	22,5 (15,0)

* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

Tahminler üretilirken makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu bağlamda, maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine verdiği katkının güçlenerek devam edeceği ve kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyat, borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Nitekim, 2025-2027 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program, önümüzdeki dönemde bütçe dengelerinde öngörülen iyileşmenin vergi gelirlerindeki artıştan ziyade faiz dışı harcamalardaki azalış ile sağlandığı bir çerçevede oluşturularak maliye politikasının dezenflasyon sürecinde destekleyici olacağına işaret etmiştir (Kutu 2.4).

3.2 Orta Vadeli Görünüm

Yıl sonu enflasyon tahminleri 2024, 2025 ve 2026 yılları için sırasıyla yüzde 44, yüzde 21 ve yüzde 12 olarak güncellenmiştir. Enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2024 yılı sonunda orta noktası yüzde 44 olmak üzere, yüzde 42 ile yüzde 46 aralığında; 2025 yılı sonunda orta noktası yüzde 21 olmak üzere yüzde 16 ile yüzde 26 aralığında; 2026 yılı sonunda orta noktası yüzde 12 olmak üzere yüzde 6 ile yüzde 18 aralığında gerçekleşeceği öngörülmektedir. Enflasyonun orta vadede ise enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.1). Tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eşgüdümün güçleneceği bir görünüm esas alınmıştır.

Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri* (%)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

2024 yıl sonu enflasyon tahmininin yüzde 44 seviyesine güncellenmesinde eylül ve ekim aylarına ilişkin enflasyon gerçekleştirmeleri sonrası tahmin sapması ile ana eğilim ve beklentilerdeki iyileşmenin öngörülenden sınırlı olması etkili olmuştur. Ekim ayı tüketici enflasyonu yıllık yüzde 48,6 seviyesinde gerçekleşerek bir önceki Rapor döneminde öngörülen tahmin aralığının 0,2 puan üstünde kalmıştır. Bu dönemde enflasyonun ana eğilimi öngörülenden yavaş olsa da iyileşmesini sürdürmüştür. Bununla birlikte, kira gibi fiyat dinamiklerinde yapısal unsurları da içeren kalemler ile beklentilerdeki iyileşmenin öngörülenden yavaş olması gibi faktörler neticesinde, önümüzdeki dönemde enflasyonun ataletindeki iyileşmenin sınırlı bir miktar daha zayıf kalacağı değerlendirilmiştir. Parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle talepteki yavaşlamanın devam ederek enflasyondaki düşüşü destekleyici seviyelerde seyredeceği tahmin edilmektedir. 2024 yıl sonu enflasyon tahminindeki artışta gıda fiyatları varsayımı ile enflasyonun ana eğilimi ve başlangıç koşullarındaki güncelleme öne çıkmıştır. 2025 yıl sonu enflasyon tahminindeki güncellemede ise söz konusu etkilerin yanı sıra elektrik fiyatlama dinamiğine yönelik yürürlüğe konulan düzenlemelerin yansımalarıyla yönetilen yönlendirilen fiyat varsayımlarındaki güncelleme de etkili olmuştur (Tablo 3.2.1).

Tablo 3.2.1: 2024 ve 2025 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncelleme ve Kaynakları

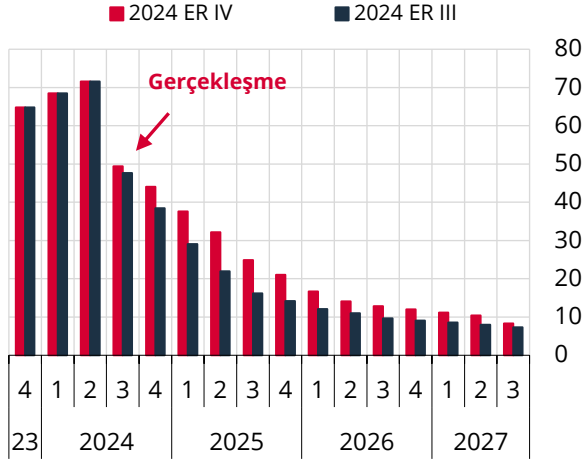
	2024	2025
2024-III ER Tahmini (%)	38	14
2024-IV ER Tahmini (%)	44	21
2024-III Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	6,0	7,0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)		
Gıda Fiyatları	1,6	1,9
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	0,2	0,5
Çıktı Açığı	0,3	0,2
Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar	-	0,9
Başlangıç Koşulları, Enflasyonun Ana Eğilimi ve Ataleti	3,9	3,5

Kaynak: TCMB.

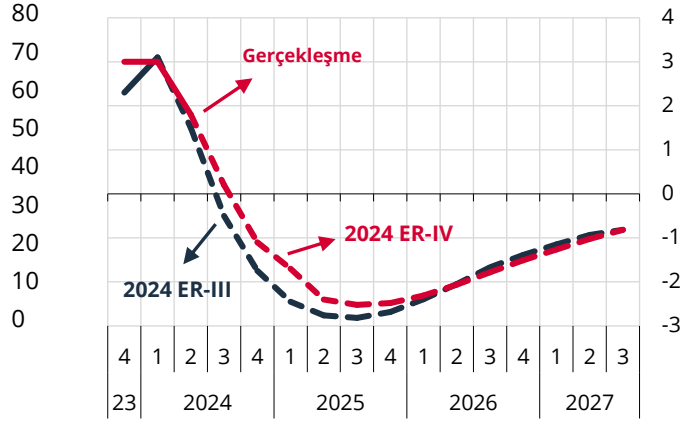
2024 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 44 olarak güncellenmiştir (Grafik 3.2.2). Revizyonlar ve gerçekleştirmeler kaynaklı yukarı yönlü güncellenen çıktı açığı varsayımları, yıl sonu enflasyon tahminini 0,3 puan etkilemiştir (Grafik 3.2.3). Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarından gelen güncelleme ise tahminleri 0,2 puan yukarı çekmiştir. Gıda enflasyonuna ilişkin varsayımların güncellenmesi tahminleri 1,6 puan yukarı yönlü etkilemiştir (Tablo 3.2.1). Enflasyonun ana eğilimi ve beklentilerdeki gerilemenin bir önceki Rapor öngörülerinden yavaş gerçekleşmesi ile başlangıç koşullarındaki güncelleme, 2024 yıl sonu tahminini 3,9 puan artırmıştır.

2025 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 21 olarak güncellenmiştir (Grafik 3.2.2). Çıktı açığı patikasındaki güncellenmenin 2025 yıl sonu tahmini üzerindeki etkisi 0,2 puan olmuştur (Grafik 3.2.3). Elektrik fiyatlama dinamiğine yönelik yürürlüğe konulan düzenlemeler, tüketici enflasyonu üzerinde, bir önceki enflasyon raporunda varsayılanlara kıyasla yukarı yönlü etki oluşturmuştur.¹ Bunun yanı sıra, enflasyon tahmininin yukarı yönlü güncellenmesine bağlı olarak yönetilen yönlendirilen fiyatlara ilişkin varsayımlar da güncellenmiştir. Söz konusu unsurlar toplamda yıl sonu enflasyon tahminini 0,9 puan yukarı yönlü etkilemiştir. Türk lirası cinsi ithalat fiyatları ve gıda fiyatları varsayımlarına ilişkin güncellemeler enflasyon tahminine sırasıyla 0,5 ve 1,9 puan katkıda bulunmuştur (Tablo 3.2.1). 2024 tahminindeki güncellenmenin, enflasyon ataleti ve ana eğilime etkilerine bağlı olarak 2025 yıl sonu tahmini 3,5 puan yukarı gelmiştir.

¹ EPDK tarafından Son Kaynak Tedarik Tarifesi limitlerinin yeniden düzenlenmesi ile birlikte, elektrik piyasasında 2025 yılı şubat ayından itibaren bir değişiklik gerçekleşecektir. Karar uyarınca yıllık tüketimi 5 bin kilovatsaatın altında olan konut aboneleri için (hanehalkının çok büyük kısmında) elektrik fiyatında herhangi bir değişiklik olmazken, ilgili limitin üzerinde tüketime sahip olan konutlarda maliyet bazlı fiyatlama sistemine geçilmiş olacaktır. Bu düzenleme ile yüksek tüketimi olan hanelerin elektrik fiyatında, geçiş ayı olan 2025 yılı şubat ayında artış gerçekleşecek, yüksek tüketim grubu için elektrik fiyatı piyasada oluşan maliyetlere göre aydan aya değişiklik gösterebilecektir. Anılan düzenlemenin ticarethaneler üzerinde de yansımaları olacaktır.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini (%)

Kaynak: TCMB.

Tahminler oluşturulurken, küresel finansal piyasalara ilişkin belirsizliğin önceki Rapor dönemine göre bir miktar azaldığı, küresel büyüme görünümünün ise geçmiş projeksiyonlar ile uyumlu seyredeceği varsayılmıştır. Faiz indirim süreçlerini başlatan gelişmiş ülke merkez bankalarına Fed'in de dahil olması ve gelişmiş ülkelerde enflasyon ile iktisadi faaliyete ilişkin verilerin dezenflasyonist patika ile uyumlu gerçekleşmesi küresel risk iştahındaki toparlanmayı desteklemiştir. Bununla birlikte, jeopolitik gelişmeler ve ABD seçimlerinin oluşturduğu belirsizlikler küresel risk iştahında dalgalanmalar yaratmaya devam etmektedir. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişleri dalgalı bir seyir izlemektedir. Mevcut Rapor döneminde TCMB rezervlerindeki güçlü artış eğilimi devam etmiş, Türkiye'nin risk primi de gerilemiştir. Türkiye'de para politikasındaki sıkı duruşun kalıcı fiyat istikrarı sağlanana kadar sürdürülecek olması, küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların ülke risk primine olası olumsuz etkilerini sınırlamaya yardımcı olacaktır.

Aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sürdürülecek sıkı para politikası duruşu tahminlere baz olarak alınmıştır. Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları dezenflasyon süreci açısından risk unsuru teşkil etmekte, enflasyondaki iyileşmenin hızına dair belirsizlik yüksek seyretmektedir. Parasal aktarımı destekleyecek ve güçlendirecek finansal politikalar ve kararlı sıkı duruşu vurgulayan para politikası ile gelişiminin de katkısıyla enflasyon beklentilerinin kısa vadede Enflasyon Raporu tahminlerine, orta vadede ise enflasyon hedeflerine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Parasal aktarım mekanizmasının ilave makroihtiyati adımlarla desteklenmesine ve sterilizasyon araçlarının etkili şekilde kullanılmasına devam edileceği değerlendirilmiştir. Kredi büyümesinin, iç talepteki yavaşlama ile uyumlu bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Ayrıca, tahmin döneminde ekonomi politikaları arasındaki eş güdümün güçleneceği bir görünüm esas alınmıştır.

Üçüncü çeyrekte hızlanan dezenflasyon sürecinin talepteki yavaşlama ve finansal koşullardaki sıkılık ile yılın son çeyreğinde de devam edeceği öngörülmektedir. Talep koşullarının son çeyrekte enflasyonu düşürücü yönde etkileyeceği tahmin edilmektedir. Temel mal enflasyonu düşük seyrederken ekim ayında hizmet enflasyonunda gözlenen iyileşmenin son çeyrekte devam etmesi beklenmektedir. Diğer yandan, hizmet sektöründe yaygın olan zamana bağlı ve geçmişe endeksli fiyatlama davranışı önemli bir atalet ve şokların enflasyon üzerindeki etkilerinin uzun bir süreye yayılmasına neden olmaktadır. Bu görünüm, hizmet enflasyonundaki zayıflamanın gecikmeli olarak gerçekleşmesine sebep olmaktadır. Özellikle kira grubuna ilişkin dinamikler barındırdığı yapısal unsurlar sebebi ile diğer hizmetlerden ayrılmakta ve ataleti yüksek bir görünüm sergilemektedir.

Manşet enflasyondaki düşüş ile birlikte tüm sektörlerin enflasyon beklentilerindeki iyileşme kademeli bir şekilde devam etmektedir. Ancak, beklentiler tahmin aralığının üstünde kalmaya devam etmiş, iyileşmenin hızı henüz arzu edilen seviyelere ulaşmamıştır. Dezenflasyonun maliyeti bakımından enflasyon beklentilerinin Rapor tahmin aralığına yakınsaması kritik önem taşımaktadır. Enflasyondaki düşüşün devam

etmesi beklentilerdeki iyileşmeye katkı sağlayacaktır. Diğer yandan talep koşullarının enflasyondaki düşüşü destekleyici seyri, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri de dikkate alındığında, sıkı duruşun devam etmesi ve finansal koşullardaki sıkılığın korunmasıyla beraber önümüzdeki dönemde daha da belirginleşecektir. Tüm bu unsurların katkısı ile aylık enflasyonun ana eğilimindeki düşüşün devam edeceği ve orta vadede istikrarlı bir şekilde gerileyeceği öngörülmektedir. Üretici fiyatları kaynaklı baskıların azalması, hizmet enflasyonundaki katılığın çözülmesi ve sıkı parasal duruşun korunması sonucu enflasyonun ana eğiliminde tarihsel ortalamalara gerileme süreci devam edecektir. Para politikasındaki kararlı duruş; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinin düzelmesiyle enflasyonun ana eğilimindeki düşüşü destekleyecektir.

3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları

Önceki bölümde verilen orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulunun 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.

Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir. Piyasa katılımcılarının, firmaların ve tüketicilerin enflasyon beklentileri fiyatlama davranışları, portföy tercihleri ve tüketim/kredi talebi üzerinde önemli rol oynamaktadır. Enflasyon beklentilerinin yüksek seyri tüketim eğilimi ve kredi talebi üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. Son dönemde hem piyasa katılımcıları hem de firma beklentileri gerilerken, enflasyon gerçekleştirmelerine duyarlılığı yüksek hanehalkı enflasyon beklentilerindeki iyileşme yıllık enflasyondaki gerilemeyle daha güçlü gerçekleşmiştir (Kutu 3.1). Beklentilerin seviyesinin yanında, kısa dönem veri sürprizlerine olan hassasiyeti de önem arz etmektedir. Bu durum, para politikasında temkinli ve kararlı duruşun korunmasını gerektirmektedir.

Hizmet enflasyonundaki katılığın sürmesi enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Hizmet sektöründe hâkim olan fiyatlama davranışı önemli bir atalet, şokların enflasyon üzerindeki etkilerinin uzun bir süreye yayılmasına ve bu sektörde fiyat artışlarının dezenflasyonist patika ile uyumsuz olmasına sebep olmaktadır. Üçüncü çeyrekte, hizmet grubu fiyat artışı önceki çeyreğe kıyasla bir miktar yavaşlamakla birlikte güçlü seyrini sürdürmüştür. Bu dönemde, en yüksek fiyat artışı kira alt grubunda gözlenmiştir. Ancak, yılın son çeyreğinde sözleşme yenileme ve sözleşmelerde referans olarak kullanılan artış oranlarının azalacak olması nedeniyle aylık kira enflasyonunun yavaşlaması beklenmektedir. Ancak kira fiyat dinamikleri yapısal unsurlar da içeren ataleti yüksek bir kalemdir. Dolayısıyla kiralara enflasyon tahmini üzerinde bir risk unsuru olmaya devam etmektedir. Ayrıca, yönetilen ve yönlendirilen kalemlerdeki düzenlemelere bağlı olarak ulaştırma hizmetleri ve üniversite ücretlerinin etkisiyle eğitim hizmetleri fiyat artışlarının güçlü olduğu diğer alt gruplar olarak öne çıkmıştır. Hizmet enflasyonundaki katılığın sürmesi, tüketici enflasyonu üzerindeki yukarı yönlü baskıları arttırmaktadır.

İşlenmemiş gıda grubu fiyatlarının seyri enflasyon tahminleri üzerinde risk oluşturmaktadır. Üçüncü çeyrekte, yıllık tüketici enflasyonundaki düşüşe en önemli katkı, işlenmemiş gıda alt grubu öncülüğünde gerileyen gıda grubu fiyatlarından gelmiştir. Bu dönemde, taze meyve ve sebze alt kalemi işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gerilemede belirleyici olmuştur. Ancak, ekim ayında, tarladan seraya geçişin de etkisiyle, işlenmemiş gıda grubu fiyatlarında kaydedilen yükseliş, gıda fiyatlarındaki aylık artışta önemli bir rol oynamıştır. Bunun yanı sıra, tarımsal emtia fiyatları da son dönemde artmış ve genel anlamda da oynak seyri izleyebilmektedir. Bu açıdan gıda, özellikle işlenmemiş gıda grubu, fiyatlarının oynak seyri enflasyon tahminleri üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Yurt içi talebin seviyesi ve farklı gelir gruplarının tüketim ve tasarruf profilleri dezenflasyonun hızı açısından kritik önemdedir. Yakın dönem göstergeleri yurt içi talebin, yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlamaya devam ettiğine işaret etmektedir. Yurt içi talep koşullarına mal ve hizmet ayırımında bakıldığında, otomobil hariç mal talebinin yılın üçüncü çeyreğinde bir miktar artış göstermiş, hizmet talebinin ise gerilemiş olabileceği değerlendirilmektedir. Diğer yandan, farklı gelir grupları ayırımında tüketimin farklı hızlarda yavaşlaması para politikası aktarımının etkinlik derecesi açısından önem arz etmektedir. Nitekim, yüksek kredi kartı bakiyelerinin gelir dağılımının üst kısmında yoğunlaşması dikkat çeken bir unsur olarak öne

çıkacaktır.² Finansal koşullardaki sıkılaştırmanın yüksek gelir grubunun tüketim ve tasarruf kararlarına yansımaması, toplam talep koşullarının istenen ölçüde dezenflasyonist bir seyir izlememesine neden olabilecektir.

Emtia fiyatlarında jeopolitik gelişmeler ve arz yönlü faktörler kaynaklı gözlenen oynaklıklar, enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Rusya-Ukrayna ve Orta Doğu'da süregelen jeopolitik gerilimler ile OPEC+ üye ülkelerin üretim kesintisi ile ilgili kararları petrol fiyatlarında yukarı yönlü arz baskılarının sürmesine yol açmaktadır. Doğal gaz fiyatlarında da dalgalanmalar gözlenmektedir. Ayrıca, endüstriyel ve tarımsal emtia fiyatlarının da bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin bir şekilde yükseldiği kaydedilmiştir. Bu gelişmelerin taşımacılık ve girdi maliyetleri üzerindeki etkileri takip edilmektedir. Jeopolitik gelişmeler dış talep ve ihracat gelirleri üzerinden Türkiye'ye yönelik risk algılarını da etkileyebilmektedir.

Dezenflasyon sürecinde para ve maliye politikalarının eş güdümü büyük önem arz etmektedir. Gelirler politikası, üretim maliyeti ve talep kanalları ile enflasyon ve beklentiler üzerinde etkili olabilmektedir. Vergi ve yönetilen-yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu olmaması ise enflasyon üzerinde baskı yaratabilmektedir. 2025 yılının başında yönetilen-yönlendirilen fiyat ve vergi kalemleri üzerinde etkili olması beklenen yeniden değerlendirme oranı ve maktu ÖTV artışının belirlenmesinde TCMB'nin enflasyon tahminlerinin gözetilmesi ve para politikasındaki sıkı duruşun ihtiyatlı maliye politikası ile desteklenmesi, öngörülen dezenflasyon patikasının tesis edilmesi açısından kritik bir önem taşımaktadır. Ayrıca, Orta Vadeli Program'da öngörülen bütçe dengesi hedeflerine gelir artışları yerine harcamalardaki düşüşün önceliklendirilerek ulaşılması dezenflasyon sürecini destekleyecektir.

² Bu konuda daha detaylı bilgi için: Bölükbaş, M., Çolak, M. S., & Ocakverdi, E. (2024). "Bireysel Kredi Kartlarında Azami Akdi Faiz Oranlarının Bakıyeye Göre Farklılaştırılması". TCMB Blog.

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
Enflasyon beklentileri	<ul style="list-style-type: none"> Orta vadeli enflasyon beklentilerindeki iyileşmeye rağmen beklentilerin hala yüksek seviyelerde olması enflasyon tahminleri üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Temel enflasyon göstergeleri Enflasyon beklentisine ilişkin göstergeler Sektörel enflasyon beklentileri Enflasyon beklentilerinin dağılımı Enflasyon belirsizliği göstergeleri Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri
Hizmet enflasyonunda atalet	<ul style="list-style-type: none"> Hizmet enflasyonundaki katılığın devam etmesi enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır 	<ul style="list-style-type: none"> Temel enflasyon göstergeleri Hizmet enflasyonu ataleti
Gıda fiyatları	<ul style="list-style-type: none"> İşlenmemiş gıda grubu fiyatlarının oynak seyri enflasyon tahminleri üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Taze meyve ve sebze fiyatları iklim değişikliğine ilişkin göstergeler
Talep koşulları	<ul style="list-style-type: none"> Üçüncü çeyreğe ilişkin göstergeler, yurt içi talebin yavaşlamaya devam ettiğine işaret ederken, hizmet ve mal talebindeki ayrışma dikkat çekmektedir. Finansal koşullardaki sıkılığın yüksek gelir grubu talebi üzerinde etkisinin sınırlı olması enflasyon üzerinde talep kaynaklı yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Yurt içi talep göstergeleri Perakende satış hacim endeksi/Ticaret satış hacim endeksi Firma görüşmeleri ve anket verileri Kartla yapılan harcamalar Beyaz eşya ve otomobil satışları Hizmet üretim endeksi
Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarının seyri	<ul style="list-style-type: none"> Rusya-Ukrayna ve Orta Doğu'da süregelen jeopolitik gerilimler ile OPEC+ üye ülkelerin üretim kesintilerini sürdürmeleri arz kanalı tarafından petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Doğalgaz fiyatlarındaki oynaklık, endüstriyel ve tarımsal emtia fiyatlarındaki belirgin yükseliş enflasyon tahminleri üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır. Petrol ve emtia fiyatlarında jeopolitik risklere bağlı oynaklığın devam edebileceği değerlendirilmektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi OPEC+ kararları Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler Yönetilen-yönlendirilen fiyatlar

Para ve maliye politikalarının eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> • Para, ve maliye politikalarının eşgüdüm içinde olmaması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturabilecektir. • Doğrudan vergilere ve/veya vergi toplama etkinliğine yönelik reformlar yapılması dolaylı vergilere olan ihtiyacı azaltarak fiyatlar üzerinde düşürücü etkiler yaratabilecektir. • 2025 yılı başında yeniden değerlendirilecek oran ve maktu ÖTV artışında belirlenecek oran enflasyon tahminleri üzerinde aşağı ve yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. 	<p>↑</p> <p>↓</p> <p>↔</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 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 • 2025 yeniden değerlendirilecek oran ve maktu ÖTV artışı • Asgari ücret ve kamu çalışanlarının ücret artışları
---	---	----------------------------	--

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

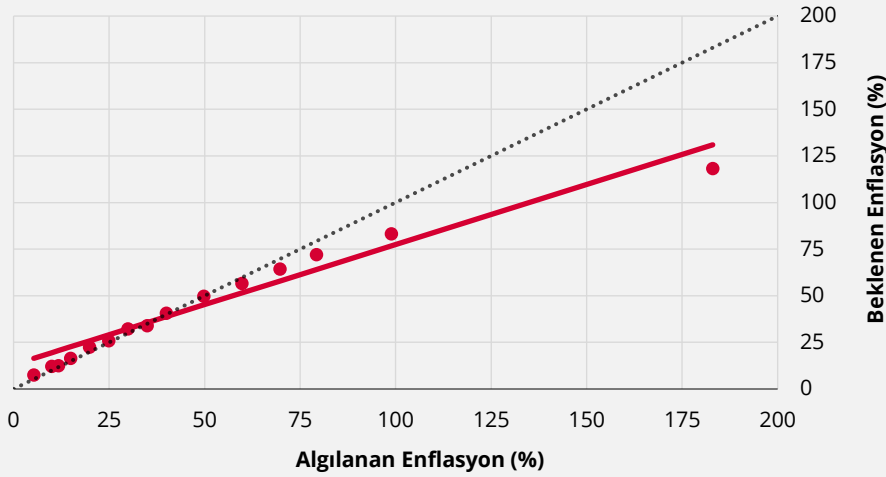
Kutu 3.1

Tüketicilerde Algılanan ve Beklenen Enflasyon

Enflasyon beklentileri, tüketicilerin önümüzdeki döneme ilişkin karar alma süreçlerinin belirlenmesinde kritik bir rol oynamaktadır. Tüketicilerin fiyatların gelecekte göstereceği değişimlere ilişkin tahminleri, tüketim-tasarruf kararlarını, portföy tercihlerini, ücret taleplerini ve iş gücüne katılım kararlarını doğrudan etkileyebilmektedir. Ayrıca, tüketicilerin enflasyon beklentilerindeki değişimlere göre tüketim talebinin öne çekilmesi veya ertelenmesi, ekonomideki toplam talep değişimi üzerinden enflasyonist baskıyı artırıp azaltabilmektedir. Bu bakımdan, tüketicilerin enflasyon beklentileri, parasal aktarım mekanizmasının etkinliği açısından merkez bankalarının karar alma süreçleri ve iletişim stratejileri için önemli bir girdi oluşturmaktadır.

Tüketicilerin enflasyon beklentilerini oluşturmasında algılanan enflasyon büyük ölçüde belirleyici olabilmektedir (Huber ve diğ., 2023, Cavallo ve diğ. 2017). Cavallo ve diğ., algılanan ve beklenen enflasyon arasında güçlü doğrusal bir ilişki olduğunu ve algılanan enflasyondan beklenen enflasyona geçişkenlik katsayısının ABD için 0,78, Arjantin için ise 0,88 olduğunu göstermiştir. Algılanan ve beklenen enflasyon oranları hanehalkı anketleri aracılığıyla katılımcılara doğrudan sorularak elde edilebilmektedir. Bu çalışmada, Tüketici Eğilim Anketi mikro verileri kullanılarak Türkiye’de tüketicilerin algıladıkları ve bekledikleri enflasyon arasındaki ilişki ortaya koyulmaktadır. Ayrıca, söz konusu ilişkinin farklı demografik gruplara göre nasıl değiştiği literatür bulguları ile karşılaştırmalı olarak analiz edilmektedir. Tüketici Eğilim Anketi’nde katılımcılara yöneltilen “Geçen 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının % kaç arttığını/azaldığını düşünüyorsunuz? Lütfen tahmini oran veriniz.” ve “Gelecek 12 aylık dönemde tüketici fiyatlarının % kaç artacağını/azalacağını bekliyorsunuz? Lütfen tahmini oran veriniz.” sorularına verilen yanıtlar kullanılarak algılanan ve beklenen enflasyon oranları belirlenmiştir. Söz konusu analizler 2014 yılı Ekim ayından 2024 yılı Ekim ayına kadar aylık veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 1: Algılanan ve Beklenen Enflasyon¹



Kaynak: TCMB, TÜİK.

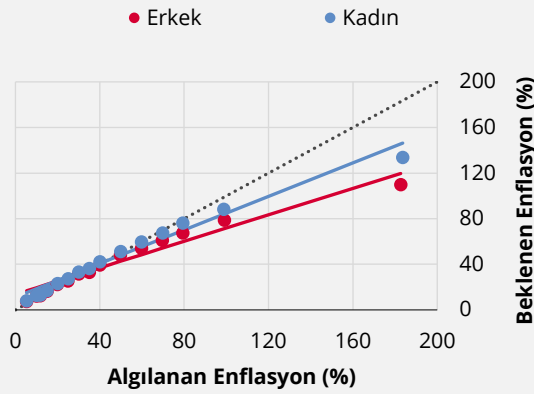
Dipnot: Grafikte, Tüketici Eğilim Anketi’nin katılımcı bazında mikro verileri kullanılarak algılanan ve beklenen enflasyon arasındaki ilişki binscatter gösterimi ile sunulmaktadır. Kesikli çizgi, algılanan enflasyon ile beklenen enflasyonun aynı değerler aldığı 45 derece çizgisini göstermektedir. Çizginin üstündeki noktalar beklenen enflasyonun algılanana göre yüksek olduğunu göstermektedir.

¹ Grafikte görülen ilişki 0,64’lük bir korelasyon katsayısına denk gelmektedir. Geçmiş ayın enflasyon değeri ile kontrol edildiğinde de ilişki devam etmekte, katsayı 0,57’ye düşmektedir.

Literatürde, ankete dayalı göstergeler kullanılarak yapılan çalışmalar hem algılanan hem de beklenen enflasyonda yanlışlıklar olabildiğini ortaya koymaktadır. Bu kapsamda, tüketiciler için algılanan enflasyonun beklenen enflasyondan genellikle daha yüksek olduğu bulunmuştur (Biau ve diğ., 2010, Arioli ve diğ., 2017). Türkiye’de de tüketicilerin algıladığı enflasyonun beklenen enflasyondan daha yüksek olduğu, bununla birlikte aralarında güçlü bir ilişki bulunduğu görülmektedir (Grafik 1). Algılanan enflasyondaki bir birimlik artış yaklaşık olarak beklenen enflasyonda 0,64 birim artış ile ilişkilidir. Algılanan enflasyonun yüksek olması enflasyon beklentilerinin de yüksek seyretmesine yol açmakta, bu da enflasyon beklentilerindeki ataletin güçlenmesine sebep olmaktadır.

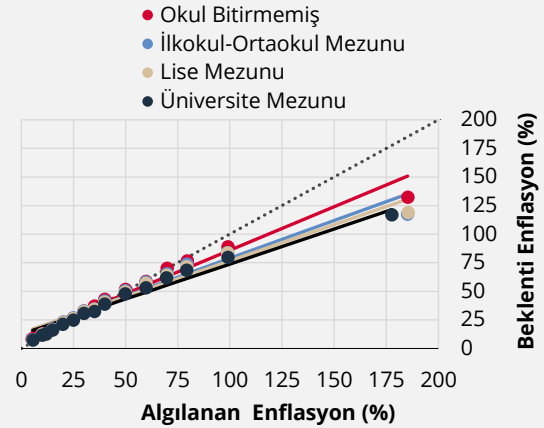
Algılanan enflasyondan beklenen enflasyona geçişkenliğin farklı demografik gruplar için heterojen bir seyir izlediği görülmektedir. Aşağıdaki grafiklerde tüketicilerin cinsiyet, eğitim, gelir ve yaş gruplarına göre algıladıkları enflasyon ile beklendikleri enflasyonun ilişkisi gösterilmektedir. İlk olarak Grafik 2’de sunulduğu üzere kadınlar, beklentilerini algıladıkları enflasyona oranla erkeklere göre daha yukarıda oluşturmaktadır. Düşük eğitilmiş grupların enflasyon beklentilerinin yüksek eğitilmiş gruplara göre enflasyon algılamalarına hassasiyetinin daha yüksek olduğu görülmektedir (Grafik 3). Gelir grupları incelendiğinde, algılanan enflasyona oranla en yüksek enflasyon beklentisinin düşük gelirli gruplar tarafından oluşturulduğu gözlenmektedir (Grafik 4). Yaş gruplarında ise 16-24 yaş grubunun en dik eğriye sahip olduğu, ileri yaş gruplarında algılanan enflasyon ile enflasyon beklentileri arasındaki ilişkinin görece daha zayıf olduğu görülmektedir (Grafik 5).

Grafik 2: Cinsiyete Göre Algılanan ve Beklenen Enflasyon (%)



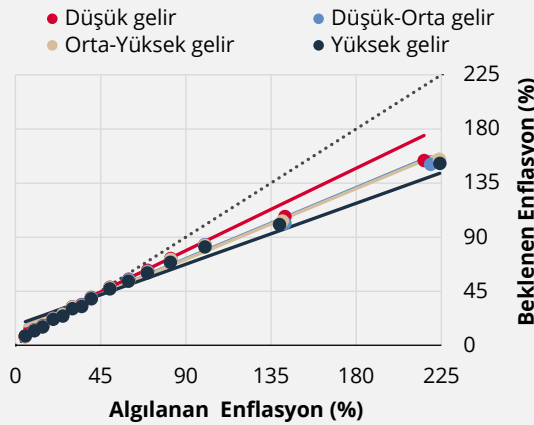
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 3: Eğitim Seviyesine Göre Algılanan ve Beklenen Enflasyon (%)



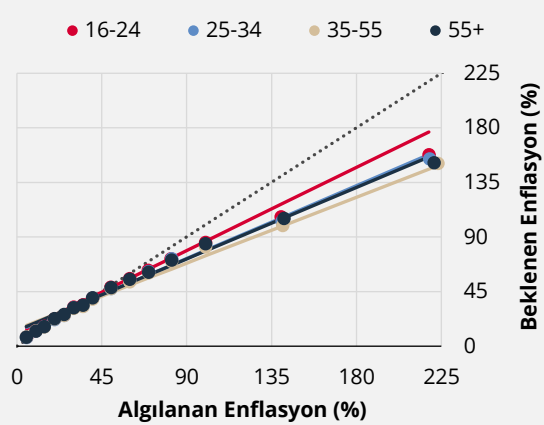
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 4: Gelir Grubuna Göre Algılanan ve Beklenen Enflasyon (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 5: Yaş Grubuna Göre Algılanan ve Beklenen Enflasyon (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Yukarıda paylaşılan grafikler, tüketicilerin enflasyon beklentilerinin geçmişe dair enflasyon algıları ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu bakımdan, tüketicilerin enflasyon algılamalarının nelerden etkilendiğinin anlaşılması önem arz etmektedir. Literatürde yer alan çalışmalar, birçok ülke için algılanan enflasyonun gerçekleşen enflasyondan daha yüksek olmasının nedenleri üzerinden algılanan enflasyonun belirleyicilerini açıklamaktadır. Tüketicilerin alışveriş sıklığı ve alışveriş sepetlerindeki ürünlerin fiyatlarında gözlenen hızlı değişiklikler (D'Acunto ve diğ., 2019, De Fiore ve diğ., 2022), yüksek enflasyon ortamında tüketicilerin marketten aldığı ürünlerin fiyatlarının hafızalarında daha yüksek ağırlığa sahip olması (Cavallo ve diğ., 2017) ve bazı tüketicilerin daha çok kendilerince özel saydıkları ürünlerdeki fiyat değişimlerini dikkate alması (Bruine de Bruin ve diğ., 2011) algılanan enflasyonu belirleyen belli başlı unsurlar arasında yer almaktadır.

Türkiye'de algılanan ve beklenen enflasyon ile TÜFE alt kalemlerinin enflasyonu arasındaki korelasyonlara bakıldığında, "giyim ve ayakkabı" ve "eğitim" kalemleri dışında, algılanan enflasyonun beklenen enflasyona göre daha yüksek korelasyona sahip olduğu görülmektedir (Tablo 1). Bununla birlikte, özellikle "gıda ve alkolsüz içecekler", "mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri" "ulaştırma", "haberleşme", "konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar" ve "sağlık" alt kalemlerindeki enflasyon ile algılanan enflasyonun korelasyonunun daha yüksek olması, literatürle uyumlu bir şekilde, ülkemizde de tüketicilerin tüketim sepetlerinde ağırlıklı olarak yer alan mal ve hizmet fiyatlarındaki değişimlerin algılanan enflasyon üzerinde etkili olduğuna işaret etmektedir.

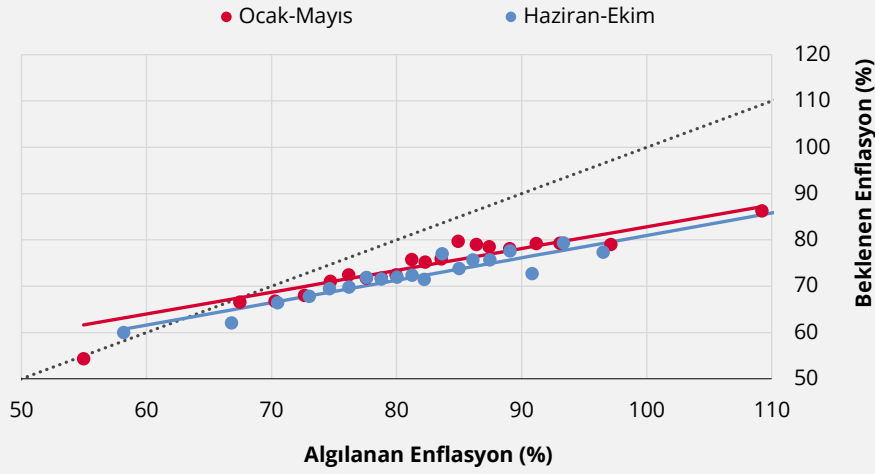
Tablo 1: Algılanan ve Beklenen Enflasyonun TÜFE Alt Grupları ile Korelasyonu²

	TÜFE'deki Ağırlığı	Algılanan Enflasyon	Beklenen Enflasyon
TÜFE	100	0,869	0,849
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	24,98	0,883	0,857
Mobilya, Ev Aletleri ve Ev Bakım Hizmetleri	8,12	0,870	0,843
Lokanta ve Oteller	8,17	0,860	0,844
Eğlence ve Kültür	3,33	0,850	0,831
Sağlık	3,71	0,832	0,812
Haberleşme	3,34	0,788	0,776
Ulaştırma	17,35	0,776	0,763
Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar	14,20	0,760	0,738
Alkollü İçecekler ve Tütün	3,76	0,735	0,721
Giyim ve Ayakkabı	6,94	0,731	0,731
Eğitim	1,80	0,655	0,664

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 6'da tekrarlanan kesitler ile zaman boyutunda, algılanan ve beklenen enflasyon için ortalamalar alınıp yukarıda bahsedilen demografik farklılıklar kontrol edilmiştir. Bu çerçevede enflasyonun yükseliş gösterdiği 2024 yılının ocak-mayıs dönemi ve dezenflasyon sürecinin başladığı haziran ayından günümüze kadar olan dönemlerde algılanan enflasyonla beklenen enflasyon arasındaki ilişki karşılaştırılmaktadır. Haziran ayı sonrası dönemde tüketicilerin beklentilerinde düşüş olduğu ve söz konusu değişkenler arasındaki ilişkiyi gösteren çizginin aşağı kaydığı görülmektedir. Ayrıca, aynı seviyede algılanan enflasyona göre tüketicilerin dezenflasyon döneminde daha düşük beklenti oluşturduğu görülmekte ve algılanan enflasyondan beklenen enflasyona geçiş azalmaktadır.

^{2,3} Veriler panel haline getirilerek hesaplanmıştır.

Grafik 6: Dezenflasyon Sürecinde Algılanan ve Beklenen Enflasyon³

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Enflasyon beklentileri, para politikasının etkinliğini belirleyen en önemli kanallardan birisidir. Tüketicilerin enflasyon beklentilerinin hedeflenen enflasyona göre önemli sapmalar göstermesi, para politikasının etkinliğini azaltmakta ve hedeflenen enflasyon oranlarına ulaşılmasını güçleştirmektedir. Tüketicilerde algılanan enflasyon ile beklenen enflasyon arasındaki ilişki demografik gruplara göre farklılıklar göstermekle birlikte, enflasyonu yüksek algılayan tüketicilerin enflasyon beklentilerini de yüksek seviyelerde oluşturduğu görülmektedir. Son dönemde uygulanan sıkı para politikası ile sağlanan dezenflasyon sürecinin, tüketicilerin enflasyon algılamalarını olumlu yönde etkileyerek, enflasyon beklentilerinde düşüşe neden olduğu gözlenmektedir. Bu çerçevede, enflasyondaki düşüşün devam etmesinin tüketici enflasyon beklentilerinin düzelmesine de katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

Kaynakça

- Arioli, R., Bates, C., Dieden, C. H., Duca, I., Friz, R., Gayer, C., Kenny, G., Meyler, A. ve Pavlova, I. (2017). "EU Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations: An Evaluation". European Central Bank Occasional Paper 186.
- Biau, O., Dieden, H., Ferrucci, G., Friz, R. ve Lindén, S. (2010). "Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations in the Euro Area: An Evaluation". Conference by the Federal Reserve Bank of New York "Consumer Inflation Expectations", November.
- Bruine de Bruin, W., van der Klaauw, W. ve Topa, G. (2011). "Expectations of Inflation: The Biasing Effect of Thoughts About Specific Prices". *Journal of Economic Psychology* 32 (5): 834-45.
- Cavallo, A., Cruces, G. ve Perez-Truglia, R. (2017). "Inflation Expectations, Learning, and Supermarket Prices: Evidence from Survey Experiments". *American Economic Journal: Macroeconomics* 9(3): 1-35.
- D'Acunto, F., Malmendier, U., Ospina, J. ve Weber, M. (2019). "Salient Price Changes, Inflation Expectations, and Household Behavior". *SSRN Electronic Journal*.
- De Fiore, F., Goel T., Igan, D. ve Moessner, R. (2022). "Rising Household Inflation Expectations: What are the Communication Challenges for Central Banks?". *BIS Bulletin* No.55.
- Huber, S. J., Minina, D. ve Schmidt, T. (2023). "The Pass-through from Inflation Perceptions to Inflation Expectations". *Deutsche Bundesbank Discussion Paper* No. 17/2023.

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