

## 3. Orta Vadeli Öngörüler

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

#### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

**Rapor döneminde açıklanan veriler, üçüncü çeyrekte öngörülenden güçlü gerçekleşen büyümenin ardından, 2025 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyetin ılımlı bir seyir izlediğine işaret etmektedir.** Bu dönemde, talep tarafında perakende satış hacim endeksindeki ve kartla yapılan harcamalardaki çeyreklik artışlar devam etmekle birlikte tarihsel eğilimlerinin altında kalmaktadır. Üretim tarafında, sanayi ve hizmet üretimi yılın son çeyreğinde yataya yakın bir seyir izlerken, inşaat üretimi çeyreklik bazda artış kaydetmiştir. Anket bazlı göstergeler, imalat sanayi faaliyetinde sınırlı bir toparlanmaya işaret etmekle birlikte, tarihsel ortalamaların altında seyretmektedir. İşgücü piyasasında istihdam artışının sürmesine karşın, tamamlayıcı göstergeler piyasanın manşet işsizlik oranının ima ettiği kadar sıkı olmadığını göstermektedir. Bu çerçevede, yurt içi finansal koşullardaki sıkılığın ve dış talepteki görece zayıf seyrin de etkisiyle talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin önceki Rapor dönemine göre zayıflamakla birlikte sürdüğü, çıktı açığının ise negatif bölgede seyrettiği değerlendirilmektedir (Tablo 3.1.1).

**Tüketici enflasyonu ocak ayında yüzde 30,7'ye gerileyerek bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının üst bandına yakın gerçekleşmiştir.** 2024 yılının ortasında başlayan dezenflasyon süreci, son dönemde yavaşlamakla birlikte devam etmektedir. Son üç ayda yıllık enflasyondaki düşüş en belirgin katkı enerji ve temel mal gruplarından gelirken, hizmet grubunun katkısı görece yatay seyretmiştir. Bu dönemde, gıda ve alkolsüz içecekler grubu enflasyonu sebze ve et fiyatları kaynaklı oynak bir görünüm sergilemiş, gıda grubu yıllık enflasyonu manşet enflasyonun üzerinde gerçekleşmiştir. Hizmet grubunda, zamana bağlı fiyat ayarlamaları ve geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi öne çıkarken, kira enflasyonu yüksek seviyesini korumakla birlikte yavaşlama eğilimini sürdürmüştür. Temel mal enflasyonu ise döviz kurunun istikrarlı seyri ve zayıflayan maliyet baskılarının etkisiyle ılımlı seyrini korumuştur. Üretici fiyatları kaynaklı baskılar yılın son iki ayında zayıflamış, üretici enflasyonunun yıllıklandırılmış son üç aylık eğilimi ocak ayında tüketici enflasyonunun altında gerçekleşmiştir.

**Çekirdek göstergelerin yıllık artış oranlarındaki düşüş eğilimi son dönemde hız kesmiştir.** Enflasyonun ana eğilimi 2025 yılının son çeyreğinde belirgin biçimde yavaşlamış, ocak ayında ise döneme özgü unsurların etkisiyle artış göstermiştir. Ana eğilim göstergelerinin çeyreklik ortalaması yılın son çeyreğinde tarihsel olarak düşük seviyelere gerilerken, ocak ayı itibarıyla son üç aylık dönemde sınırlı bir yükseliş kaydetmiştir. Bu görünümde, hizmet grubuna özgü fiyatlandırma davranışları etkili olurken, trend enflasyon göstergeleri ve fiyat artışlarının dağılımı, enflasyon ana eğiliminde kalıcı bir bozulmaya işaret etmemektedir. Enflasyon beklentileri ve fiyatlandırma davranışları iyileşme işaretleri göstermekle birlikte, mevcut seviyeler dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir.

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

	2025-III	2025-IV
Çıktı Açığı (Yüzde)	-0,2 (-0,6)	-0,4 (-1,2)
Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	32,9 (32,9)	30,7 (29,7)
B Endeksi Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	32,5 (32,5)	30,1 (29,4)

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

\*\* 2025-III 2025 yılı ekim, 2025-IV 2026 yılı ocak enflasyonunu göstermektedir.

#### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

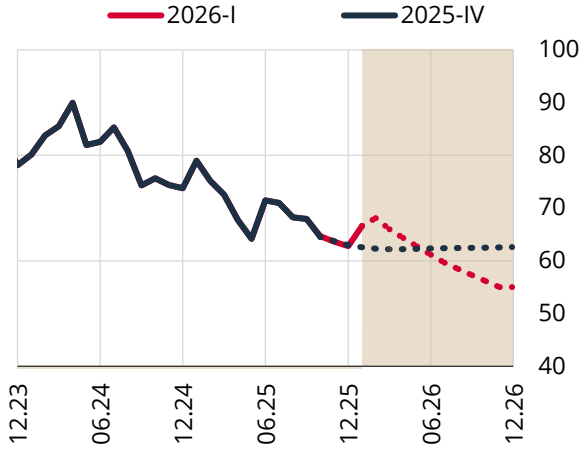
**Küresel büyüme görünümü, küresel ticaret politikalarındaki belirsizliklere ve jeopolitik risklere rağmen dirençli seyrini sürdürmektedir.** ABD'de büyümede teknoloji sektörü yatırımları öne çıkarken, Çin ekonomisinin tarifelere karşın büyüme hedefleriyle uyumlu bir performans sergilediği görülmektedir. Ülkelerin büyüme tahminleri küresel büyümedeki toparlanmanın bu yıl da devam edeceği beklentisiyle

yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu görünümde verimlilik artışı ve küresel finansal koşullardaki göreceli gevşemenin belirleyici olduğu değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, Türkiye'nin ticaret ortaklarıyla olan ihracat ağırlıkları esas alınarak hesaplanan küresel büyüme endeksinin yıllık artış oranı varsayımı, 2025 ve 2026 yılları için sırasıyla yüzde 2,1'e ve yüzde 2,3'e güncellenmiştir. Bu oran 2027 yılı için yüzde 2,2 olarak varsayılmaktadır (Tablo 3.1.2).

**Fed'in para politikasına ilişkin belirsizlikler ve jeopolitik riskler küresel finansal koşullarda oynaklığı artırmıştır.** Özellikle 2026 yılının ikinci yarısına ilişkin Fed'in para politikası görünümüne dair belirsizlik değerli metal fiyatları başta olmak üzere finansal piyasalarda dalgalanmalara neden olmuştur. Son dönemde Fed'in para politikasına ilişkin belirsizliklerin bir miktar azaldığı görüldüğüne rağmen artan jeopolitik gerilimlerle finansal piyasalarda oynaklık sürmüştür. Bu durum, GOÜ'lere yönelen portföy akımlarında ülkelerin jeopolitik risklere maruziyetine göre farklılaşan oranlarda dalgalanmalara neden olmuştur. Önümüzdeki dönemde, piyasa beklentilerine paralel olarak Fed'in yılın geri kalanında iki faiz indirimi gerçekleştireceği, ECB'nin ise mevcut politika duruşunu koruyacağı varsayılmıştır. Bu doğrultuda, enflasyon tahminleri oluşturulurken küresel finansal koşulların önümüzdeki dönemde sınırlı bir miktar gevşeyeceği bir çerçeve esas alınmıştır.

**Küresel belirsizlikler emtia fiyatlarında oynaklığı artırmıştır.** Jeopolitik gelişmeler ve Fed politikalarına ilişkin belirsizlikler değerli metal başta olmak üzere emtia fiyatlarını yukarı yönlü etkilerken Fed para politikasına ilişkin belirsizliğin azalmasıyla birlikte, altın fiyatlarında gözlenen artışın bir bölümü son dönemde geri alınmıştır. Bu dönemde, petrol fiyatlarının enerji dışı emtia fiyatlarına kıyasla daha sınırlı yükseliş sergilemesi, enerji ve enerji dışı emtialar arasındaki ayrışmayı belirginleştirmiştir. Önümüzdeki dönemde OPEC ülkelerinin üretim seviyesi, küresel büyüme görünümü ve küresel para politikalarındaki sınırlı gevşeme alanı birlikte değerlendirildiğinde, jeopolitik belirsizliklerin azalmasıyla petrol fiyatlarının zayıf bir görünüm sergilemeye devam edeceği öngörülmektedir. Bu görünüm doğrultusunda, ham petrol fiyatlarının 2026 yılında ortalama 60,9 ABD doları, 2027 yılında ise ortalama 56,0 ABD doları değer alacağı varsayılmıştır (Grafik 3.1.1). Benzer şekilde, emtia fiyatları genel seviyesi için kullanılan ithalat birim değeri endeksinin 2026'da yıllık ortalama yüzde 2,0 artacağı, 2027 yılında ise yıllık ortalama yüzde 0,9 gerileyeceği öngörülmektedir (Grafik 3.1.2 ve Tablo 3.1.2).

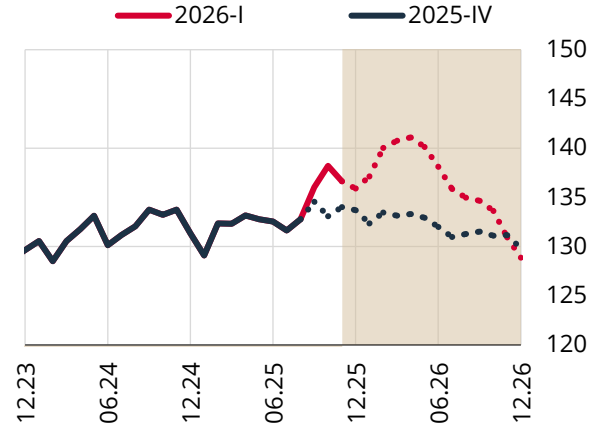
**Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

**Gıda fiyatları varsayımı 2026 yılı için sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir.** 2025 yıl sonunda gıda enflasyonu, önceki varsayımların 4,0 puan altında, yüzde 28,3 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu saptamada, yılın son iki ayında olumlu bir görünüm sergileyen işlenmemiş gıda fiyatları etkili olmuştur. Son dönemde arz şoklarının yanı sıra Ramazan ayının da etkisiyle gıda fiyatlarında artışlar gözlenmektedir. Yurt genelinde etkili olan yağışların kuraklık kaynaklı riskleri sınırlandıracağı öngörüsüyle 2026 yılı için gıda enflasyonu varsayımı yüzde 18'den yüzde 19'a güncellenmiştir. 2027 yılı için ise gıda fiyatlarının yüzde 11,0 artacağı öngörülmektedir (Tablo 3.1.2).

**Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

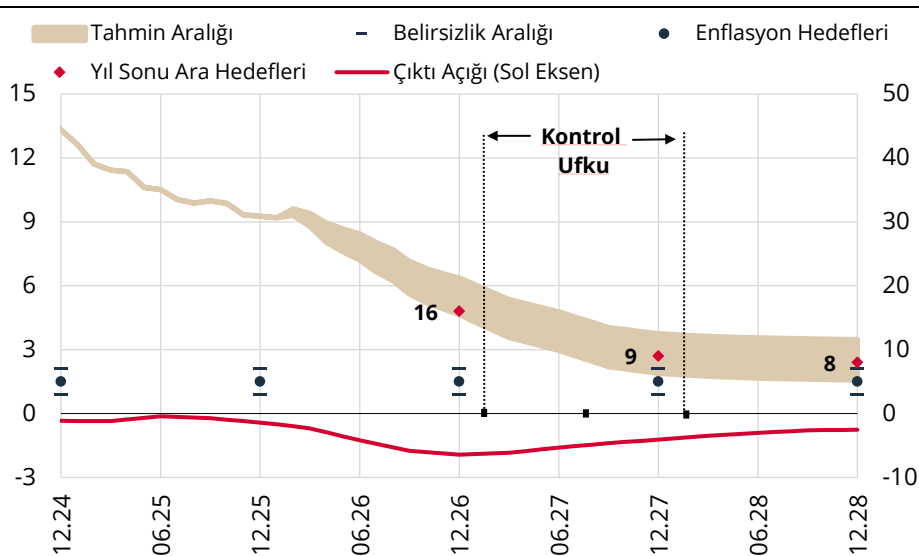
	2025	2026	2027
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,1 (2,0)	2,3 (2,2)	2,2 (-)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	69,0 (69,0)	60,9 (62,4)	56,0 (-)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,5 (0,8)	2,0 (-0,6)	-0,9 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	28,3 (32,3)	19,0 (18,0)	11,0 (-)

\* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

**Tahminler oluşturulurken makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı ve koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır.** Bu kapsamda, maliye politikasının eşgüdümünün dezenflasyon sürecine önemli katkı sağlayacağı ve kamu kontrolündeki yönetilen-yönlendirilen fiyatlar ile borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının enflasyondaki düşüşü destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Nitekim, 2026-2028 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program, bütçe dengelerinde öngörülen iyileşmenin faiz dışı harcamalardaki azalış ile sağlandığı bir çerçeve sunarak maliye politikasının dezenflasyon sürecinde destekleyici olacağına işaret etmektedir.

### 3.2 Orta Vadeli Görünüm

**Enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2026 yıl sonunda yüzde 15 ile yüzde 21 aralığında; 2027 yıl sonunda ise yüzde 6 ile yüzde 12 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.** Enflasyonun 2028 yıl sonunda tek haneli seviyelere geriledikten sonra orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 3.2.1). Ara hedefler 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla yüzde 16 ve yüzde 9 olarak korunurken, 2028 yılı için yüzde 8 olarak belirlenmiştir. TCMB, enflasyon gerçekleştirmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini dikkate alarak ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği parasal sıkılığı sağlayacaktır.

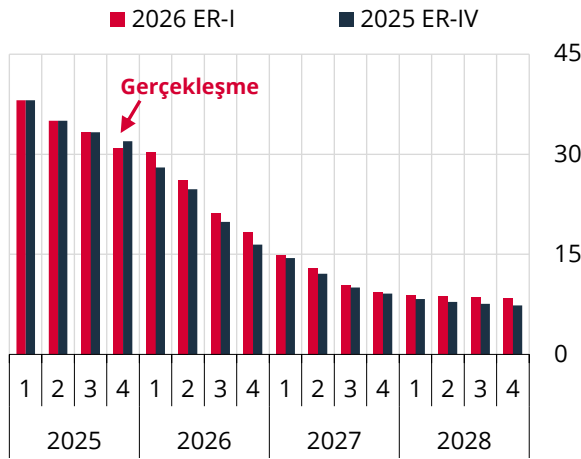
**Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri\* (%)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

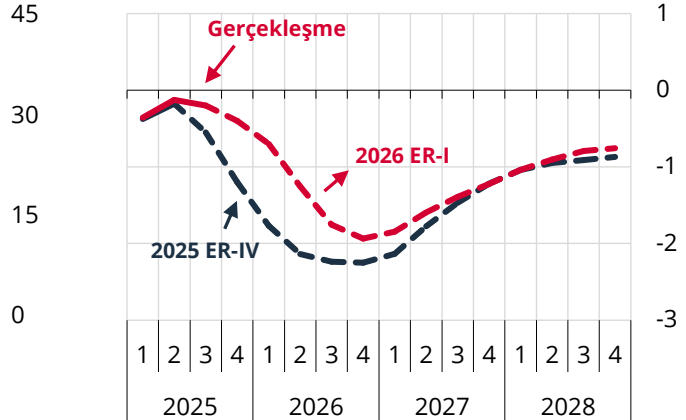
\* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

**Tahmin aralığı 2026 yılı için yüzde 13 ile yüzde 19 aralığından, yüzde 15 ile yüzde 21 aralığına**

**güncellenmiştir.** Bu güncellemede, TÜFE hesaplama yönteminde yapılan değişiklikler kapsamında hizmet grubunun sepet içindeki payının artması etkili olan unsurlardan biri olmuştur. Bu durumun yıllık enflasyon tahminine yukarı yönlü etkisinin yaklaşık 1 puan olacağı öngörülmektedir.<sup>1</sup> Ayrıca, petrol ve enerji fiyatları varsayımındaki düşüğe karşın, enerji dışı emtia fiyatlarındaki artışa bağlı olarak Türk lirası cinsi ithalat fiyatı varsayımındaki güncelleme tahminleri yukarı yönde etkilemiştir. Gıda fiyatı varsayımındaki sınırlı güncelleme de tahminleri yukarı çekmiştir. Geçici arz şokları kaynaklı oynak seyreden gıda fiyatlarının da etkisiyle beklentiler ile ana eğilimdeki iyileşmenin öngörülenden daha sınırlı gerçekleşmesi tahminleri yukarı yönde etkilemiştir. Çıktı açığının öngörülenden daha yüksek seviyelerde seyretmesi de tahmin güncellemesinde rol oynamıştır (Grafik 3.2.2 ve Grafik 3.2.3). Diğer yandan, kira ve eğitim kalemleri başta olmak üzere hizmet enflasyonundaki gerilemenin devam ederek dezenflasyon sürecini desteklemesi beklenmektedir. Parasal sıkılığın korunduğu ve makroihtiyati politikalarla desteklendiği bir görünüm altında para politikasının talep koşulları üzerindeki etkisinin belirginleşmesi ve enflasyon beklentilerinin iyileşmesi öngörülmektedir. Bu çerçevede, 2027 yıl sonu enflasyon tahmin aralığı korunmuştur.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 3.2.3: Çıktı Açığı Tahmini (%)**

Kaynak: TCMB.

**Tahminler oluşturulurken küresel büyüme görünümünün dirençli seyrini sürdürdüğü ve ülke risk priminde belirgin bir bozulmanın olmadığı bir görünüm esas alınmıştır.** Son dönemde yeniden artan jeopolitik riskler nedeniyle küresel belirsizlikler yüksek seyretmeye devam etmektedir. Bu durum, GOÜ'lere yönelik portföy akımlarının dalgalı seyretmesine neden olmaktadır. Buna karşın, mevcut Rapor döneminde TL varlıklara yönelik portföy girişleri sürmüştür. Türkiye'nin risk primi gerileyerek, GOÜ'lerin risk primlerinin ortalamasına yakınsamıştır. Para politikasındaki sıkı duruş ve TCMB uluslararası rezervlerinin mevcut görünümü, küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların ülke risk primi üzerindeki olası olumsuz etkilerini sınırlayacaktır.

**Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun fiyat istikrarı sağlanana kadar kararlılıkla sürdürüleceği ve politika bileşenleri arasındaki eşgüdümün korunacağı bir çerçevede esas alınmıştır.** Enflasyon beklentilerinin kısa vadede ara hedeflere, orta vadede ise yüzde 5 hedefine yakınsaması, fiyatlama davranışlarının normalleşmesi ve enflasyonun düşük seviyelerde istikrar kazanması açısından kritik önem taşımaktadır. Ana eğilimdeki son dönem gelişmeleri dikkate alarak Kurul politika faizini ocak ayında ihtiyatlı bir yaklaşımla sınırlı bir oranda indirmiş; parasal sıkılık makroihtiyati politikalarla desteklenen bir çerçevede korunmuştur. Tahminler, ara hedefler gözetilerek para politikasının enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir çerçevede oluşturulmuştur. Tahmin döneminde diğer ekonomi politikalarının para politikasıyla eşgüdüm içinde sürdürülmesinin de talep, maliyet ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini destekleyeceği değerlendirilmektedir.

<sup>1</sup> Detaylı bilgi için bkz. Ertuğ, D. ve Özlü N. 2026 Yılı Tüketici Fiyat Endeksindeki Güncellemeler ve Etkileri. 04/02/2026. Merkezin Güncesi

**Fiyat istikrarı sağlanana kadar sürdürülecek sıkı para politikası duruşu talep, kur ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini güçlendirmeye devam edecektir.** Çıktı açığının, dış talep görünümünün ve sıkı yurt içi finansal koşulların etkisiyle dezenflasyon sürecini desteklemeye devam edeceği değerlendirilmektedir. Sıkı parasal duruşun iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin zamanla daha belirgin hale gelmesi beklenmektedir (Grafik 3.2.3). 2025 yılının son çeyreğinde enflasyonun ana eğiliminde gerileme kaydedilmiştir. Ancak, ocak ayına özgü gelişmelerin etkisiyle ana eğilim yükselmiştir. Sıkı parasal duruş altında ana eğilimin önümüzdeki dönemde gerilemesini sürdürmesi öngörülmektedir. Ayrıca, kira ve eğitim gibi ataleti yüksek olan hizmet kalemlerinde, sıkı para politikasının gecikmeli etkileri ve yapılan düzenlemelerin katkısıyla, fiyat artış hızında yavaşlama ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışında zayıflama beklenmektedir. Ayrıca, döviz kurundaki ılımlı görünümün etkisi ile temel mal enflasyonundaki gerilemenin sürmesi beklenmektedir. Bu süreçte enflasyon beklentilerinin de ara hedeflerle uyumlu biçimde iyileşeceği öngörülmektedir.

### 3.3. Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları

**Önceki bölümde sunulan orta vadeli tahminler Para Politikası Kurulu'nun değerlendirme ve varsayımları çerçevesinde oluşturulmuştur.** Bununla birlikte, söz konusu varsayımlara ilişkin gerçekleşmelerin farklılaşması durumunda enflasyon görünümü ve buna bağlı olarak para politikası duruşu da değişebilecektir. Enflasyon görünümünü etkileyebilecek başlıca riskler aşağıda sunulmuş ve Tablo 3.3.1'de özetlenmiştir.

**Küresel ticaret politikaları ve jeopolitik gelişmelerin küresel iktisadi faaliyet ve enflasyon üzerinde oluşturduğu belirsizlikler önemi korumaktadır.** Küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler dönemsel olarak azalmakla birlikte korumacı adımların kapsamı ve süresine ilişkin öngörülebilirliğin sınırlı olması küresel risk iştahı üzerinde oynaklığa yol açmaktadır. Diğer taraftan, Amerika Kıtası ve Orta Doğu'ya ilişkin jeopolitik gelişmeler ise küresel büyüme ve enflasyon görünümü üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bu çerçevede, 2025 ve 2026 yıllarına ilişkin küresel büyüme tahminleri yukarı yönlü güncellenmiş olmakla birlikte, 2026 yılı için aşağı yönlü riskler devam etmektedir. Tarife adımlarının gecikmeli etkileri ve küresel maliyet baskılarındaki olası artışlar, küresel enflasyon görünümü açısından yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Bu gelişmelerin emtia fiyatları, küresel finansal koşullar ve risk primi kanalları üzerinden yurt içi enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda, korumacı ticaret politikalarının seyrine ve jeopolitik gelişmelere ilişkin belirsizlikler, enflasyon görünümü açısından yakından izlenmektedir.

**Küresel emtia fiyatlarının seyrine ilişkin aşağı ve yukarı yönlü riskler artmıştır.** Bir önceki Rapor dönemine kıyasla, enerji dışı emtia fiyatları genel olarak yükselmiştir. Jeopolitik gelişmeler ve artan risk algısı değerli metal ve petrol fiyatlarını yukarı çekerken, tarifelerin etkisiyle endüstriyel metal fiyatları da artış eğilimini sürdürmüştür. Buna karşın, küresel talepteki görece zayıf seyir ve OPEC+ üyesi ülkelerin üretim artışları ham petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmaktadır. Bununla birlikte, özellikle petrol başta olmak üzere emtia fiyatlarında yüksek oynaklık gözlenmekte; söz konusu gelişmeler maliyet kanalı üzerinden yurt içi enflasyon görünümüne ilişkin belirsizlikleri artırmaktadır.

**Gıda fiyatlarının son dönemdeki seyri, özellikle işlenmemiş gıda kaynaklı olarak enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.** Sebze ve et kalemleri öncülüğünde işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen oynaklık, gıda enflasyonunun dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur. Kırmızı et fiyatlarında belirgin yükselişin, önümüzdeki dönemde ek talep artışı ile beraber beyaz et fiyatları üzerinde de yukarı yönlü risk oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca Ramazan ayına özgü talep artışı da gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecektir.

**Başta gıda ve hizmet grupları olmak üzere, fiyat gelişmeleri enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları kanalıyla dezenflasyon süreci üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir.** Tüketici, firma ve piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri gerileme eğilimine rağmen, yüksek seviyelerini korumuştur. Enflasyon beklentilerinin yüksek seyretmesi, hanehalkı ve firmaların portföy tercihleri, tüketim alışkanlıkları ve fiyatlama davranışları kanalları üzerinden dezenflasyon süreci üzerinde olumsuz etkide bulunmaktadır.

**Fiyatlama davranışlarında geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi sürmektedir.** Yıllık enflasyonda gerileme ve beklentilerde sınırlı da olsa iyileşme eğilimine rağmen, özellikle hizmet grubu kalemlerinde geçmişe endeksli fiyatlama davranışlarının sürmesi para politikasının etkinliğini sınırlamaktadır. Nitekim, 2025 yılı ara hedefinden sapmaya ilişkin muhasebe analizlerine göre (Kutu 3.1) enflasyonun ataleti ve fiyatlama

davranışlarının seyri ara hedeften sapmada etkili olan temel unsurlar arasında yer almaktadır. Hizmet kalemlerinde yaygın olan dönemsel ve geçmişe endeksli fiyatlandırma davranışları, ana eğilimde beklenen yavaşlamayı sınırlandırarak dezenflasyon sürecine yönelik riskleri canlı tutmaktadır.

**Dezenflasyon sürecinde para ve maliye politikaları arasındaki eşgüdümün sürmesi büyük önem arz etmektedir.** Maliye politikası ve gelirler politikası, üretim maliyeti, talep ve beklenti kanalları yoluyla enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. 2026 yılı başında yönetilen-yönlendirilen fiyat ve vergi kalemleri ile maktu ÖTV artışının ara hedefler göz önünde bulundurularak yapılması geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına katkı sağlayacaktır. Söz konusu düzenlemelerin dolaylı olarak enflasyon beklentileri kanalından da dezenflasyon sürecini olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Mali disiplin sağlanırken öngörülen bütçe dengesi hedeflerine vergi oranı artışları yerine harcamalardaki düşüşün önceliklendirilerek ulaşılması makroekonomik dengelenmeyi ve enflasyonla mücadeleyi destekleyecektir. Bütçe ve nakit açığı, kamu borçlanması ile kamu iştiraklerinin kullanacağı krediler, likidite ve para arzı üzerinde belirleyici olmakta ve enflasyon görünümünü etkileyebilmektedir.

**Tablo 3.3.1: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları\***

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑   ↔   ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Küresel belirsizlikler ve emtia fiyatlarının seyri	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ticaret politikalarında korumacı eğilimler enflasyon üzerinde her iki yönlü risk oluşturmaktadır. ↔</li> <li>Petrol fiyatları üzerinde küresel talepteki zayıf seyir ve OPEC+ üyesi ülkelerin petrol üretimini artırma kararlarını sürdürmesi aşağı yönde etkide bulunmaktadır. ↓</li> <li>Jeopolitik gelişmeler enerji ve değerli metaller üzerinden her iki yönlü risk oluşturmaktadır. ↔</li> <li>Değerli ve endüstriyel metallerde fiyat artışlarının devam etmesi enerji dışı emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. ↑</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Küresel enflasyon ve büyüme göstergeleri ile tahminleri</li> <li>Küresel ekonomi ve ticaret politikaları</li> <li>Küresel ticaret belirsizlik endeksi</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi</li> <li>Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>OPEC+ kararları</li> <li>Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler</li> <li>Yönetilen-yönlendirilen fiyatlar</li> <li>İthalat Birim Değer Endeksi</li> </ul>
Enflasyon beklentileri	<ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyon beklentilerinin veri sürprizlerine asimetrik tepki vermesi ve beklentilerin ara hedeflerden yüksek seviyelerde seyretmesi yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↑</li> <li>Son dönem fiyat gelişmelerinin enflasyon beklentileri ve fiyatlandırma davranışları kanalıyla dezenflasyon süreci üzerine etkileri yakından takip edilmektedir. ↑</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sektörel enflasyon beklentileri</li> <li>Enflasyon beklentilerinin dağılımı</li> <li>Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>Enflasyon beklentilerinin Enflasyon Raporu tahminleriyle uyumu</li> <li>Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> </ul>

Fiyatlama davranışlarında geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin güçlü seyretmesi	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kira ve eğitim alt gruplarında atalettaki zayıflamanın öngörülenden daha sınırlı olması yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.</li> </ul>	<p style="text-align: center;">↑</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Hizmet enflasyonu ataleti</li> <li>Kira fiyatları</li> <li>Eğitim fiyatları</li> </ul>
Gıda fiyatları	<ul style="list-style-type: none"> <li>Arz kaynaklı unsurların etkisiyle gıda fiyatlarında yukarı yönlü riskler oluşabilecektir.</li> </ul>	<p style="text-align: center;">↑</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Taze meyve ve sebze fiyatları, ekmek ve tahıl başta olmak üzere işlenmiş gıda fiyatları</li> <li>Uluslararası tarımsal emtia fiyatları</li> <li>Sıcaklık ve yağış gibi meteoroloji ve iklim istatistikleri</li> </ul>
Para ve maliye politikalarının eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> <li>Para ve maliye politikalarının eşgüdümünün sektöre uğraması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturabilecektir.</li> </ul>	<p style="text-align: center;">↑</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları</li> <li>Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler</li> <li>Orta Vadeli Program ve maliye politikası tedbirleri</li> <li>Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri</li> <li>Yapısal bütçe dengesi tahminleri</li> <li>Doğrudan vergilerin toplam vergiler içindeki payı</li> <li>Asgari ücret ve kamu çalışanlarının ücret artışları</li> </ul>

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

## Kutu 3.1

### 2025 Yılı Ara Hedefinden Sapmanın Değerlendirilmesi

2025-ER-III Mercek Altı 3.1'de duyurulduğu üzere, TCMB orta vadeli tahmin iletişiminde bir değişikliğe giderek tahmin patikasının yanı sıra her yıl için yıl sonu odaklı bir ara hedefi kamuoyu ile paylaşmaktadır. Bu çerçeveye göre 2025 yılı için ara hedef yüzde 24 olarak belirlenmiştir. Söz konusu ara hedefin, taahhüt ve çıpa işlevi göreceği ve enflasyon görünümünde olağanüstü bir sapma olmadığı müddetçe değiştirilmeyeceği belirtilmiştir. Nitekim 2025 yılının son iki Enflasyon Raporu'nda yıl sonu tahminleri yukarı yönde güncellenirken, ara hedefte değişikliğe gidilmemiştir. 2025 yıl sonunda enflasyon yüzde 30,9 ile 2025-ER-IV'te verilen tahmin aralığının alt bandında ancak ara hedefin üzerinde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla ara hedeften sapma yüzde 6,9 puan olmuştur. Bu kutuda, hesap verabilirlik ve şeffaflık ilkeleri bağlamında 2025 yıl sonunda enflasyonun, 2025 yılı ara hedefinden sapmasının nedenlerine ilişkin bir çerçeve çizilmektedir.

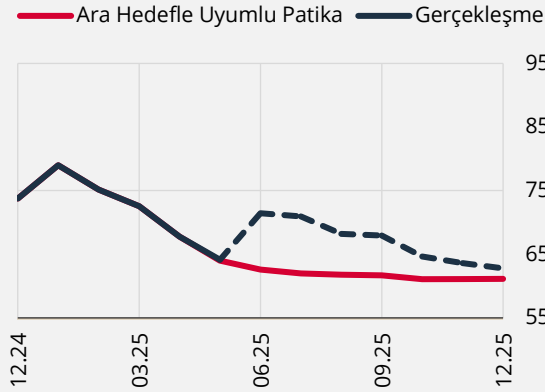
2025 yılı ara hedefinden sapmanın sayısal muhasebesini ortaya koyarken 2025-ER-II'deki orta vadeli tahminlere baz teşkil eden varsayım setine göre karşılaştırma yapılmıştır (Tablo 1). Muhasebede, dört ana tema belirleyici olarak öne çıkmaktadır.

**Tablo 1: Ara Hedef Temel Varsayımları ve Gerçekleşmeler**

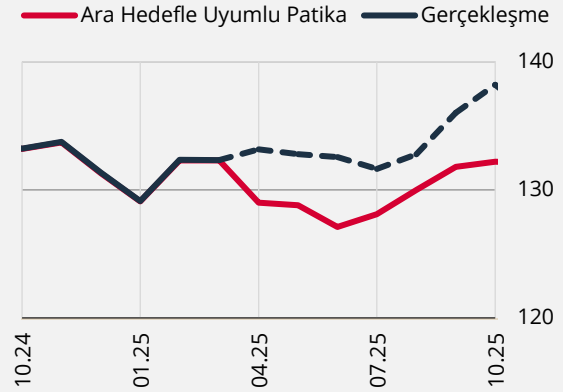
	Ara Hedef Varsayımı	Gerçekleşme
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,9	2,1
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	65,8	69,0
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-1,1	1,4
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	26,5	28,3

#### Küresel Ticarete Artan Korumacılık Eğilimi, Jeopolitik Gelişmeler ve Emtia Fiyatları

2025 tarife adımlarıyla birlikte küresel ticaret politikalarında korumacı eğilimlerin arttığı ve jeopolitik risklerin belirgin şekilde yükseldiği bir yıl olmuştur. Emtia fiyatlarında, küresel belirsizliklere bağlı olarak dalgalanmalar yaşansa da endüstriyel ve değerli metal fiyatları kaynaklı olarak enerji dışı emtia fiyatları artış eğilimini sürdürmüştür. Jeopolitik gelişmeler özellikle ham petrol ve değerli metal fiyatlarında artışları güçlendirmiştir. Bu doğrultuda ara hedef çerçevesinde oluşturulan petrol fiyatları varsayımı gerçekleşmelerin altında kalmıştır (Tablo 1). Buna ilave olarak, jeopolitik gerilimler ve uluslararası yaptırımlara bağlı artan rafineri marjları akaryakıt fiyatları üzerinde baskı oluşturmuştur (Gökcü ve Sezer, 2025). Benzer şekilde, endüstriyel metaller öncülüğünde, enerji dışı emtia grubunda da yüksek fiyat artışları enflasyon üzerinde arz yönlü baskıları canlı tutmuştur (Grafik 1 ve Grafik 2).

**Grafik 1: Petrol Fiyatları (ABD Doları/Varil)**

Kaynak: Bloomberg, TCMB.

**Grafik 2: İthalat Birim Değer Endeksi (Endeks, 2015=100)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

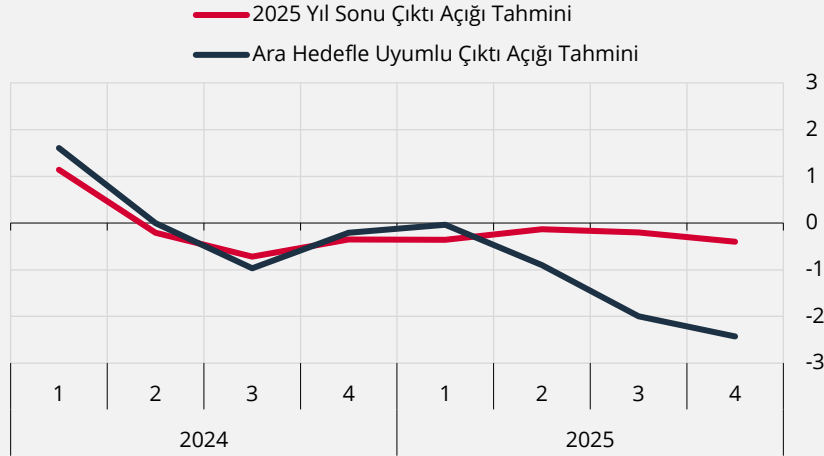
**Kuraklık ve Don Hadisesi**

Gıda fiyatlarının seyri son dönemde enflasyon üzerinde yukarı yönlü etkide bulunmuştur. Ara hedef ile uyumlu varsayımlara göre yıl sonunda gıda enflasyonunun yıllık yüzde 26,5 olacağı tahmin edilirken yüzde 28,3 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 1). Mart ve Nisan aylarında görülen zirai don hadisesi ve artan sıcaklıklar ile yağış azlığının neden olduğu kuraklık kaynaklı arz yönlü unsurların etkisi gıda fiyatları üzerinde belirgin olarak hissedilmiştir. Bu gelişmeler, işlenmemiş gıda grubunda da fiyat artışlarına neden olmuş ve gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü etkide bulunmuştur. Öte yandan, gıda ürünleri sık tüketilen ürünler olması ve TÜFE sepetindeki yüksek payı sebebiyle enflasyon beklentileri üzerinde etkili olabilmektedir (TCMB, 2024). Bu nedenle gıda enflasyonundaki yükseliş, hem beklentiler hem de enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir etkide bulunmuştur. Yüksek sıcaklık ve düşük yağışların bir diğer etkisi de su tüketiminde tasarruf ihtiyacıyla şebeke suyu fiyatlarında varsayımların üzerinde artışlar yapılması olmuştur.

**Talep Koşulları**

2025 yılının son çeyreğine ilişkin göstergeler talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin sürdüğüne işaret etmektedir. Nitekim, mevcut verilerle 2025 yılı için tahmin edilen çıktı açığı göstergeleri, ara hedefle uyumlu çıktı açığı tahminlerine kıyasla daha sınırlı bir dezenflasyonist etkiye işaret etmektedir (Grafik 3).

Çıktı açığının ara hedefle uyumlu seviyelerinin üzerinde gerçekleşmesine neden olan unsurlar arasında küresel talebin öngörülenden güçlü seyretmesi yer almaktadır (Tablo 1). Türkiye'nin ihracat ağırlıkları esas alınarak hesaplanan küresel büyüme endeksinin 2025 yılında yüzde 2,1 seviyesinde artması beklenmektedir. Bu oran ara hedefle uyumlu varsayım olan yüzde 1,9'un üzerindedir. Diğer yandan, ikinci çeyrekte kapsamlı bir revizyona uğrayan milli gelir istatistikleri talep koşullarının dezenflasyonist etkisinin öngörülenden daha az olduğuna işaret etmiştir. Talep koşullarındaki bu görünümde, altın ve gümüş gibi değerli metal fiyatlarındaki artışların da etkili olduğu değerlendirilmektedir (Çolak ve Şamcı, 2025). Söz konusu emtialar ülkemizde değer saklama aracı olarak yaygın kullanıldığından fiyat artışları servet etkisi kaynaklı olarak talep görünümünü etkileyebilmektedir.

**Grafik 3: Çıktı Açığı Tahminleri (%)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Enflasyonun Ataleti ve Fiyatlama Davranışlarının Seyri**

2025 yılında enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları iyileşme işaretleri göstermekle birlikte dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmiştir. Piyasa katılımcılarının 12 ay sonrasına dair enflasyon beklentilerinin 2025 yılında sergilediği düşüşe karşın ara hedeflerin üzerinde seyrettiği görülmektedir. Ayrıca, reel sektör ve hanehalkının enflasyon beklentileri de gerileme eğilimine girmiş ancak yüksek seviyelerini korumaya devam etmiştir. Bu durum portföy tercihleri, tüketim eğilimi, kredi talebi ve fiyatlama davranışları gibi kanallar üzerinden dezenflasyonist süreci geciktirmektedir. Enflasyon beklentilerinin öngörülenden daha yavaş gerilemesi, enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmakta ve dezenflasyon sürecinin yavaşlamasına neden olmaktadır.

Bununla birlikte, özellikle hizmet grubu kalemlerinde geçmişe endeksli fiyatlama davranışının sürmesi, enflasyonun ataletini güçlendirmekte ve söz konusu katılık para politikasının etkinliğini sınırlandıran bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Hizmet grubu alt kalemlerinde, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının güçlü olduğu eğitim ve kiranın yanında yerel nitelikli ve rekabetin görece sınırlı olduğu kalemler yüksek fiyat artışlarıyla öne çıkmıştır (Çelgin ve Ögünç, 2026). Dolayısıyla, enflasyon beklentilerinin ara hedeflerle uyumlu bir görünüm izlememesi ve hizmet fiyatlarındaki atalet, 2025 yılında fiyatlama davranışlarındaki iyileşmeyi sınırlandırmıştır.

**2025 Yılı Ara Hedeften Sapmanın Muhasebesi**

Yukarıda özetlenen dört ana unsur, 2025 yıl sonunda enflasyonun ara hedeften 6,9 puan sapmasının temel belirleyicileri olmuştur. Bu doğrultuda, çıktı açığının mevcut seviyeleri, talep koşullarının enflasyonun ara hedeften sapması üzerinde 0,9 puanlık etkiye sahip olduğuna işaret etmektedir. Bu etkide dış talep koşullarının, istatistiksel revizyonların ve değerli metal fiyatlarındaki artışa bağlı servet etkisinin belirleyici olduğu değerlendirilmektedir. Öte yandan, petrol fiyatları başta olmak üzere emtia fiyatlarının geneline yayılan artışın sürüklediği TL cinsi ithalat fiyatları enflasyonun ara hedeften sapmasına 2,1 puan etki etmiştir. Yönetilen- yönlendirilen fiyatlara dair gerçekleştirmelerin ara hedeflerle uyumlu varsayımlardan yüksek gelmesi, enflasyonun ara hedeften sapması üzerinde 1,1 puan yukarı yönlü etkide bulunmuştur. Söz konusu etkide, alkol-tütün, doğal gaz ve şebeke suyu fiyatları öne çıkarken, kamu maliyesi ile eşgüdüm etkinin sınırlı kalmasını sağlamıştır. Ayrıca, gıda fiyat gerçekleştirmeleri mart-nisan ayındaki don hadisesinin gecikmeli etkileri ve yurt genelinde etkili olan kuraklığa bağlı olarak enflasyonun ara hedeften sapmasında 0,9 puan etkiye neden olmuştur. Bahsi geçen unsurlara ilişkin katkılar hesaplanırken, talep koşulları, emtia fiyatları, gıda fiyatları ve yönetilen- yönlendirilen fiyatlardaki artışların beklentiler üzerinden oluşturduğu dolaylı etkiler de dikkate alınmıştır (TCMB, 2024). Son olarak, enflasyonun ana eğilimindeki ve ataletindeki gerilemenin öngörülenden yavaş olması enflasyonun ara hedeften sapmasında 1,9 puanlık bir etkide bulunmuştur (Tablo 2).

**Tablo 2: 2025 Yılı Enflasyon Ara Hedefinden Sapmanın Kaynakları**

Ara Hedef Muhasebesi	
2025 Yıl Sonu Ara Hedefi (%)	24,0
2025 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi (%)	30,9
<b>Ara Hedef Sapması (% Puan)</b>	<b>6,9</b>
Ara Hedef Sapmasının Kaynakları (% Puan)	
TL Cinsi İthalat Fiyatları	+2,1
Gıda Fiyatları	+0,9
Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar	+1,1
Çıktı Açığı	+0,9
Enflasyonun Ana Eğilimi ve Ataleti	+1,9

**Kaynakça**

Gökcü, M., & Sezer, E. (2025). Akaryakıt Fiyat Oluşumu: Brent Petrol Fiyatı İyi Bir Tahmin Aracı Mı? (No. 2507). Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Ekonomi Notları Serisi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Çelgin A., & Öğünç F. (2026). 2025 Yılı Hizmet Fiyatlarına Yakın Mercek: Alt Kalemler Ne Anlatıyor? Merkezin Güncesi. 29/01/2026.

Çolak M., & Şamcı M. (2025). Altın Fiyatı Kaynaklı Servet Artışının Konut ve Otomobil Piyasalarına Etkisi. Merkezin Güncesi. 14/05/2025.

TCMB (2024). Sektörel Enflasyon Beklentilerinin Belirleyicileri, Enflasyon Raporu 2024 III, Kutu 3.1