

ENFLASYON RAPORU

2026-I

12 Şubat 2026



İçindekiler

1. Genel Değerlendirme	1
1.1 Para Politikası Kararları.....	3
2. Ekonomik Görünüm	8
2.1 Küresel Ekonomi.....	8
2.2 Finansal Koşullar.....	13
2.3 İktisadi Faaliyet.....	17
2.4 Enflasyon.....	27
3. Orta Vadeli Öngörüler	44
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar.....	44
3.2 Orta Vadeli Görünüm.....	46
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları.....	48
Kutular	
Kutu 1.1 TCMB APİ Portföyü ve Doğrudan Alım İhaleleri.....	5
Kutu 2.1 Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular.....	34
Kutu 2.2 Kira Enflasyonu Dinamiği ve Tahmini.....	37
Kutu 2.3 Çin'e Karşı Reel Kur Değişiminin İhracata Etkisi.....	41
Kutu 3.1 2025 Yılı Ara Hedefinden Sapmanın Değerlendirilmesi.....	51

1.Genel Değerlendirme

Küresel büyüme görünümü, 2025 yılı genelinde verimlilik artışı, maliye ve para politikaları ile küresel finansal koşulların desteğiyle ılımlı bir seyir izlemiş ve küresel belirsizliklerin etkileri görece sınırlı kalmıştır. Rapor döneminde büyüme tahminleri birçok ülkede hem de 2026 yılları için yukarı yönlü güncellenmiştir. Diğer taraftan, küresel büyüme görünümüne ilişkin riskler son dönemde aşağı yönde ağırlık kazanmıştır. Yükselen jeopolitik gerilim ve tarifelere ilişkin süregelen belirsizlikler azalmakla birlikte, küresel finansal piyasalar ve tedarik zincirleri açısından risk oluşturmaktadır. Enerji ve enerji dışı emtia fiyatları arasındaki ayrışma devam ederken değerli metal ve endüstriyel metal fiyatlarında artan oynaklıkla birlikte yüksek artışlar dikkat çekmektedir. Küresel dezenflasyon süreci, ülkeler arası farklılaşmalar olmakla birlikte sürmektedir. Merkez bankaları indirim süreçlerinin sonuna yaklaşırken indirim adımlarının büyüklüğü ve sıklığı ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Az sayıda olmakla birlikte, politika faizini artıran merkez bankaları da bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelik portföy akımları küresel belirsizliklerin etkisiyle dalgalı seyrederken Fed ve Japonya Merkez Bankası'nın 2026 yılında izleyecekleri para politikası stratejileri portföy hareketleri üzerinde etkili olabilecektir.

Rapor döneminde gelişmekte olan ülkelere portföy girişlerinde dalgalı bir seyir gözlenirken son dönemde yeniden artan jeopolitik riskler nedeniyle küresel belirsizlik yüksek seyrini sürdürmektedir. Rapor döneminde jeopolitik gelişmelerin etkisiyle küresel belirsizlikler artmış, TL varlıklara yönelik portföy girişleri ise devam etmiştir. Bu görünüm altında, Türkiye'nin CDS primi, GOÜ risk primlerinin ortalamasına yakınsayarak, 6 Şubat itibarıyla 218 baz puan düzeyine gerilerken Türk lirasının ima edilen oynaklığı da mevcut Rapor döneminde azalmıştır. TCMB rezervlerindeki artış altın fiyatlarının da etkisiyle devam ederken TCMB brüt uluslararası rezervleri 30 Ocak itibarıyla 218,2 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir.

Finansal koşullardaki sıkılık devam ederken TL mevduat payı yüzde 60 seviyelerinde istikrar kazanmıştır. 11 Aralık ve 22 Ocak tarihlerindeki PPK toplantılarında politika faizinde yapılan sırasıyla 150 ve 100 baz puanlık indirimlerin mevduat ve kredi faizlerine yansıdığı gözlenmektedir. Kredi ve mevduatta gözlenen pozitif reel faiz seviyeleri hem gerçekleşen hem de beklenen enflasyona göre korunmaktadır. Sıkı para politikasının etkisiyle mevcut dönemde yatırımcıların TL tercihi devam etmiş, parite ve fiyat etkisi kaynaklı YP mevduatta sınırlı artış gözlenmiştir. Kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesinde 2025 yıl sonu bilanço dönemi kaynaklı artış görülmekle birlikte bu artış 2026 yılında bir miktar yavaşlamıştır. Ocak ayı sonunda TCMB ve BDDK tarafından alınan kararların kredi büyümesi üzerindeki etkileri yakından takip edilecektir.

2025 yılının ikinci çeyreğinde hızlanan iktisadi faaliyet üçüncü çeyrekte bir miktar yavaşlayarak çeyreklik potansiyeline yakın bir büyüme kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), yıllık bazda yüzde 3,7, çeyreklik bazda ise yüzde 1,1 oranında artmıştır. Nihai yurt içi talep yıllık ve çeyreklik büyümenin sürükleyicisi olmuştur. Çeyreklik bazda yılın ilk iki çeyreğinde gerileyen özel tüketim üçüncü çeyrekte artarken toplam yatırımlar yılın ikinci çeyreğinin ardından bu dönemde de büyümeyi desteklemiştir. Söz konusu dönemde, mal ve hizmet ithalatında düşüş, ihracatında ise artış gerçekleşmiştir. Böylelikle net ihracatın çeyreklik büyümeye katkısı üçüncü çeyrekte pozitif yönde olmuştur.

2025 yılının son çeyreğine ilişkin göstergeler talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin azalmasına karşın sürdüğünü ima etmektedir. Söz konusu dönemde, altın hariç perakende satışlar bir önceki çeyreğe kıyasla bir miktar hızlansa da uzun dönem eğiliminin altında seyretmeye devam etmiştir. Beyaz eşya ve otomobil satışları son çeyrekte artmıştır. Bu dönemde kartla yapılan harcamalar, çeyreklik bazda artmaya devam etmekle birlikte uzun dönem eğiliminin altındaki seyrini sürdürmüştür. Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden edinilen tespitler de çeyreklik olarak sınırlı artışla birlikte iç talepteki ılımlı seyrin devam ettiğini teyit etmektedir. Üretim tarafında ise sanayi üretimi dördüncü çeyrekte yataya yakın seyretmiştir. Tipik oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında sanayi üretimi çeyreklik bazda sınırlı artmıştır. İYA ve PMI gibi anket bazlı göstergeler de sektör faaliyetinde toparlanma ima etmektedir. Hizmet üretim endeksinde ikinci çeyrekte başlayan yatay seyir yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. İnşaat üretim endeksi ise son çeyrekte artışını sürdürmüştür.

İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğine kıyasla daha az sıklıdır. Mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin ortalamalarına göre istihdam dördüncü çeyrekte yüzde 0,4 oranında (136 bin kişi) artmıştır. Bu dönemde işsizlik oranı çeyreklik bazda 0,2 puan azalırken işgücüne katılım oranı yatay seyretmiştir. Ağırlıklı işgücü oranının yüksek seviyesini sürdürmesi işgücü piyasasının, işsizlik oranının ima ettiği ölçüde sıkı olmayabileceğine işaret etmektedir. 2025 yılının üçüncü çeyreğinde kişi başı reel ücretlerdeki azalışın yanı sıra kısmi emek verimliliğindeki artışın etkisiyle tarım dışı reel birim ücretler azalmıştır.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı 2025 yılının son çeyreğinde artmıştır. Dış ticaret açığı gerek altın ve enerji dış ticaret açıklarındaki gerekse altın ve enerji hariç dış ticaret açığındaki yükselişin etkisiyle son çeyrekte artmıştır. Bu dönemde dış talep ılımlı seyretmiş, ihracattaki artışın temel belirleyicisi fiyatlardaki yükseliş olmuştur. İthalattaki artış ana gruplar geneline yayılmıştır. Küresel altın fiyatlarındaki yükselişle desteklenen altın ithalatı güçlü seyretmiş ve üçüncü çeyreğe kıyasla yükselmiştir. Küresel ticaret politikaları kaynaklı belirsizliklerin dış ticaret dengesi üzerindeki etkisinin devam ettiği dördüncü çeyrekte dış ticaret haddindeki iyileşme sürmüştür. Geçici veriler ocak ayında dış ticaret açığında sınırlı artışa işaret etmektedir. Cari işlemler açığının arttığı ekim-kasım döneminde DİBS ve krediler kaynaklı net sermaye girişleri gözlenirken doğrudan yabancı yatırımlarda çıkış gerçekleşmiştir. Net hata noksan kalemi negatif bakiye vermiş, resmi rezervler azalmıştır. Aralık ve ocak ayına yönelik veriler ise hem hisse senedi hem de DİBS piyasasına girişlerin olduğunu göstermektedir.

Tüketici enflasyonu ocak ayında yüzde 30,7'ye gerilemiş ve bir önceki Rapor'da sunulan tahmin aralığının üst bandına yakın gerçekleşmiştir. Son üç aydaki gelişmeler alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık enflasyondaki düşüğe en önemli katkının enerji ve temel mallardan geldiği görülmektedir. Hizmet grubunun katkısı ise görece yatay seyretmiştir. Ocak ayı özelinde hizmet enflasyonunda işgücü maliyetleri ile dönemsel fiyatlamaların ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışının yüksek olduğu kalemler öne çıkmıştır. Dönemsel arz koşulları sebebiyle sebze fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artış, gıda fiyatları üzerinde etkili olmuştur. Ocak ayında yönetilen/yönlendirilen fiyat ve maktu vergi güncellemeleri, geçmiş yıllara kıyasla daha düşük bir oranda gerçekleşerek dezenflasyon sürecini desteklemiştir. Kasım-Ocak döneminde, uluslararası enerji fiyatları bir miktar gerilerken enerji dışı emtia, endüstriyel ve değerli metaller öncülüğünde artmıştır. Şubat ayının ilk on gününde ise temelde ham petrol fiyatları kaynaklı olarak uluslararası enerji fiyatlarında artışlar gözlenmiştir. Aralık ayında jeopolitik gelişmeler Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi'ni tarihsel ortalamasının üzerine taşıırken küresel ve Çin konteyner endekslerinde temmuzda başlayan düşüş eğilimi kasım ayında tersine dönmüştür. Rapor döneminde Türk lirasındaki istikrarlı seyir devam etmiştir. 2025 yılı son çeyreğinde zayıfladığı tahmin edilen reel birim ücretlerin, 2026 yılının ilk çeyreği itibarıyla yükselmesi beklenmektedir. Üretici fiyatlarında yılın son iki ayında gözlenen ılımlı artış eğilimi ocak ayında bir miktar güçlenmiştir. Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları iyileşme işaretleri göstermekle birlikte dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir. Enflasyonun ana eğilimi 2025 yılı son çeyreğinde yavaşlamış, ocak ayında ise döneme özgü bir yükseliş kaydetmiştir. Tüketici fiyat endeksinin baz yılı, sepet yapısı ve sınıflama yöntemi 2026 yılı ocak ayı itibarıyla güncellenmiştir. Bu gelişmeler ile, hizmet grubunun endeks içindeki payı 7,4 puan artışla yüzde 38,4'e çıkarken malların ağırlığı yüzde 61,6'ya gerilemiştir. B ve C göstergelerinin ağırlıkları ise sırasıyla 5,2 ve 4,5 puan artmıştır.

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 yüzde 5 enflasyon hedefi etrafında istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Ara hedefler 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla yüzde 16 ve yüzde 9 olarak korunurken, 2028 yılı için yüzde 8 olarak belirlenmiştir. 2026 yılı tahmin aralığında 2025 ER-IV'e göre yapılan yukarı yönlü güncellemede, TÜFE sepetinde hizmet grubunun ağırlığının artması etkili olan unsurlardan biri olmuştur. 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 enflasyonu varsayımındaki sınırlı güncelleme ve beklentiler ile ana eğilimdeki iyileşmenin öngörülenden daha sınırlı gerçekleşmesi tahminleri yukarı çekmiştir. İktisadi faaliyetin öngörülenden daha yüksek seviyelerde seyretmesi de tahmin güncellemesinde rol oynamıştır. 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.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun fiyat istikrarı sağlanana kadar kararlılıkla sürdürüleceği ve politika bileşenleri arasındaki eşgüdümün korunacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Enflasyon beklentilerinin hedeflere 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 oluşturulurken para politikasının ara hedefler gözetilerek enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, çıktı açığının dezenflasyon sürecini

desteklemeye devam edeceği değerlendirilmektedir. 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 tahmin edilmektedir. Döviz kurundaki ılımlı görünümün etkisi ile temel mal enflasyonundaki gerilemenin sürmesi beklenmektedir. Bu süreçte enflasyon beklentilerinin de ara hedeflerle uyumlu biçimde iyileşeceği öngörülmektedir. Tahmin döneminde diğer ekonomi politikalarının para politikasıyla eşgüdüm içinde sürdürülmesinin de talep, maliyet ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini destekleyeceği değerlendirilmektedir.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, politika faizini aralık ayında 150, ocak ayında 100 baz puan olmak üzere toplamda 250 baz puan indirmiştir. Enflasyonun ana eğiliminin eylül ayındaki artıştan sonra ekim ve kasım aylarında bir miktar gerilediğini değerlendiren TCMB, aralık ayında politika faizinin yüzde 39,5'ten yüzde 38'e indirilmesine karar vermiştir. TCMB, ocak ayı toplantısında enflasyonun ana eğiliminin aralık ayında gerilediğini belirtmiş, ocak ayında ise öncü verilerin, aylık tüketici enflasyonunun gıda öncülüğünde arttığına, ana eğilimdeki artışın ise sınırlı olduğuna işaret ettiğini vurgulamıştır. TCMB ayrıca, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının iyileşme işaretleri göstermekle birlikte dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam ettiğinin altını çizmiştir. Bununla birlikte, son çeyreğe ilişkin talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin azalmasına karşın sürdürüğünü ifade eden TCMB, ocak ayında sınırlı bir indirim ile politika faizini yüzde 37 seviyesine getirmiştir.

TCMB, fiyat istikrarı sağlanana kadar sürdürülecek sıkı para politikası duruşunun, talep, kur ve beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini güçlendireceğini vurgulamıştır. TCMB, politika faizine ilişkin atılacak adımların; enflasyon gerçekleşmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini göz önünde bulundurarak ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği sıklığı sağlayacak şekilde belirleneceğini tekrarlamıştır. Politika faizine ilişkin adımların, enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla gözden geçirileceği ifade edilmiş, enflasyon görünümünün ara hedeflerden belirgin bir biçimde ayrışması durumunda, para politikası duruşunun sıkılaştırılacağı belirtilmiştir. TCMB ayrıca, kredi ve mevduat piyasalarında öngörülenin dışında gelişmeler olması halinde parasal aktarım mekanizmasının ilave makroihtiyati adımlarla destekleneceğini ifade etmiştir.

Parasal aktarım mekanizmasını güçlendirmek amacıyla makroihtiyati tedbirlerde bazı güncellemelere gidilmiştir. 12 Aralık 2025 tarihinde yapılan değişiklikle gerçek kişi TL mevduat payı artış hedefleri düşürülmüştür. 8 Ocak 2026 tarihinde TL payı hesaplama dönemi dört haftadan sekiz haftaya çıkarılmıştır. KKM hesap açma ve yenileme işlemlerinin 23 Ağustos 2025 tarihinde sonlandırılmasından önce açılan KKM hesaplarının vadesinin dolması nedeniyle 24 Ocak 2026 tarihinde ilgili Tebliğler yürürlükten kaldırılmıştır. 31 Ocak 2026 tarihinde yabancı para kredilerde sekiz haftalık dönemler için yüzde 1 olan büyüme sınırı yüzde 0,5'e düşürülmüştür. Aynı tarihte, tüketicilere tahsis edilen kredili mevduat hesabı limitlerine büyüme sınırı getirilerek sekiz haftalık dönemler için sınırın yüzde 2 olarak belirlendiği duyurulmuştur.

Zorunlu karşılık oranlarında ve kredi kartı azami faizlerinde değişiklik yapılmıştır. TCMB, 2 Aralık 2025 tarihinde, sadeleşme adımı kapsamında bankaların ve finansman şirketlerinin yurt dışından doğrudan temin ettiği 1 yıldan uzun vadeli yabancı para yükümlülüklerdeki artış tutarına 2025 yıl sonuna kadar yüzde sıfır oranında zorunlu karşılık uygulanmasına ilişkin geçici uygulamanın süresinin uzatılmayacağını duyurmuştur. Ancak, 1 yıldan uzun vadeli yabancı para yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranları düşürülerek uzun vadeli borçlanma teşvik edilmiştir. Aynı tarihli karar ile döviz mevduat/katılım fonları ile kıymetli maden depo hesaplarının zorunlu karşılık oranları eşitlenecek şekilde değişiklik yapılmıştır. 24 Ocak 2026 tarihinde yurt dışından temin edilen 1 yıla kadar vadeli Türk lirası cinsi borçlara uygulanan zorunlu karşılık oranlarının 2 puan artırıldığı duyurulmuştur. 12 Aralık tarihinde duyurulduğu üzere; Türk lirası cinsinden kredi kartı işlemlerinde (nakit çekim ve kullanım işlemleri ile kredili mevduat hesapları dahil) uygulanan aylık azami faiz oranlarında 1 Ocak 2026 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere 25 baz puan indirim yapılmış ve kredi kartı azami faiz oranlarının belirlendiği dönem borcu dilimleri güncellenmiştir. Diğer taraftan, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun 29 Ocak 2026 tarihli kararı kapsamında son ödeme tarihinde dönem borcu kısmen ya da tamamen ödenmemiş bireysel kredi kartı borçlarının yeniden yapılandırılmasında kullanılacak azami akdi faiz oranı referans oran ile sınırlandırılmıştır.

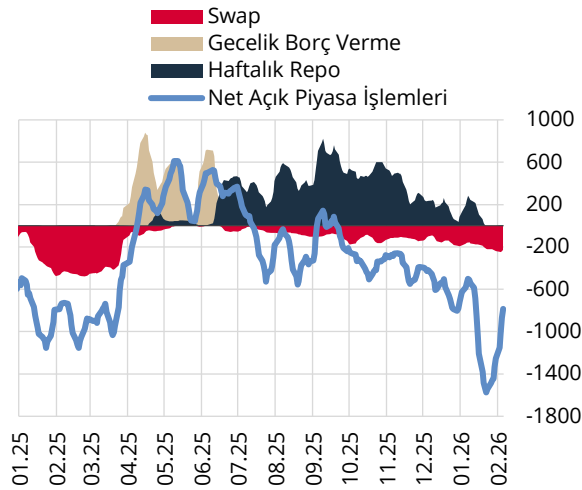
Mevcut Enflasyon Raporu döneminde sistemdeki fazla likidite artış kaydetmiştir. Kasım ayından aralık ayının başına kadar sistemdeki fazla likidite 500 milyar TL etrafında dalgalı bir seyir izlemiştir. Takip eden dönemde Hazine ve Maliye Bakanlığının (HMB) işlemleri ile para tabanı kaynaklı işlemlerin likidite üzerindeki

etkisi sınırlı kalırken, fazla likidite TCMB kaynaklı işlemlerin etkisi ile artış kaydetmiştir. 5 Aralık 2025 tarihinde sistemde bulunan 413 milyar TL fazla likidite artarak 9 Şubat 2026 tarihi itibarıyla 899 milyar TL seviyesine ulaşmıştır (Grafik 1.1.1). 2026 yılı APİ portföy alımlarına ocak ayı ile birlikte başlanmıştır. Bu çerçevede yapılan TCMB doğrudan alım tutarı, 9 Şubat 2026 işlem tarihi itibarıyla nominal 48,9 milyar TL tutarına ulaşmıştır (Kutu 1.1).

Mevcut Rapor döneminde piyasadaki fazla likidite ağırlıklı olarak gecelik vadedeki sterilizasyon işlemleri ile çekilmiştir. Sterilizasyon, ağırlıklı olarak TCMB politika faiz oranından gerçekleşen gecelik vadedeki TL depo alım ihaleleri kanalıyla yapılmıştır. Bu dönemde, sterilizasyon amacıyla ayrıca, bir hafta vadeli altın karşılığı ters swap ihaleleri düzenlenmeye devam edilmiştir. Fazla likiditenin sınırlı bir kısmı ise TCMB gecelik borç alma faiz oranından gerçekleşen gecelik kotasyon işlemleri ile çekilmiştir. 23 Ocak 2026 tarihinden itibaren TCMB, bir hafta vadeli depo alım ihaleleri açarak fazla likiditenin bir kısmını haftalık vadede sterilize etmektedir.

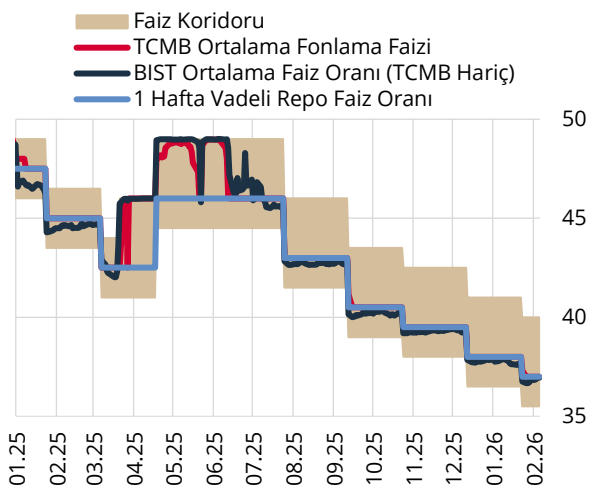
Sistemdeki fazla likiditenin artmasıyla bir hafta vadeli repo ihaleleri kanalıyla yapılan fonlama tutarı gerilemiştir. 3 Kasım 2025 tarihinde 502 milyar TL düzeyinde bulunan haftalık repo stoku, 9 Şubat 2026 itibarıyla 5,0 milyar TL düzeyine inmiştir. TCMB'nin fazla likiditenin sterilizasyonunu ağırlıklı olarak politika faiz oranı üzerinden yapması ile gecelik faiz oranları da TCMB politika faiz oranına yakın düzeylerde seyretmiştir (Grafik 1.1.2).

Grafik 1.1.1: TCMB APİ ve Swap İşlemleri
(1 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar Türk Lirası)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.2: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BİST, TCMB.

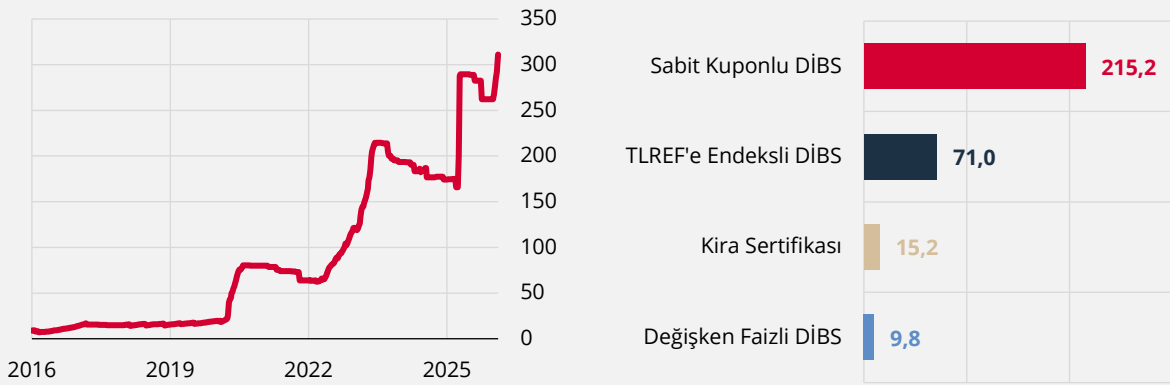
Kutu 1.1

TCMB APİ Portföyü ve Doğrudan Alım İhaleleri

TCMB likidite yönetiminde operasyonel esnekliğin desteklenmesi amacıyla Açık Piyasa İşlemleri (APİ) portföyünde yeterli miktarda Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ve kira sertifikası bulundurmaktadır. APİ portföyünde tutulan kıymetler kısa vadeli faiz oranlarının kontrol edilebilmesini ve sistemdeki likiditenin etkin yönetilmesini sağlamaktadır. Bu kutuda, APİ portföyünün genel görünümü ve doğrudan alım ihaleleri incelenmektedir.

10 Şubat 2026 itibarıyla APİ portföyü büyüklüğü nominal 311,2 milyar TL tutarındadır. Portföyün ortalama vadesi yaklaşık 2,88 yıl seviyesindedir. APİ portföyünün 296 milyar TL'lik kısmı DİBS'lerden 15,2 milyar TL'lik kısmı kira sertifikasından oluşmaktadır (Grafik 1).

Grafik 1. APİ Portföyü ve Kıymet Türü Dağılımı (Nominal, Milyar TL)

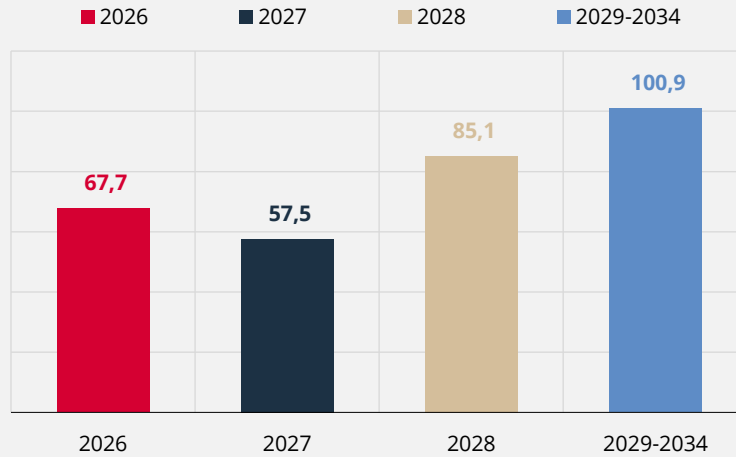


Kaynak: TCMB.

Kaynak: TCMB.

APİ portföyünün toplam nominal tutarının 2026 yılında 67,7 milyar TL'si, 2028 yıl sonuna kadar ise toplam 210,3 milyar TL'lik bölümü itfa olacaktır (Grafik 2). Ayrıca 2026 yılının geri kalanında APİ portföyünde anaparanın yanında 74,6 milyar TL'lik kupon ödemesiyle birlikte 142,3 milyar TL tutarında itfa gerçekleşecektir.

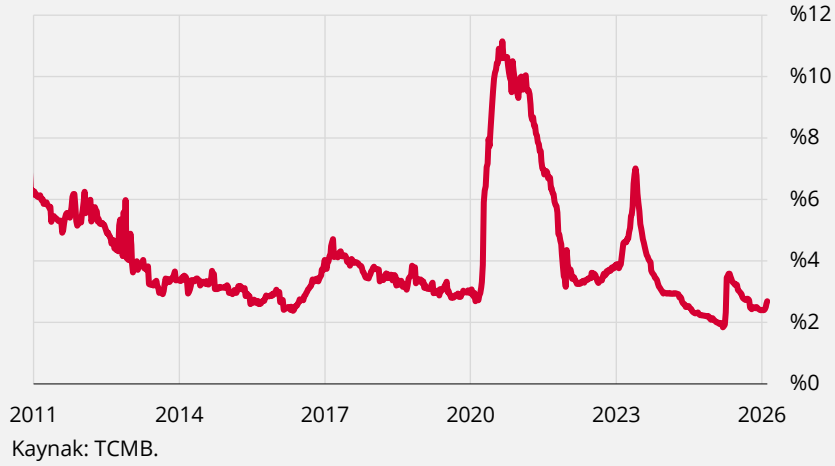
Grafik 2. APİ Portföyü İtfa Profili (Nominal Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

APİ portföyünün analitik bilanço aktiflerine oranı görece portföy büyüklüğünün izlenmesi açısından önemli bir gösterge oluşturmaktadır. 2025 yılında gerçekleştirilen doğrudan alımlarla birlikte portföyün aktiflere oranı yüzde 3,6 seviyesine kadar yükselmiştir. Ancak, portföye itfalar ve analitik bilanço büyümesi nedeniyle yıl sonunda yüzde 2,4 seviyesine gerilemiştir. 2026 yılında gerçekleştirilen doğrudan alım ihaleleri ile birlikte, bu oran, 10 Şubat 2026 itibarıyla, yüzde 2,7 düzeyine ulaşmıştır (Grafik 3).

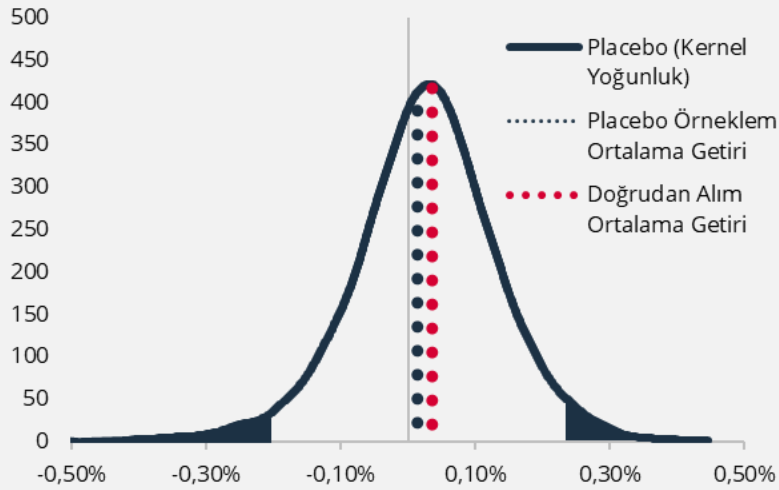
Grafik 3. APİ Portföyünün TCMB Analitik Bilanço Aktiflerine Oranı (%)



Operasyonel esnekliğin korunabilmesi için APİ portföyünün kademeli olarak desteklenmesi önem arz etmektedir. Bu çerçevede, 2026 yılı APİ portföy büyüklüğüne ilişkin detaylar 2026 yılı Para Politikası metninde kamuoyuyla paylaşılmıştır. 2026 Para Politikası metninde, yıllık APİ portföy büyüklüğü nominal 450 milyar TL seviyesinde belirlenirken, bu seviyeye ulaşılması için yıl içinde toplam nominal 255 milyar TL tutarında kıymet alımı yapılması planlanmaktadır.

Bu kapsamda, 2026 yılı ile birlikte geleneksel yöntemle doğrudan alım ihaleleri düzenlenmeye başlanmıştır. İhaleler piyasa likidite koşulları dikkate alınarak perşembe ve cuma günleri düzenlenmiştir. İhaleye konu edilen kıymetler belirlenirken piyasa koşulları dikkate alınmış, kıymet sahipliğinin konsantrasyonu, likiditesi ve benzer kıymetlere kıyasla fiyatlaması gibi faktörler göz önünde bulundurulmuştur. 2026 yılında düzenlenen doğrudan alım ihalelerinde, toplam nominal 55 milyar TL tutarlı ihale duyurulurken, 217,6 milyar TL teklif alınmış ve 48,9 milyar TL doğrudan alım gerçekleştirilmiştir.

Grafik 4. Doğrudan Alım İhaleleri İkincil Piyasa Fiyat Etkisi Placebo Dağılımı (Görelî Getiri, Yoğunluk)



Ayrıca, 2026 yılında gerçekleştirilen ihalelerin ikincil piyasa fiyatları üzerindeki etkisi incelenmiştir (Grafik 4). Bu doğrultuda, piyasadaki sabit kuponlu kıymetlerin temiz fiyatındaki değişimle oluşturulan endeks ile, doğrudan alıma konu olan kıymetlerin ihale günü temiz fiyatındaki değişim karşılaştırılmıştır.¹ İhaleye konu kıymetlerin fiyatlarında ortalama yüzde 0,04 fark olduğu hesaplanmaktadır. Söz konusu fark ihale olmayan günler kullanılarak elde edilen placebo örneklem ortalamalarının dağılımıyla karşılaştırılmıştır. Bu çerçevede, ihaleye konu kıymetlerin ortalama göreceli getirisinin placebo örneklem dağılım ortalama getirisinden farklılaştığı bulgusuna ulaşılamamaktadır. Bulgulara göre 2026 yılında düzenlenen ihalelerin gün, kıymet ve açılan ihale tutarları çerçevesinde piyasa etkisinin sınırlı olduğu sonucu elde edilmektedir.²

2026 yılında gerçekleştirilen doğrudan alımların 32,5 milyar TL'si sabit kuponlu DİBS, 11,3 milyar TL'si TLREF'e endeksli DİBS ve 5,1 milyar TL'si kira sertifikası kıymetlerinden oluşmaktadır. Bu çerçevede, gerçekleştirilen alımlar ile portföy çeşitliliği desteklenirken TCMB'nin geleneksel repo piyasalarında ve Taahhütlü İşlemler Pazarında işlem yapabilme kapasitesi güçlendirilmiştir.

Özetle, 2026 yılı için belirlenen APİ portföy seviyesine ulaşmak amacıyla gerçekleştirilecek olan doğrudan alım tutarının, portföye gerçekleştirilecek olan itfaya kıyasla sınırlı olduğu değerlendirilmektedir. İlave olarak, 2026 yılında gerçekleştirilen doğrudan alımların da belirgin bir piyasa etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. 2026 yılında hedeflenen 255 milyar TL tutarındaki doğrudan alımların, 10 Şubat 2026 itibarıyla, nominal 48,9 milyar TL'lik kısmı gerçekleştirilmiştir. Yılın kalanında kademeli olarak APİ portföyü desteklenmeye devam edilecektir.

¹ İlgili endeks, günlük olarak hesaplanmış olup Borsa İstanbul kesin alım satım pazarında gerçekleşen sabit kuponlu DİBS işlemleri temiz fiyatlarındaki değişimlerin ağırlıklı ortalamasıdır.

² Tahvil piyasası koşulları ve likiditesine göre etkiler değişiklik gösterebilir.

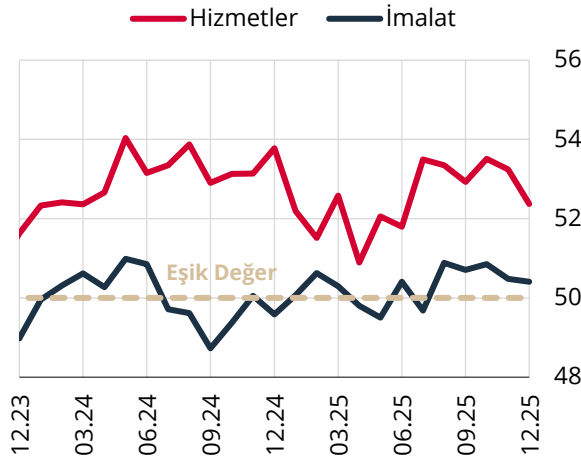
2. Ekonomik Görünüm

2.1 Küresel Ekonomi

Küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizlik azalış eğilimini sürdürmekle birlikte, dönemsel dalgalanmalar sergileyebilmektedir. Son dönemde yeniden canlanan jeopolitik riskler nedeniyle küresel belirsizlik yüksek kalmaya devam etmiştir. Çin ile ABD arasında bir yıllık süre için varılan geçici anlaşma, bazı tarife indirimleri ile yarı iletkenler ve nadir toprak elementlerine ilişkin ihracat kısıtlamalarının kaldırılması ile sonuçlanmıştır. Ayrıca, ABD tarafından, ülkedeki gıda enflasyonu da dikkate alınarak, bazı tarım ürünlerine uygulanan tarifeler düşürülmüştür. Bu gelişmeler neticesinde ticaret gerilimlerinin bir miktar azaldığı görülmekle birlikte, ABD'de tarife uygulamalarına ilişkin yargı sürecinin devam etmesi ile ikili anlaşmalarda yer alan ve tam anlamıyla şeffaf olmayan bazı satın alma ve yatırım taahhütleri belirsizlikleri canlı tutmaktadır. Diğer taraftan, Amerika kıtası ve Orta Doğu'ya ilişkin jeopolitik gelişmeler küresel risk iştahı üzerindeki aşağı yönlü riskleri güçlendirmektedir.

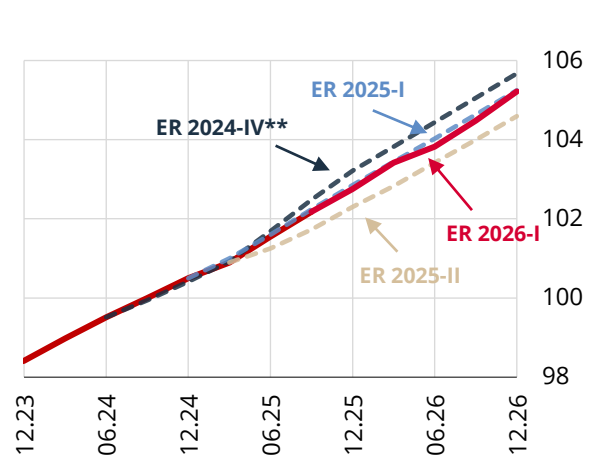
Küresel büyüme görünümünün, 2025 yılı genelinde yüksek belirsizliğe rağmen dirençli kaldığı gözlenmiştir. Verimlilik artışı, maliye ve para politikaları ile küresel finansal koşullar bu dönemde büyümeyi destekleyen önemli unsurlar olmuştur. Küresel PMI endeksleri de belirsizliklerin en üst noktaya ulaştığı nisan ayından sonra belirgin bir toparlanmaya işaret etmektedir (Grafik 2.1.1). Büyüme tahminleri birçok ülkede hem 2025 hem de 2026 yılları için yukarı yönlü güncellenmiştir. ABD'de büyüme, teknoloji yatırımlarının da katkısıyla gücünü korurken işgücü piyasası zayıflama sinyalleri vermektedir. Çin ekonomisi son çeyrekte bir miktar ivme kaybetse de 2025 yılı için yüzde 5'lik büyüme hedefine ulaşmıştır. Korumacılık eğilimlerindeki artışa rağmen Çin ekonomisinin 2024 yılındaki büyüme ivmesini koruduğu görülmektedir (Mercek Altı 2.1). Bu çerçevede Türkiye'nin dış talep görünümü de son dönemde benzer bir toparlanma göstermiştir. İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (İAKB) ticaret gerilimleri öncesine (ER 2024-IV) göre bir miktar ivme kaybetse de endeksin tahmin edilen patikası Mayıs 2025'te yayımlanan Rapor'da (ER 2025-II) gördüğü dip seviyelerin ardından toparlanarak Nisan 2025 öncesi (ER 2025-I) eğilimine yakın bir düzeye ulaşmıştır (Grafik 2.1.2). Diğer taraftan, son dönemde küresel büyüme görünümüne ilişkin riskler aşağı yönde ağırlık kazanmıştır. Yükselen jeopolitik gerilim ve tarifelere ilişkin süregelen belirsizlikler, küresel finansal piyasalar ve tedarik zincirleri açısından risk oluşturmaktadır. Sonuç olarak, küresel büyüme görünümünün gücünü görece koruduğu değerlendirilmekte birlikte, 2026 yılına ilişkin aşağı yönlü risklerin canlı olduğu vurgulanmalıdır.

Grafik 2.1.1: Küresel PMI Endeksleri (Seviye)



Kaynak: S&P Global.

Grafik 2.1.2: İAKB Endeksi*



Kaynak: Consensus Economics, S&P Global.

* İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (İAKB) Türkiye'nin ticaret ortaklarının büyüme oranları ve tahminlerinin ihracat payları ile ağırlıklandırılması ile hesaplanmıştır.

** Kasım 2024 tarihinde yayımlanan Enflasyon Raporu'nda 2026 yılı için İAKB endeksi tahmini yer almamaktadır. Bu nedenle 2025-2026 yılları arasında güncel tahminlerde gözlenen ivme göz önüne alınarak 2026 yılı için bir projeksiyon oluşturulmuştur.

Enerji ve enerji dışı emtia fiyatları arasındaki ayrışma devam ederken değerli metal ve endüstriyel metal fiyatlarındaki yüksek artışlar dikkat çekmektedir. Emtia fiyatları ana endeksi bir önceki Rapor dönemine göre enerji dışı emtia fiyatlarındaki artış kaynaklı yükselmiştir. Bununla birlikte, tüm emtia fiyatlarında yakın dönemde küresel belirsizliklere bağlı dalgalanmalar görülmektedir. Değerli metal fiyatları ocak ayı sonlarında söz konusu belirsizliklerin etkisiyle keskin artış göstermiş, Fed'in yeni başkan adayının açıklanmasıyla hızla gerilemiştir. Güçlü düşüşler sonrasında fiyatların dalgalı seyrini sürdürdüğü görülmektedir. Sonuç olarak, değerli metal fiyatları bir önceki Rapor dönemine göre yüzde 27,7; yıllık bazda ise yüzde 73,7 artmıştır. Alüminyuma ABD tarafından getirilen tarife artışı ve bakırdaki arz kaynaklı sorunlar nedeniyle endüstriyel emtia fiyatlarındaki yükseliş devam etmektedir. Enerji emtia fiyatları üzerinde ise jeopolitik gelişmeler ve mevsim koşulları etkili olmaktadır. Brent petrol fiyatları, ABD-Venezuela arasındaki gelişmeler ve İran'da yaşanan olayların etkisiyle dalgalanma göstermiş ve bir önceki Rapor dönemine göre yüzde 9,0 artarken yıllık bazda yüzde 7,2 oranında azalmıştır. Doğal gaz fiyatlarında ise son dönemde mevsimsel etkiler kaynaklı yüksek bir artış görülmüştür. Tarımsal emtia fiyatları ise bir önceki Rapor dönemine göre yüzde 5,2 oranında düşmüştür (Tablo 2.1.1).

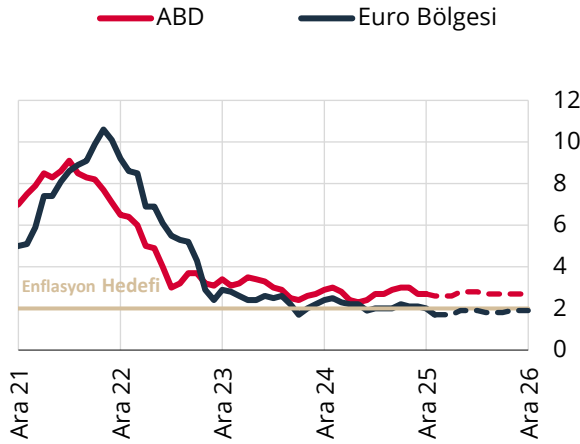
Tablo 2.1.1: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)

	Kasım 2025	Aralık 2025	Ocak 2026	Şubat 2026	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
Emtia Ana Endeksi	1,1	-0,8	3,7	2,5	3,3	5,5
Enerji	2,6	-5,0	1,7	5,3	-8,8	1,6
Tarımsal Emtia	3,1	-1,8	-2,3	-1,7	-14,9	-5,2
Endüstriyel Metal	0,9	5,3	8,9	-0,9	25,0	12,5
Değerli Metal	1,6	7,5	12,1	1,1	73,7	27,7
Enerji Hariç	-0,3	3,3	5,5	0,2	16,9	9,2
Brent Petrol	-1,6	-1,3	6,0	4,8	-7,2	9,0
Doğal Gaz (ABD)	33,4	-1,9	-4,5	-19,1	-9,4	-17,0
Doğal Gaz (Avrupa)	-3,6	-9,9	22,8	-0,2	-32,7	16,1
Kömür	5,8	-1,6	-0,4	6,9	10,1	11,0
Alüminyum	1,2	2,3	8,5	-2,6	15,0	6,6
Bakır	-0,5	7,4	9,2	-0,2	29,2	15,6
Demir	-0,9	2,5	-0,2	-4,9	-4,9	-5,9
Buğday	4,7	-2,2	-1,0	2,3	-8,4	-0,8
Soya	8,6	-4,3	-2,2	3,5	4,7	1,4
Pirinç	-3,8	-3,5	6,1	7,0	-18,6	9,4
Mısır	2,1	2,1	-2,1	-0,3	-11,9	-0,3
Pamuk	-1,0	0,6	1,1	-3,5	-6,5	-6,8
Şeker	-6,0	2,2	-1,0	-3,0	-28,9	-2,2

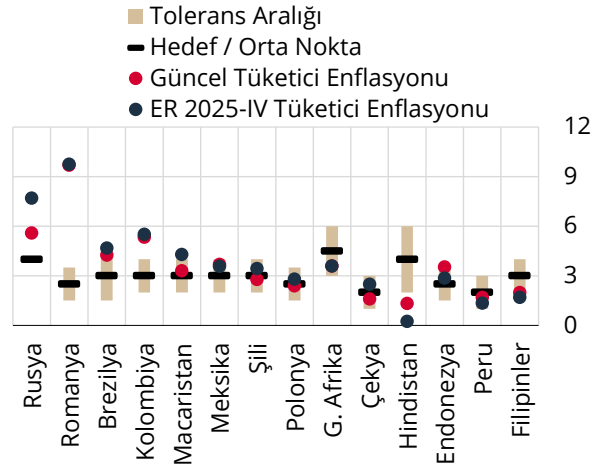
Kaynak: Bloomberg.

* 31 Ekim 2025 ile 6 Şubat 2026 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir. Renklendirmenin kırmızı ve yeşil olması, fiyatlarda sırasıyla artış ve düşüş olduğunu göstermektedir.

Küresel dezenflasyon süreci ülkeler arası farklılaşmalar olmakla birlikte sürmektedir. Rapor dönemi boyunca ABD'de hizmet enflasyonundaki ılımlı düşüş devam ederken tarife adımları kaynaklı olarak dayanıklı mal enflasyonunda süregelen artış aralık ayında hız kaybetmiştir. Gıda, alkol ve tütün ürünleri ile hizmet sektörü enflasyonunun yüksek seyrini sürdürdüğü Euro Bölgesinde ise ulaşım ve enerji sektörleri manşet enflasyonun tekrar hedefe gerilemesinde etkili olmuştur. Manşet enflasyonun 2026 boyunca hem ABD hem de Euro Bölgesinde mevcut seviyelerine yakın şekilde ılımlı seyredeceği tahmin edilmektedir (Grafik 2.1.3). ABD'de, istihdam piyasasına ilişkin aşağı yönlü risklerin güçlenmesi nedeniyle, enflasyonun hedef düzeyine gerilemesinin kademeli gerçekleşmesi beklenmektedir. GOÜ'de enflasyonun seyri farklılaşmaya devam etmekle birlikte birçok ülkede geçtiğimiz Rapor dönemine göre düştüğü gözlenmektedir (Grafik 2.1.4). Ayrıca, 2026 sonu için enflasyon tahminleri de ülkelerin geneli için aşağı yönlü güncellenmiştir. Tarifelerin olası gecikmeli etkileri, artan kamu borçluluğu ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar 2026 yılında küresel enflasyon görünümünü bozabilecek risk unsurları olarak değerlendirilmektedir.

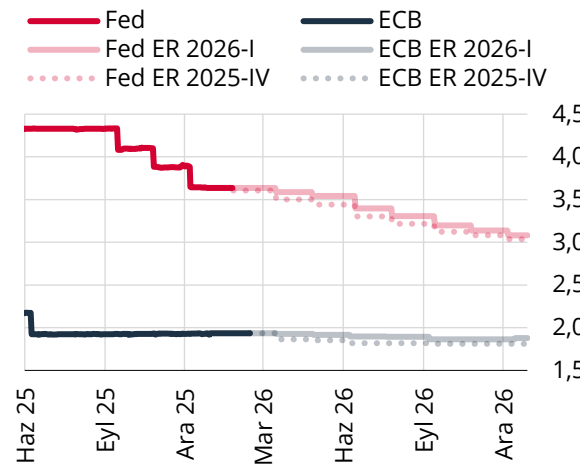
Grafik 2.1.3: ABD ve Euro Bölgesi Enflasyonları ve 2026 Tahminleri (Yıllık, %)

Kaynak: Bloomberg.

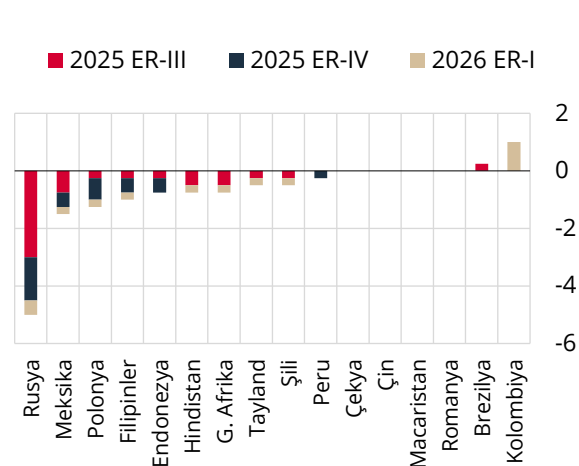
Grafik 2.1.4: Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu (%)

Kaynak: Bloomberg.

Merkez bankaları faiz indirim süreçlerinin sonuna yaklaşırken indirim adımlarının büyüklüğü ve sıklığı ile kalan indirim alanı ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Fed, eylül ve ekim aylarının ardından aralık ayında da politika faizini 25 baz puan indirmiş, ocak toplantısında ise sabit tutmuştur. Piyasalar, 2026 yılında Fed'in politika faizini yüksek olasılıkla iki defa daha indireceğini fiyatlamakla birlikte; beklentiler faiz indirimlerinin yılın ikinci yarısına kalabileceğine işaret etmektedir. Fiyatlanan faiz patikası geçtiğimiz Rapor dönemine göre önemli bir değişim göstermemiş, 2026 yıl sonu için fiyatlanan politika faizi yaklaşık 5 baz puan artmıştır. Diğer taraftan, piyasaların ECB'nin 2026 yılında faiz indirimine gitmesine daha düşük olasılık atfettiği ve fiyatlanan politika faizi patikasının daha da düzleştiği görülmektedir. Bu çerçevede ECB'nin indirim sürecini tamamladığı değerlendirilmektedir (Grafik 2.1.5). Diğer yandan, Rapor döneminde İsrail Merkez Bankası 50 baz puan; Yeni Zelanda ve İngiltere merkez bankaları ise 25'er baz puanla faiz indirimlerine devam ederken Japonya 25 baz puan artışla para politikasında sıkılaşmayı sürdürmüştür. Ayrıca, Avustralya Merkez bankası da artan enflasyonist baskılara vurgu yaparak politika faizini 25 baz puan artırmıştır. Söz konusu dönemde GOÜ'de de indirim süreçleri, adım büyüklükleri ve sıklıklarında farklılık olmakla birlikte devam etmiştir (Grafik 2.1.6). Rapor döneminde, Rusya Merkez Bankası 50 baz puan; Güney Afrika, Hindistan, Meksika, Polonya, Tayland, Şili ve Filipinler 25'er baz puan faiz indirimine giderken Kolombiya Merkez Bankası politika faizini 100 baz puan artırmıştır. Çin ise büyümeyi destekleyici bazı parasal genişleme adımları atmıştır. Vadeli işlemlerin ima ettiği politika faizleri, geçtiğimiz Rapor dönemlerine benzer şekilde, GOÜ merkez bankalarının parasal sıkılığı koruyacak şekilde politika faizlerini enflasyon beklentilerinin üzerinde belirlemeye devam edeceklerine işaret etmektedir.

Grafik 2.1.5: Politika Faizleri ve Piyasa Fiyatlamalarının İma Ettiği Faiz Patikaları (Efektif, %)

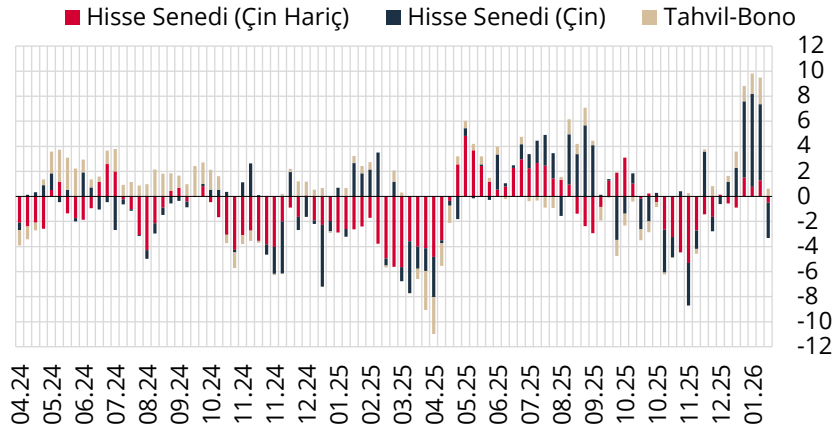
Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.1.6: GOÜ Politika Faiz Değişimleri (% Puan)

Kaynak: Bloomberg.

Küresel belirsizlikler ile birlikte GOÜ'lere yönelen portföy akımlarındaki dalgalı seyir devam etmektedir. Rapor döneminde süregelen ticaret gerilimleri ve jeopolitik gelişmelere ek olarak Fed ve Japonya Merkez Bankası'nın para politikasına ilişkin beklentileri GOÜ'lere olan portföy hareketlerinde dalgalanmalara neden olmuştur (Grafik 2.1.7). Birikimli olarak bakıldığında, 31 Ekim 2025 – 6 Şubat 2026 döneminde tahvil piyasalarına fon girişi olurken Çin hariç GOÜ hisse senedi piyasalarından fon çıkışı gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde, Çin'e yönelik hisse senedi yatırımlarında ise net giriş olduğu görülmektedir. Küresel ekonomi ve ticaret politikalarına ilişkin azalmakla birlikte devam eden belirsizlikler ile son dönemde artan jeopolitik riskler GOÜ'ye yönelen portföy hareketleri üzerinde önemli risk faktörleri olmayı sürdürmektedir. Gelişmiş ülkelerin 2026 yılında izleyecekleri para politikası da portföy hareketleri üzerinde etkili olabilecektir. ABD'de artan politika ödünleşmesi Fed politikasına ilişkin belirsizliği artırmaktadır. Diğer taraftan, Japonya Merkez Bankası'nın faizleri dördüncü kez artırarak yüzde 0,75 düzeyine çekmesi, parasal sıkılaşmaya giderek tahvil alımlarını azaltması ve ileride daha fazla faiz artırımı yapabileceğine dair verdiği sinyaller ile birlikte Banka'nın gelecekte atabileceği adımlar küresel finansal piyasaları olumsuz etkileme potansiyeline sahiptir (Mercek Altı 2.2).

Grafik 2.1.7: Gelişmekte Olan Ülkelere Haftalık Yönelen Portföy Akımları (4 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar ABD Doları)



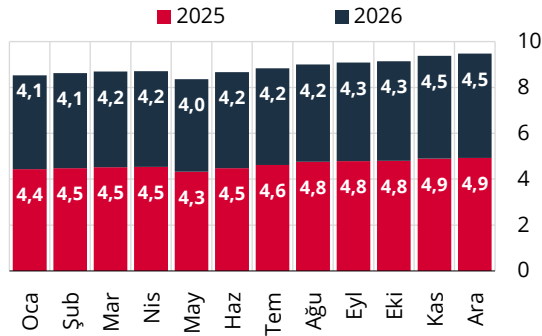
Kaynak: IIF.

Mercek Altı 2.1

2025 Yılında Çin Ekonomisinde Büyüme ve Dış Talep

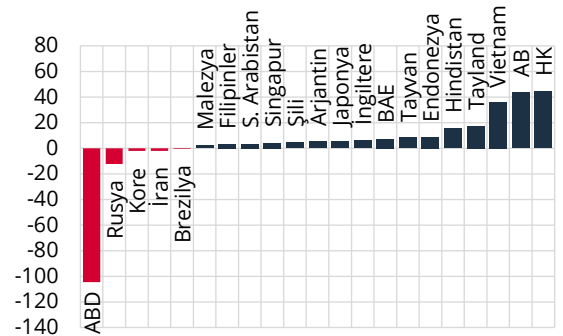
Ticaret gerilimlerine ve ABD ile karşılıklı uygulanan korumacı önlemlere karşın Çin'de iktisadi faaliyet yıl boyunca dirençli bir seyir izlemiştir. Büyüme tahminleri mayıs ayında dip seviyeye geldikten sonra hızlı bir şekilde toparlanmış ve bir ay sonrasında hem 2025 hem de 2026 yılları için mart ayı düzeylerine dönmüştür. Yıl içinde açıklanan büyüme verileri her seferinde beklentileri aşmış ve GSYH sürekli olarak tahmin edilen patikaların üzerinde seyretmiştir. Yıl sonu itibarıyla yüzde 5 oranında gerçekleşen büyüme oranı mayıs tahmininin 0,7 puan üzerinde kalırken 2026 yılına ait güncel tahmin de mayıs tahmininin yarım puan üzerindedir (Grafik 1).

Grafik 1: Büyüme Beklentileri (%)



Kaynak: Consensus Economics.

Grafik 2: Seçili Ülkelere İhracat (2025-2024 Farkı, Milyar ABD Doları)



Kaynak: Çin Gümrük İdaresi, TCMB hesaplamaları.

Çin'de ihracatın artan tarife oranlarına karşın güçlü seyretmesi büyüme görünümündeki direnci destekleyen önemli bir unsur olmuştur. Çin ekonomisinde ihracat 2025 yılına göre yaklaşık 196 milyar ABD doları artış ile bir önceki yılın yüzde 5,5 üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durum ilk bakışta tarife artışlarının etkisinin sınırlı kalmış olabileceği izlenimi yaratsa da ülke ve sektör dağılımı incelendiğinde tarife etkisi açıkça görülmektedir. ABD'ye olan ihracat bir önceki yıla göre 104 milyar ABD doları azalmıştır. Bu değer 2024 yılına göre yaklaşık yüzde 20'lik bir düşüşe karşılık gelmektedir. Buna karşın Çin ekonomisinin ABD ile olan ihracat kaybını Avrupa Birliği ve Asya piyasalarından fazlası ile telafi edebildiği görülmektedir (Grafik 2). Sektörel bir inceleme yapıldığında da ABD payının yüksek olduğu oyuncak, ayakkabı, mobilya gibi sektörlerde ihracat kayıpları dikkat çekmektedir. Diğer taraftan Çin'in hızlı büyüyen ihracat kalemleri olan elektrikli araçlar, piller, gemicilik ve yarı iletkenler gibi sektörlerde ABD pazarına bağımlılığın sınırlı olması ihracatın güçlü seyrini koruyabilmesi açısından önemli bir rol oynamıştır.

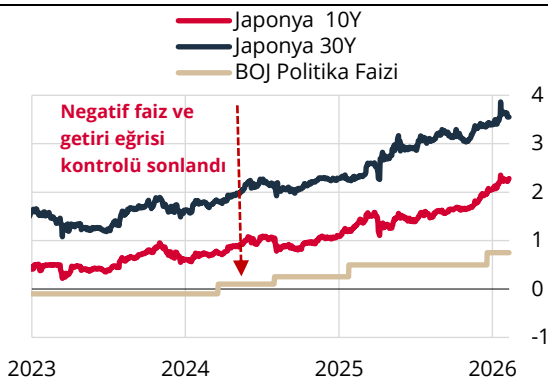
Mercek Altı 2.2

Japonya Para Politikasının Küresel Piyasalar Üzerindeki Olası Etkileri

Japonya Merkez Bankası'nın (Boj) yendeki değer kaybını önlemeye yönelik atabileceği olası adımlar küresel piyasalar açısından riskler barındırmaktadır. Boj'un 2016 yılından beri sürdürdüğü negatif politika faizi ve getiri eğrisi kontrolü politikalarını Mart 2024'te sonlandırması, Banka'nın tahvil piyasasındaki baskısını azaltırken uzun vadeli getirilerin hızla yükselmesine neden olmuştur. Ağustos 2024'te Boj'un politika faizini tekrar artırması, daha önce düşük yen faizinden borçlanan küresel yatırımcıların yen pozisyonlarını hızla kapatmasını tetiklemiş; bu da yenin güçlenmesi ve finansal varlık pozisyonlarındaki değişimler aracılığı ile küresel piyasalarda oynaklığın artmasına neden olmuştur. Bu dönemde Boj'un para politikasındaki normalleşmeye paralel olarak uzun vadeli faizlerdeki yükseliş sürmüştür. Ancak söz konusu artış, politika iletişimi ve zayıf büyüme görünümünün etkisiyle görece sınırlı kalmıştır (Grafik 1).

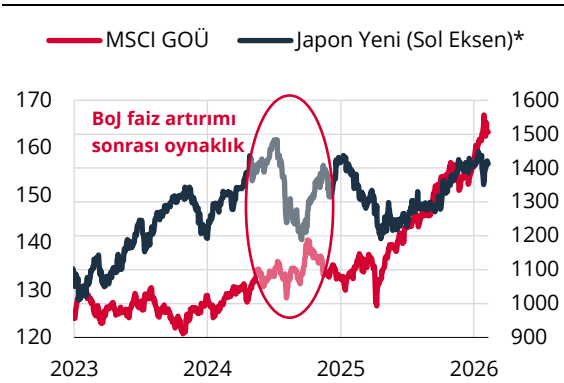
2025'te faiz artırımlarına devam eden Boj'un daha kararlı normalleşme algısı ve enflasyonist risklerin artışı, Japon uzun vadeli faizlerinin son dönemde tekrar ve daha hızlı bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Şubat ayında yapılan erken genel seçimler, mali genişleme yanlısı mevcut iktidarın güçlenmesiyle sonuçlanmış olup, tahvil faizlerini yukarı yönlü etkileyen bir diğer unsur olmuştur. Bununla birlikte ücret artışları ve çekirdek enflasyondaki artışın kalıcı olacağı yönündeki beklentiler, risk primi üzerinden de getirileri yukarı yönlü etkilemektedir. Bu çerçevede, yen cinsinden ucuz borçlanma olanaklarının daha da daralması olasılığı, küresel risk iştahında zayıflamaya yol açarak gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi ve döviz piyasaları üzerinde eşanlı baskı oluşturma potansiyeli taşımaktadır (Grafik 2).

Grafik 1: Japonya Uzun Vadeli Tahvil Getirileri ve Politika Faizi (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2: Japon Yeni ve MSCI GOÜ Hisse Senedi Endeksi



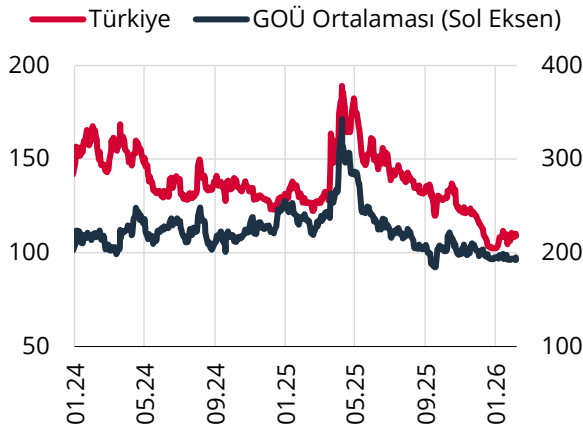
Kaynak: Bloomberg.

* Bir ABD dolarına karşılık gelen Japon yenini göstermektedir.

2.2 Finansal Koşullar

Rapor döneminde gelişmekte olan ülkelere portföy girişlerinde dalgalı bir seyir gözlenirken son dönemde yeniden artan jeopolitik riskler nedeniyle küresel belirsizlik yüksek seyrini sürdürmektedir. Rapor döneminde jeopolitik gelişmeler nedeniyle küresel belirsizlikler artmış, TL varlıklara yönelik portföy girişleri devam etmiştir. Bu görünüm altında, Türkiye CDS primi, GOÜ risk primlerinin ortalamasına yakınsayarak, 6 Şubat itibarıyla 218 baz puan düzeyine gerilemiştir (Grafik 2.2.1). Mevcut Enflasyon Raporu döneminde GOÜ varlıklarına girişler dalgalı seyrine devam ederken ocak ayında bir miktar hızlanmıştır. Söz konusu gelişmeler ışığında, Türkiye Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) piyasasına 6,5 milyar ABD doları, hisse senedi piyasasına ise 2,5 milyar ABD doları olmak üzere toplamda 9,0 milyar ABD doları net portföy girişi kaydedilmiştir (Grafik 2.2.2).

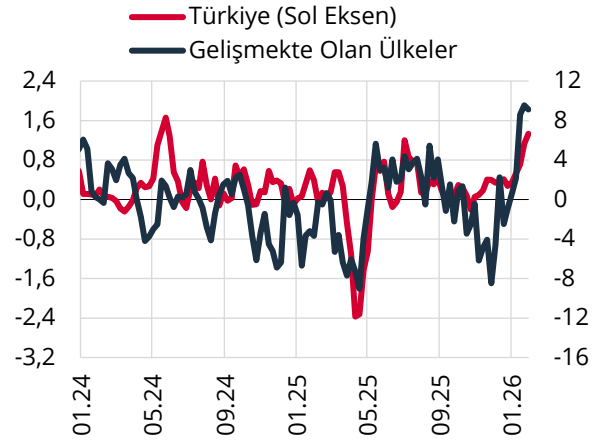
Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke CDS Primleri* (5 Yıl Vadeli, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

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

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

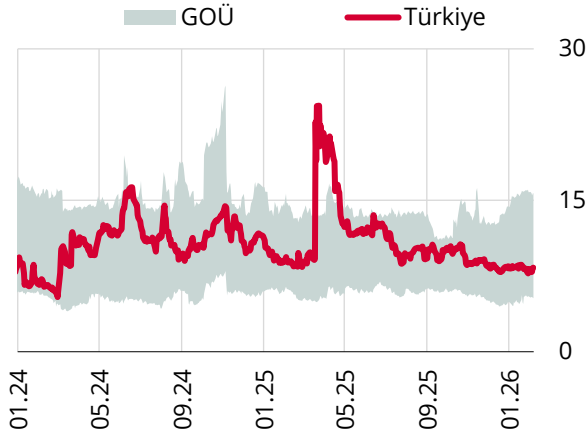


Kaynak: IIF, TCMB.

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

Türk lirasının ima edilen oynaklığı gerilemiştir. Mevcut Rapor döneminde kur oynaklıkları sınırlı miktarda düşmüştür. Bu doğrultuda, Türk lirasının ima edilen oynaklığı 1 ay vadede yüzde 8,3 düzeyinde, 12 ay vadede ise yüzde 18,1 seviyesinde bulunmaktadır (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). Bir ay vadeli kur oynaklığı GOÜ ortalamalarına yakın seyrederken 12 ay vadeli oynaklıklardaki yüksek seyir uzun vadeye ilişkin risk algısının devam ettiğini göstermektedir.

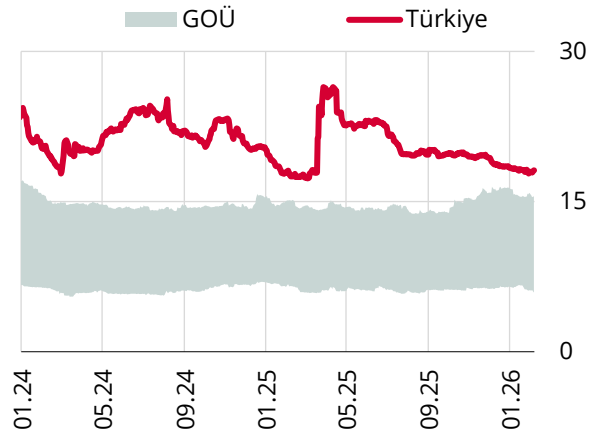
Grafik 2.2.3: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı* (ABD Dolarına Karşı, 1 Ay Vadeli, %)



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, %)

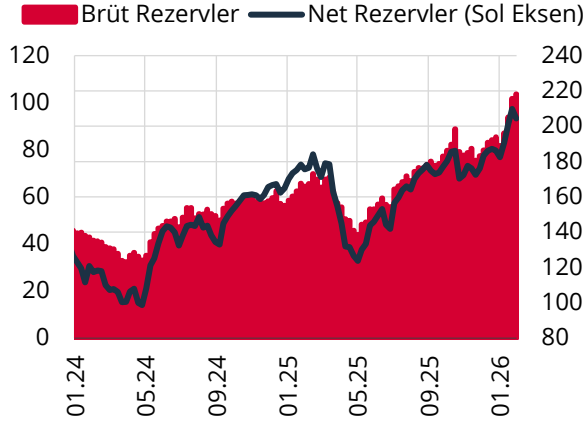


Kaynak: Bloomberg.

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

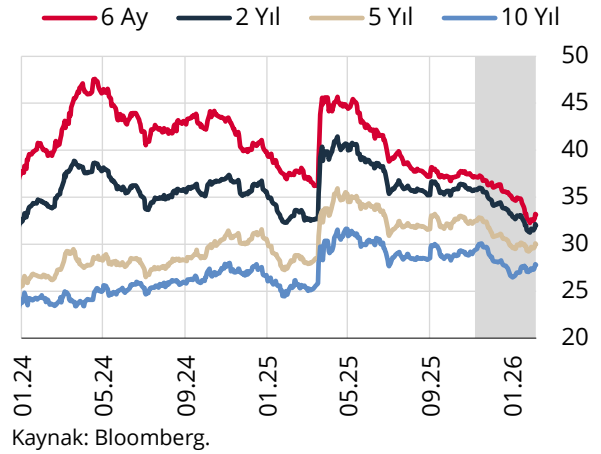
TCMB rezervlerindeki artış eğilimi devam etmektedir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde, TCMB brüt uluslararası rezervleri, güçlü artış sergileyen altın fiyatlarının da etkisiyle 32,7 milyar ABD doları artarak 218,2 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir (Grafik 2.2.5). Sıkı parasal duruşun TCMB rezervlerine sağladığı katkının devam etmesi beklenirken küresel risk iştahındaki değişiklikler rezervlerde dalgalanmalara yol açabilecektir.

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)

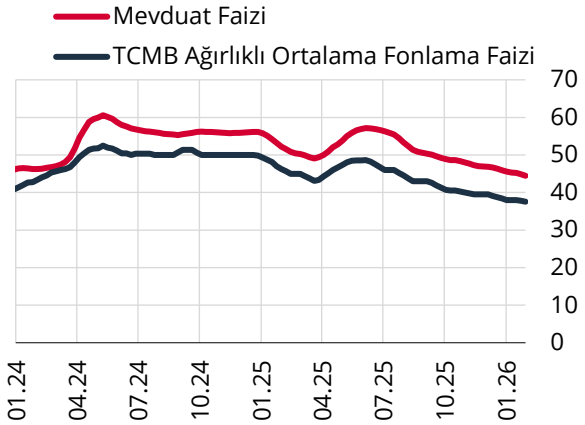


Kaynak: Bloomberg.

DİBS getirileri mevcut rapor döneminde gerilemiştir. Mevcut Rapor döneminde, DİBS getirilerinde kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere bütün vadelerde gerileme gözlenirken uzun vadelerdeki katılık devam etmektedir (Grafik 2.2.6). 22 Ocak 2026 tarihindeki Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında politika faizinde indirimle gidilmiş ve takip eden toplantılarda politika faizine ilişkin atılacak adımların büyüklüğünün, enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla gözden geçirileceği belirtilmiştir. Yurt içi ve küresel gelişmelere bağlı olarak TL varlıklara yönelik risk algısının iyileşmesiyle birlikte DİBS getirilerinin enflasyon ve para politikası görünümü ile daha uyumlu hale gelmesi beklenmektedir.

Mevcut Rapor döneminde finansal koşullardaki sıkılık korunmuştur. 12 Aralık ve 23 Ocak tarihlerindeki PPK toplantılarında politika faizinde yapılan sırasıyla 150 ve 100 baz puanlık indirimlerin mevduat ve kredi faizlerine yansıdığı gözlenmektedir. 30 Ocak itibarıyla mevduat faiz oranları yüzde 43,7 seviyesine gerilemiştir (Grafik 2.2.7). Söz konusu haftada TL ticari kredi faiz oranları yüzde 46,1, ihtiyaç kredisi faiz oranları ise yüzde 60,3 olarak gerçekleşmiştir. Konut kredisi faiz oranları 30 Ocak itibarıyla yüzde 35,9; taşıt kredisi faiz oranları ise yüzde 36,2 olmuştur (Grafik 2.2.8). Mevcut Rapor döneminde gerçekleşen ve beklenen enflasyona göre hesaplanan kredi ve mevduat faizlerindeki pozitif reel faiz seviyesinde önemli bir değişim gözlenmemiştir. Bunun yanında, parasal aktarım mekanizması ilave makroihtiyatı adımlarla desteklenmiştir. Bu adımların finansal koşullardaki sıkılığa destek vereceği değerlendirilmektedir.

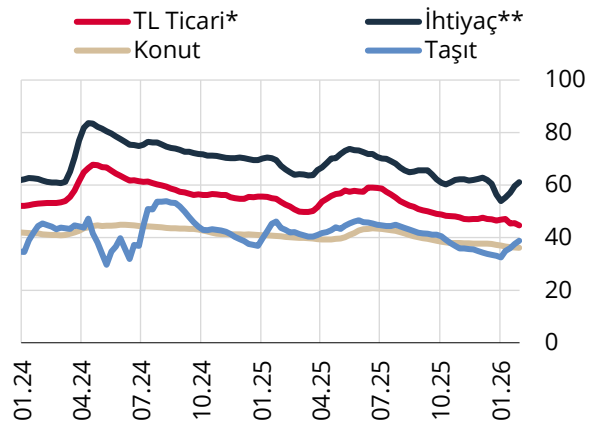
Grafik 2.2.7: Türk Lirası Fonlama Faizleri* (4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



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.

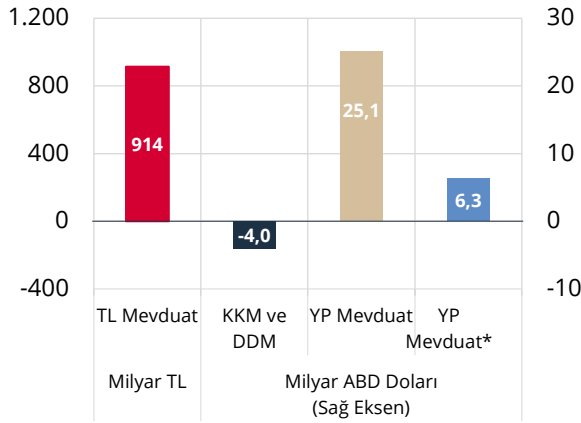
* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

** Kredili mevduat hesapları hariç.

*** Kredi faizleri bileşik faizdir.

Bankaların mevduat kompozisyonunda TL payı tarihsel ortalamasına yakın seyretmeye devam etmektedir. Para politikasındaki sıkı duruşun etkisiyle mevcut Rapor döneminde mudilerin TL tercihi devam etmiş ve TL mevduat 914 milyar TL yükselmiştir. 23 Ağustos 2025 itibarıyla KKM hesap açma ve yenileme işlemlerinin sonlandırılmasının etkisiyle KKM bakiyesi mevcut Rapor döneminde 4 milyar ABD doları azalarak neredeyse sıfır seviyesine gerilemiştir. Diğer taraftan, EUR/USD paritesi ile altın ve kıymetli maden fiyatlarındaki artış mevcut Rapor döneminde YP mevduat bakiyesinin 25,1 milyar ABD doları yükselmesine neden olmuştur. Fiyat ve parite etkilerinden arındırıldığında YP mevduattaki artış daha sınırlı olmaktadır (Grafik 2.2.9). YP mevduatlardaki bu artışın bir kısmının KKM hesaplarının yenilenmemesinden kaynaklandığı değerlendirilmektedir. TL mevduat payı yüzde 60 seviyesindeki istikrarlı seyrini sürdürmektedir (Grafik 2.2.10). Bankalara esneklik tanımak amacıyla TL payı hesaplama dönemi dört haftadan sekiz haftaya çıkarılmış ve TL payı hedeflerinin sağlanamaması halinde uygulanacak komisyon oranları düşürülmüştür. Son olarak, döviz ve altın fiyatlarında gözlenen oynaklıkların TL payı hesaplamasındaki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla döviz kuru ve kıymetli maden fiyatlarının 3 aylık yerine 6 aylık dönem ortalamasının kullanılmasına yönelik değişiklik yapılmıştır.

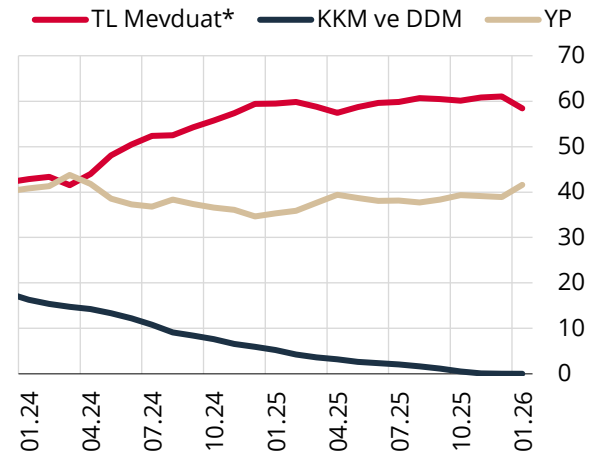
Grafik 2.2.9: Mevduat Değişimi
(30 Ocak 2026-24 Ekim 2025)



Kaynak: TCMB.

*Parite ve fiyat etkisinden arındırılmış değişimi göstermektedir. TL mevduat KKM ve DDM hariçtir. YP mevduat değişimleri yurt içi şubelerdeki yurt içi yerleşiklerin mevduat değişimidir.

Grafik 2.2.10: Mevduat Kompozisyonu (% Pay)



Kaynak: TCMB.

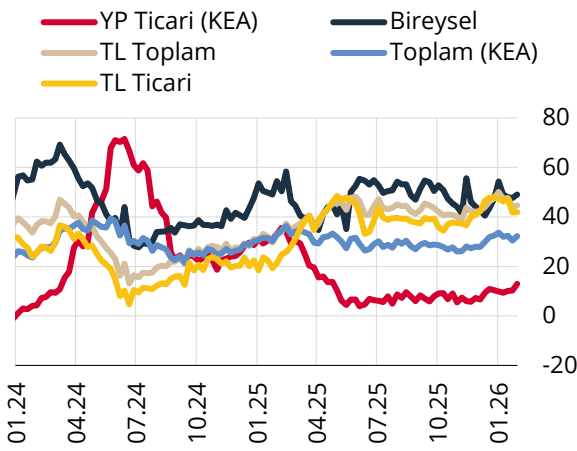
* TL mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

Toplam ticari kredi büyümesinde yıl sonu bilanço dönemi kaynaklı hızlanma görülmektedir. Mevcut Rapor döneminde YP ticari krediler kredi büyüme kısıtlarının ima ettiği oranların sınırlı bir miktar üzerinde seyrederken TL ticari kredilerde hızlanma görülmüştür. TL ticari kredi büyümesinin hızlanmasında bankaların yıl sonu bilanço dönemi kaynaklı kredi kullanım istahının artmasının da etkili olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim, 2026 yılbaşından bu yana TL ticari kredi büyümesinin bir miktar yavaşladığı gözlenmektedir. Kur etkisinden arındırılarak hesaplanan 13 haftalık yıllıklandırılmış YP ticari kredi büyümesi 30 Ocak itibarıyla yüzde 13,0; TL ticari kredi büyümesi yüzde 41,9 seviyesindedir. Kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi de mevcut Rapor döneminde artarak söz konusu haftada yüzde 27,1 olmuştur (Grafik 2.2.11). TCMB, 31 Ocak 2026 tarihinde YP kredilerin sekiz haftalık dönemler için yüzde 1 olan büyüme sınırının yüzde 0,5'e düşürüleceğini duyurmuştur.

Bireysel kredi büyümesini ihtiyaç kredileri ve bireysel kredi kartları sürüklemektedir. Bireysel kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı mevcut Rapor döneminde bir miktar hızlanmış ve 30 Ocak itibarıyla yüzde 49,1 olarak gerçekleşmiştir. Bireysel kredi büyümesinin artışında, 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı yüzde 57,3'e yükselen ihtiyaç kredileri etkili olmuştur. Mevcut Rapor döneminde konut kredisi büyümesi sınırlı gerilerken bireysel kredi kartlarının büyümesi ise bir miktar yükselmiştir. 2024 yılının ikinci çeyreğinden bu yana negatif bölgede olan taşıt kredi büyümesi ise yıl sonu kampanyalarının etkisiyle pozitif seviyelere yükseldikten sonra tekrar gerilemiştir. 30 Ocak itibarıyla 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı konut, bireysel kredi kartları ve taşıt kredilerinde sırasıyla yüzde 34,4, yüzde 47,9 ve yüzde eksi 4,4 seviyesindedir (Grafik 2.2.12). TCMB, 31 Ocak 2026 tarihinde kredili mevduat hesabı limitlerine büyüme sınırı getirmiş ve sekiz haftalık dönemler için büyüme sınırını yüzde 2 olarak belirlemiştir. Ayrıca, BDDK'nın 30 Ocak 2026 tarihindeki duyurusu ile bireysel kredilere yönelik düzenlemelerde değişikliğe gidilmiştir.

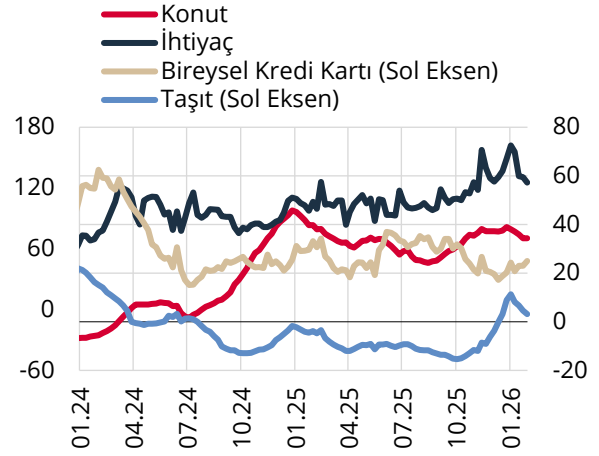
Konut kredilerinin kredi değer oranında birinci ve ikinci el konut ayrımı kaldırılarak, C enerji sınıfına sahip konutlar da avantajlı kredi değer oranı uygulanan konutlar kapsamına alınmıştır. Böylece, ikinci el konutlar için kredi değer oranları artırılırken değeri 10 milyon TL üzeri olan ikinci el konutlara da kredi finansman imkânı tanınmıştır. Kredi kartı limitlerinin 1 Ocak 2027 tarihine kadar ispata elverişli olarak değerlendirilen belgeler üzerinden belirlenen gelirle uyumlu hale getirilmesi ve tüm bankalardaki toplam kart limiti 400.000 TL'nin üzerinde olan kartlardaki kullanılmayan limitlerin (eğitim ve sağlık hariç) kısmi oranda azaltılmasına yönelik değişiklik yapılmıştır. KMH limiti müşterinin bankalarca ispata elverişli belgeler üzerinden tespit edilen aylık ortalama gelirinin azami iki katı olarak belirlenmiş, eğitim ödemeleri amacıyla bireysel müşterilere tanınan KMH limitleri bu sınırlamadan muaf tutulmuştur. Ayrıca, uluslararası düzenlemelerle uyumlu bir şekilde kullanılmayan KMH limiti için bankaların sermaye yükümlülükleri artırılmıştır. Son olarak, dönem borcu kısmen ya da tamamen ödenmemiş olan bireysel kredi kartları ile ödemesi 30 günden fazla gecikmiş ihtiyaç kredilerinin azami 48 ay vadeyle yeniden yapılandırılabilmesine imkân sağlanmıştır. Bu değişikliklerin bireysel kredi büyümesi üzerindeki etkileri yakından takip edilecektir.

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



Kaynak: TCMB.

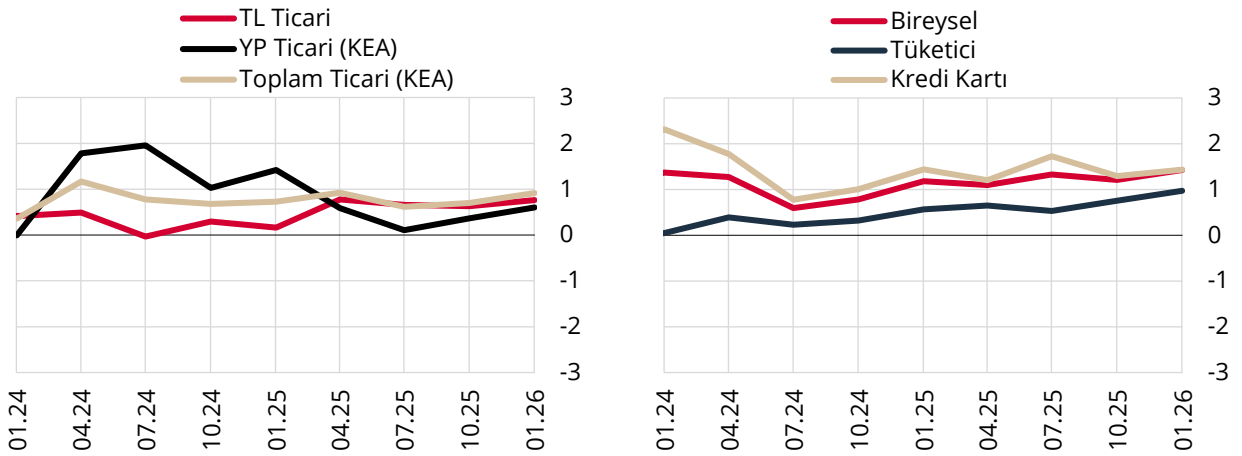
Grafik 2.2.12: Bireysel Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

Reel kredi kullanımı ticari ve bireysel kredilerde uzun dönem ortalamalarının bir miktar üzerinde seyretmektedir. Kur etkisinden arındırılmış reel standardize toplam ticari (KEA) kredi değişimi mevcut Rapor döneminde TL ve YP krediler kaynaklı bir miktar yükselerek uzun dönem ortalamasının üzerinde kalmaya devam etmiştir. Bireysel kredilerin standardize reel değişimlerinin mevcut Rapor döneminde yükselmesinde hem ihtiyaç kredileri hem de bireysel kredi kartları etkili olmuştur. Kredi kartlarının reel standardize değişimleri tüketici kredilerinininkinin üzerinde kalmaya devam etmektedir (Grafik 2.2.13).

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



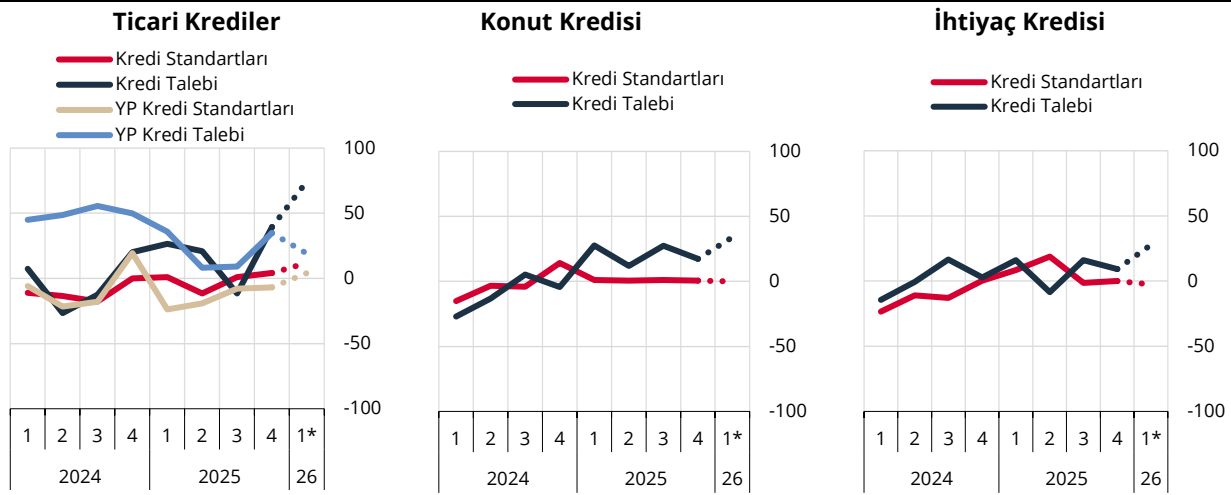
Kaynak: TCMB.

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

Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne (BKEA) göre, bankalar 2026 yılının ilk çeyreğinde ticari kredi talebinin artmasını ve ticari kredi standartlarının gevşemesini beklemektedir. Ticari kredi standartları 2025 yılı üçüncü çeyreğinden sonra bankaların likidite pozisyonları ve finansmana erişim olanaklarının iyileşmesinin etkisiyle bir miktar gevşemeye başlamıştır. 2025 yılının son çeyreğinde ticari kredi talebi, firmaların stok artırımını ve işletme sermayesi ihtiyaçları nedeniyle yükselmiştir. 2026 yılının ilk çeyreğinde de bankalar ticari kredi standartlarının gevşemeye ve kredi talebinin artmaya devam etmesini beklemektedir. YP ticari kredilerde ise 2025 yılı son çeyreğinde kredi büyüme kısıtlarının etkisiyle kredi standartları sıkılığını korumakla birlikte YP kredi talebindeki artış devam etmiştir. 2026 yılının ilk çeyreğinde bankalar YP ticari kredi standartlarında sınırlı gevşeme ile YP kredi talebinde bir miktar artış beklemektedir (Grafik 2.2.14).

BKEA'ya göre 2026 yılının ilk çeyreğinde ihtiyaç ve konut kredi standartlarının yatay seyredeceği, kredi talebinin ise artmaya devam edeceği beklenmektedir. 2025 yılının son çeyreğinde bankaların kredi standartları değişmezken konut ve ihtiyaç kredi talebi yükselmiştir. 2026 yılının ilk çeyreği için bankaların beklentileri hem konut kredilerinde hem de ihtiyaç kredilerinde standartların değişmeyeceği fakat talebin belirgin bir şekilde artacağı yönündedir. (Grafik 2.2.14).

Grafik 2.2.14: Kredi Standartları ve Kredi Talebi



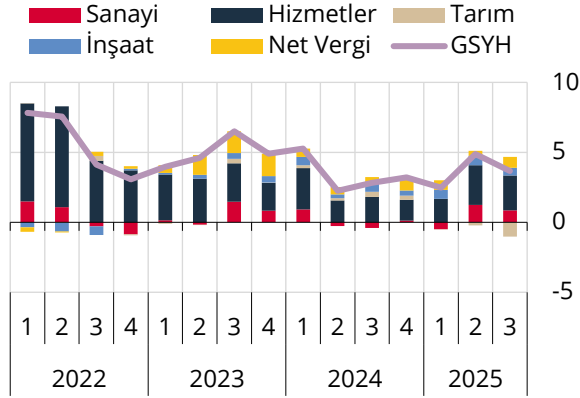
Kaynak: BKEA, TCMB.

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

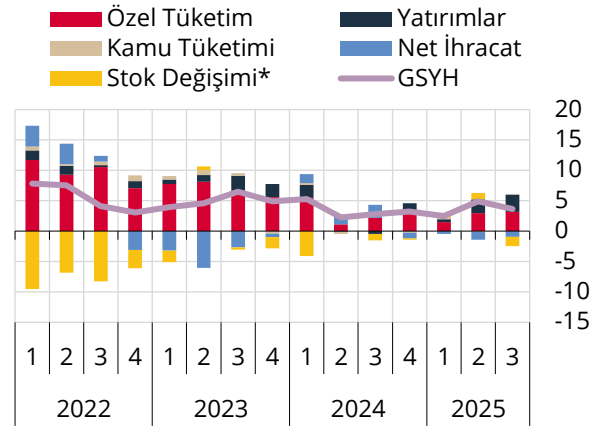
2.3 İktisadi Faaliyet

Arz ve Talep Gelişmeleri

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), 2025 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık ve çeyreklik bazda sırasıyla yüzde 3,7 ve yüzde 1,1 oranlarında artmış, dönemlik büyüme öngörülenden yüksek gerçekleşmiştir. Don ve kuraklık olayları nedeniyle bitkisel üretimdeki gerilemenin etkisiyle tarım katma değeri bu dönemde yıllık bazda yüzde 12,7 oranında azalmış ve büyümeyi sınırlamıştır. Tarım sektörü hariç tutulduğunda büyümenin daha yüksek gerçekleştiği gözlenmiştir. Üretim yönünden değerlendirildiğinde, üçüncü çeyrekte hem yıllık hem de çeyreklik büyümenin temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmuş, sanayi ve inşaat sektörleri de büyümeye pozitif katkı yapmıştır (Grafik 2.3.1). Harcama yöntemiyle incelendiğinde, bu dönemde özel tüketim ve toplam yatırımların yıllık büyümeye pozitif katkı verdikleri görülmüştür (Grafik 2.3.2). Çeyreklik bazda ise yılın ilk iki çeyreğinde gerileyen özel tüketim üçüncü çeyrekte artarken toplam yatırımlar yılın ikinci çeyreğinin ardından bu dönemde de büyümeyi desteklemiştir. Üçüncü çeyrekte çeyreklik bazda mal ve hizmet ithalatında düşüş, ihracatında ise artış gerçekleşmiştir. Böylelikle net ihracatın çeyreklik büyümeye katkısı pozitif yönde olmuştur. Bu çerçevede, ikinci çeyrekte hızlanan iktisadi faaliyet, üçüncü çeyrekte bir miktar yavaşlayarak çeyreklik potansiyeline yakın bir büyüme sergilemiştir.

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

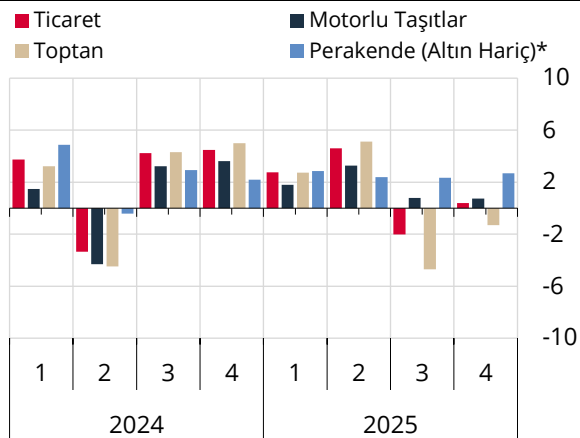
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

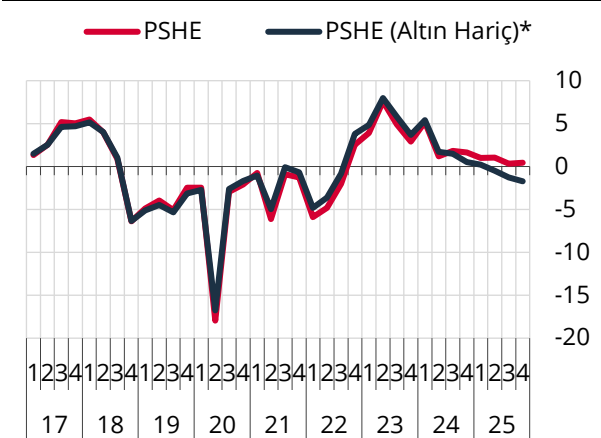
* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiki sapmayı içermektedir.

2025 yılının son çeyreğine ilişkin göstergeler talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin azalmasına karşın sürdürdüğünü ima etmektedir. Aralık ayında perakende satış hacim endeksinde aylık bazda yüzde 1,7, çeyreklik bazda ise yüzde 4,0 oranında artış gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.3). Söz konusu dönemde, altın hariç perakende satışlar bir önceki çeyreğe kıyasla bir miktar hızlansa da eğiliminin altında seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.3.4). Aynı dönemde ticaret satış hacim endeksi, aylık bazda yüzde 2,1 oranında artmış, çeyreklik bazda ise toptan ticaretteki azalış kaynaklı olarak yüzde 0,4 ile sınırlı oranda yükselmiştir. Beyaz eşya ve otomobil satışları son çeyrekte artmıştır (Grafik 2.3.5). Son dönemde elektrikli araçlarda ürün çeşitliliğinin ve tüketici ilgisinin artması ile otomobil pazarında yapılan marka bazlı kampanyalar da otomobil satışlarını desteklemektedir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, yılın son çeyreğinde kayıtlı iç piyasa siparişlerinde artışa işaret etmiştir. Ocak ayı verileri söz konusu eğilimin devam ettiğini göstermektedir. Kartla yapılan harcamalar 2025 yılının son çeyreğinde artışını sürdürürken ocak ayına ilişkin veriler zayıf seyretmektedir. Diğer yandan, kart kullanım oranında son yıllarda görülen artışın da kart harcamaları üzerinde yukarı yönlü etki yarattığı değerlendirilmektedir. Nitekim, kart harcamalarının yakın dönem eğiliminin altında seyretmesi de bu değerlendirme ile uyumludur (Grafik 2.3.6). Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden edinilen tespitler de çeyreklik olarak sınırlı artışla birlikte iç talepteki ılımlı seyrin devam ettiğini teyit etmektedir (Kutu 2.1). Ocak ayında yapılan görüşmelere göre ise, yılın ilk çeyreği için yurt içi satışlarda sınırlı yavaşlama mevcuttur. Özetle, yakın döneme ilişkin veriler, talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin azalmasına karşın sürdürdüğünü göstermektedir.

Grafik 2.3.3: Satış Hacim Endeksleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)

Kaynak: TÜİK.

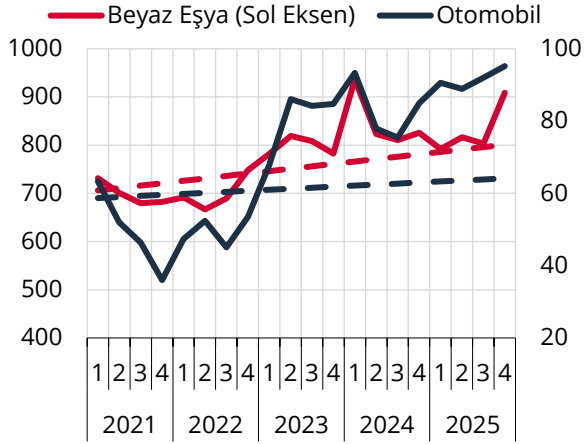
* Altın hariç PSHE, TÜİK tarafından saat ve mücevher kalemi hariç olarak açıklanan perakende satış hacmini göstermektedir.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

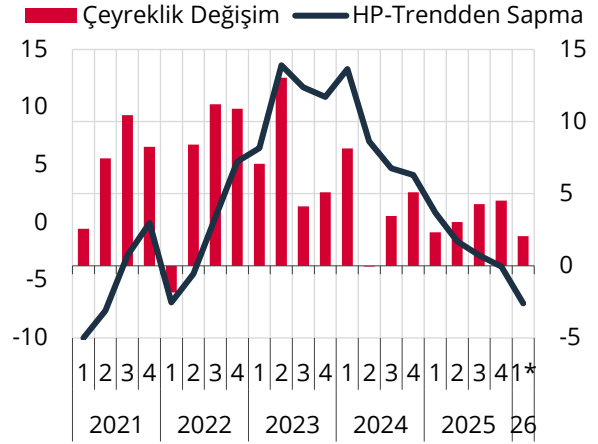
Grafik 2.3.5: Beyaz Eşya ve Otomobil Satışları* (Bin Adet, Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış)



Kaynak: ODMD, TCMB, TURKBESD.

* Kesikli çizgiler 2010-2018 dönemi eğilimini göstermektedir.

Grafik 2.3.6: Kartla Yapılan Harcamalar** (Reel, %)



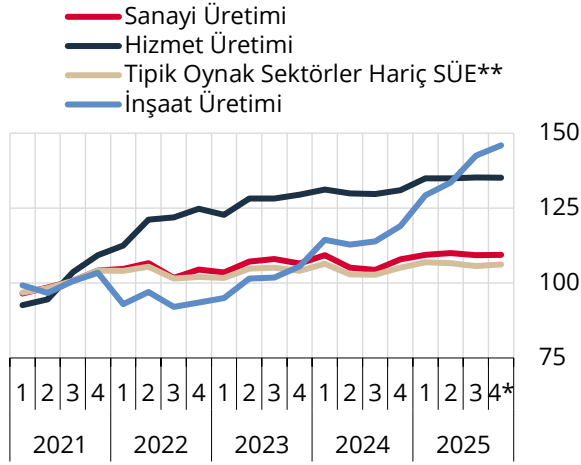
Kaynak: TCMB.

* 18 Ocak itibarıyla.

** TÜFE ile reelleştirilmiştir.

Sanayi ve hizmet üretim endeksleri dördüncü çeyrekte yatay bir seyir izlemiştir. Aralık ayında sanayi üretim endeksi, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak aylık bazda yüzde 1,2 oranında artarken takvim etkilerinden arındırılmış olarak yıllık bazda yüzde 2,1 oranında azalmıştır. Çeyreklik bazda sanayi üretimi, dördüncü çeyrekte yataya yakın seyretmiştir (Grafik 2.3.7). Ana eğilimi izlemek amacıyla tipik oynaklık sergileyen diğer ulaşım ve benzeri sektörler dışlandığında, sanayi üretiminin çeyreklik bazda sınırlı artış kaydettiği görülmektedir. Hizmet üretim endeksi kasım ayında sınırlı artmıştır. Çeyreklik bazda ise ikinci çeyrekte başlayan yatay seyrin yılın son çeyreğinde de devam ettiği görülmektedir. İnşaat üretim endeksi ise, kasım ayı itibarıyla yılın dördüncü çeyreğinde çeyreklik bazda yüzde 2,4 oranında yükselmiştir. İmalat sanayine yönelik anket göstergeleri, dördüncü çeyrek için sektör faaliyetinde artışa işaret etmiştir. Bu dönemde, mevcut üretim ve siparişlere ilişkin anket göstergeleri bir önceki çeyreğe göre iyileşme kaydetmiştir. PMI üretim göstergesi, son çeyrekte eşik değerinin altında kalmakla birlikte yükselmiştir (Grafik 2.3.8). Ocak ayı anket verileri imalat sanayinde üretim faaliyeti için ayırışan bir görünüm sunmuştur. İktisadi yönelim anketi firmaların mevcut üretim seviyesinde iyileşme ima ederken PMI göstergesi gerilemiştir. Kapasite kullanım oranı ılımlı bir yükselişle dördüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla 0,3 puan artmıştır. Söz konusu artış eğilimi ocak ayında da sürmüştür. Özetle, yılın son çeyreğinde üretim göstergeleri hem sanayi hem de hizmet üretiminde yataya yakın bir görünüme işaret etmektedir. Anket bazlı göstergeler ise yılın son çeyreğinde imalat sanayi faaliyetinde artış ima etmektedir. Ocak ayı verileri de imalat sanayi firmalarının toplam siparişlerinde sınırlı bir artışa işaret etmektedir.

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

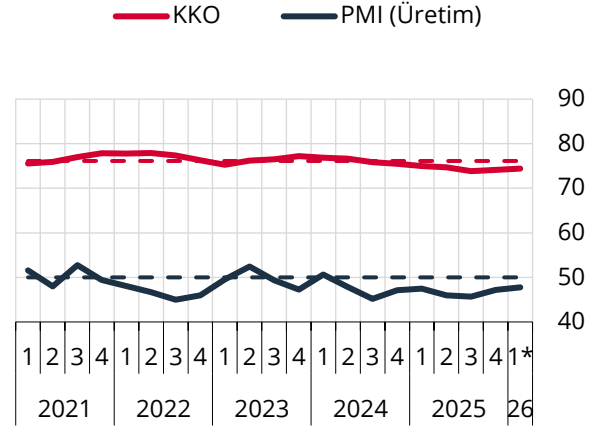


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Hizmet ve inşaat üretim endeksleri kasım ayı itibarıyla.

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

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



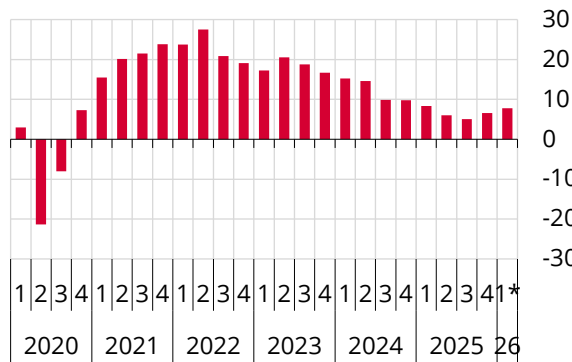
Kaynak: S&P, TCMB, TÜİK.

* Ocak ayı verisidir.

** Kesikli çizgiler KKO için 2007-2024 ortalaması, PMI için 50 eşik değeridir.

İmalat sanayi firmalarının yatırım beklentilerindeki iyileşme ocak ayında devam etmiştir. 2023 yılı ikinci yarısından itibaren gerilemekte olan firmaların yatırım eğilimi 2025 yılının son çeyreğinde artmıştır (Grafik 2.3.9). Taşıt ve diğer ulaşım hariç sermaye malları üretiminde dördüncü çeyrekte sınırlı artış gerçekleşmiş ve taşımacılık araçları hariç sermaye malları ithalatı çeyreklik bazda yükselmiştir (Grafik 2.3.10). Ocak ayı itibarıyla İktisadi Yönelim Anketi verileri, yatırım beklentilerinde aylık ve çeyreklik bazda iyileşmeye işaret etmektedir.

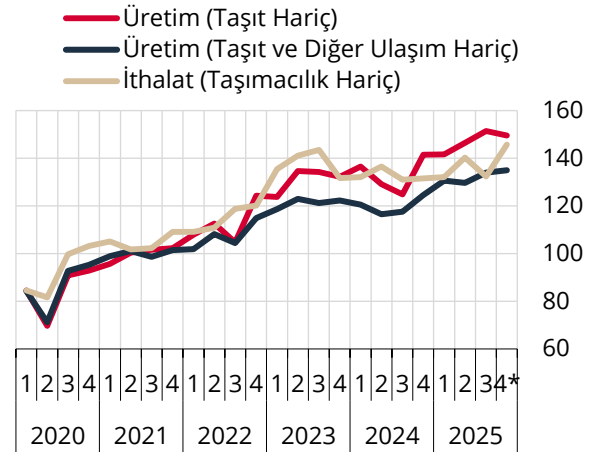
Grafik 2.3.9: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması Beklentileri (Artacak-Azalacak, Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

* Ocak ayı verisidir.

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



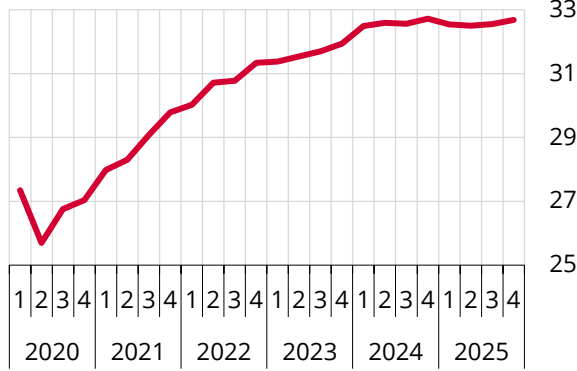
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Miktar endeksleri kasım ayı itibarıyladır.

İşgücü Piyasası Gelişmeleri

İstihdam yılın son çeyreğinde artış göstermiştir. Mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin çeyreklik ortalamalarına göre istihdam son çeyrekte yüzde 0,4 oranında (136 bin kişi) artmıştır (Grafik 2.3.11). Bu dönemde mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı çeyreklik bazda 0,2 puan azalırken işgücüne katılım oranı yatay seyretmiştir (Grafik 2.3.12). İşsizlik oranı üzerinde, nüfus artışının 0,18 puan artırıcı, istihdamdaki artışın 0,38 puan azaltıcı etkisi olmuştur (Grafik 2.3.13). Katılım oranı ise 0,03 puan ile sınırlı artırıcı etkide bulunmuştur.

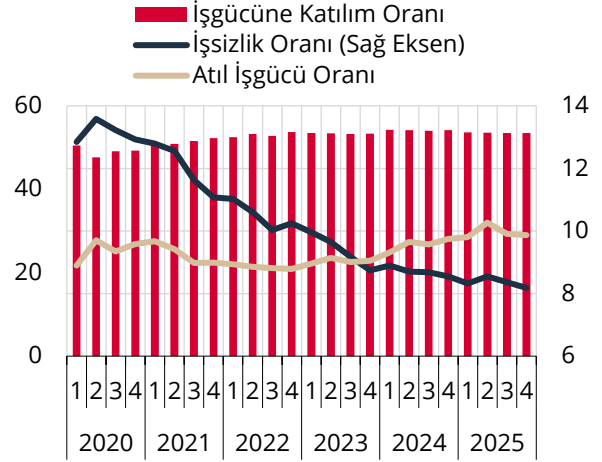
Grafik 2.3.11: Toplam İstihdam*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

* Son çeyrek, aylık bazda yayımlanan verilerin ortalamasıdır.

Grafik 2.3.12: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, %)

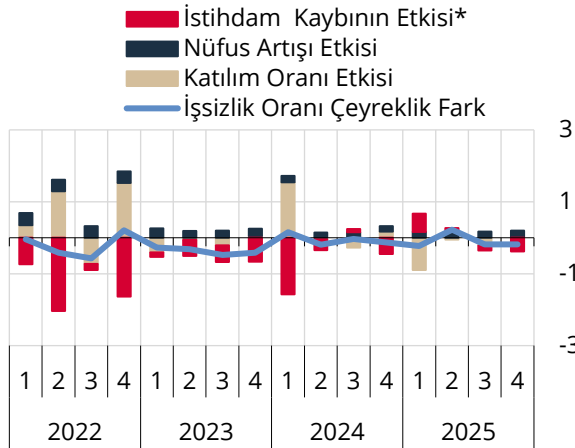


Kaynak: TÜİK.

* Son çeyrek, aylık bazda yayımlanan verilerin ortalamasıdır.

İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğine kıyasla daha az sıkıdır. Dördüncü çeyrekte, işgücü piyasasının tamamlayıcı göstergelerinden olan atıl işgücü oranı yüksek seviyesini korumuştur. Bu dönemde Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi (BİPE) artış kaydetmekle birlikte sıfır seviyesinin altındaki seyrini sürdürmektedir (Grafik 2.3.14). Kariyer.net toplam iş ilanı başına başvuru sayısı bir miktar gerilemekle birlikte yüksek seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.15). Bu çerçevede, işgücü piyasasının işsizlik oranının ima ettiği kadar sıkı olmadığı değerlendirilmektedir.

Grafik 2.3.13: Toplam İşsizlik Oranı Değişimine Katkılar**
(Mevsimsellikten Arındırılmış, % Puan)

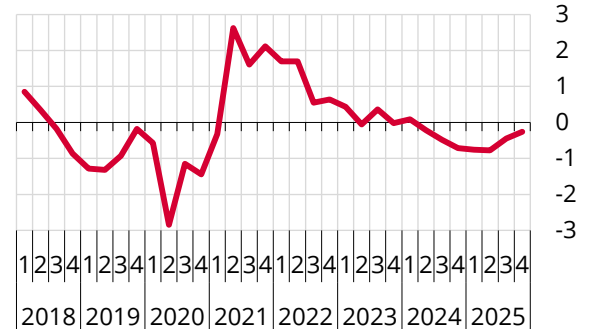


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

** Son çeyrek, aylık bazda yayımlanan verilerin ortalamasıdır.

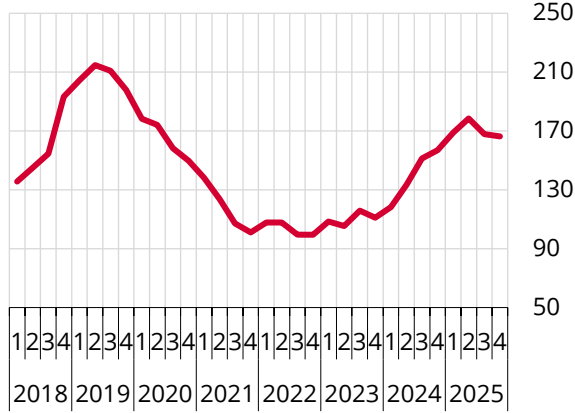
Grafik 2.3.14: Bileşik İşgücü Piyasası Endeksi
(Standardize Edilmiş Değerler)



Kaynak: TCMB.

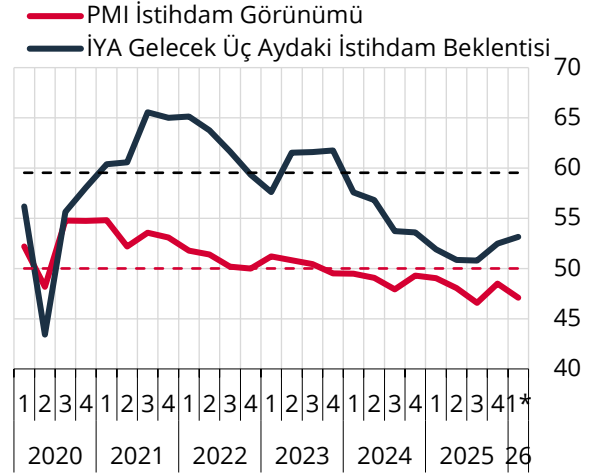
Anket göstergeleri, imalat sanayi firmalarının geleceğe yönelik istihdam beklentilerinde tarihsel ortalamasının altındaki seyrin devamına işaret etmektedir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, dördüncü çeyrekte firmaların istihdam beklentilerinin önceki çeyreğe göre artmakla birlikte tarihsel ortalamasının altında seyretmeye devam ettiğini göstermektedir (Grafik 2.3.16). Bununla birlikte, ocak ayına dair anket verileri istihdam beklentilerinde aylık bazda bir miktar düşüş ima etmektedir.

Grafik 2.3.15: Kariyer.net Toplam İlan Başına Başvuru Sayısı (Mevsimsellikten Arındırılmış) (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: Kariyer.net, TCMB.

Grafik 2.3.16: Sanayi Sektöründe İstihdam Görünümü ve Beklentisi** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Artacak-Azalacak)



Kaynak: S&P Global, TCMB.

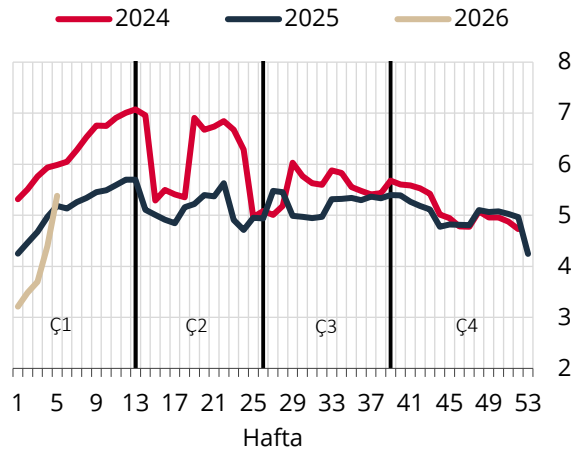
* Ocak ayı verisidir.

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

Yüksek frekanslı veriler, işgücü talebinin ve arzının önceki yıla kıyasla zayıf olduğunu ima etmektedir.

Kariyer.net'ten alınan verilere göre, yeni iş ilanları ve toplam iş başvuruları ocak ayı itibarıyla geçen seneki seviyelerine yakın seyretmektedir (Grafik 2.3.17 ve Grafik 2.3.18).

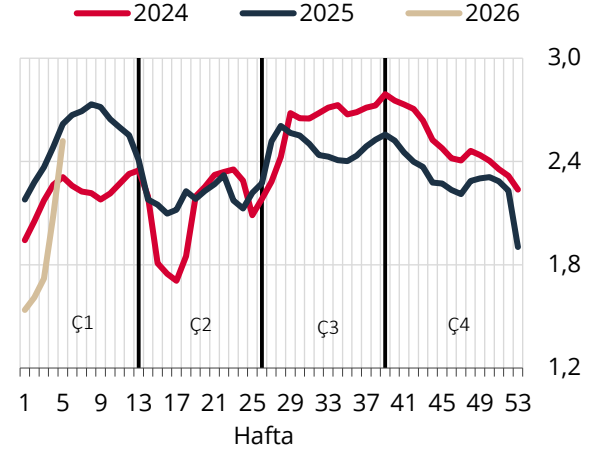
Grafik 2.3.17: Yeni İş İlanı* (4 Haftalık Ortalama, Bin Adet)



Kaynak: Kariyer.net.

* Son gözlem 31 Ocak itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

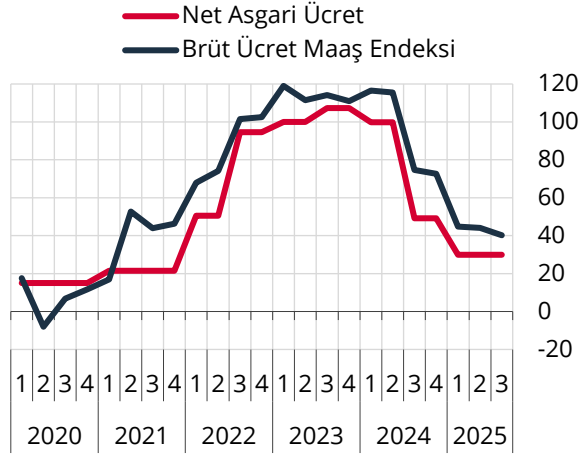
Grafik 2.3.18: Toplam İş Başvurusu* (4 Haftalık Ortalama, Milyon Adet)



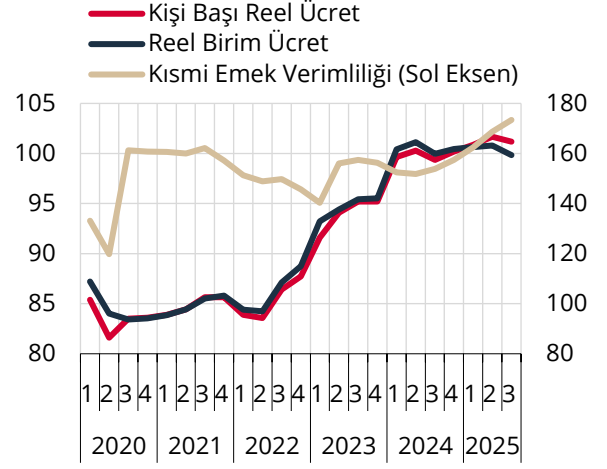
Kaynak: Kariyer.net.

* Son gözlem 31 Ocak itibarıyladır. Dikey çizgiler çeyrek başlangıçlarını göstermektedir.

Tarım dışı nominal ücretlerdeki yıllık artış oranı 2025 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 40,3 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.19). Üçüncü çeyrekte tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam) artışını sürdürmüştür. Kişi başı reel ücretlerdeki düşüşün yanı sıra verimlilikteki artışın etkisiyle tarım dışı reel birim ücretler (kişi başı reel ücret/verimlilik) üçüncü çeyrekte azalmıştır (Grafik 2.3.20).

Grafik 2.3.19: Tarım Dışı Ücret Endeksi ve Net Asgari Ücret (Nominal, Yıllık % Değişim)

Kaynak: ÇSGB, TCMB, TÜİK.

Grafik 2.3.20: Tarım Dışı Kısmi Emek Verimliliği*, Kişi Başı Reel Ücret ve Reel Birim Ücret (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2021=100)**

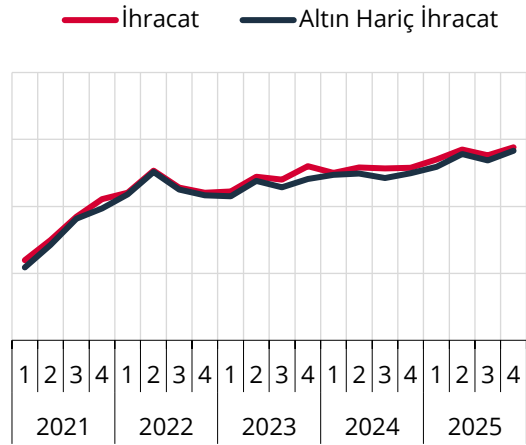
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam.

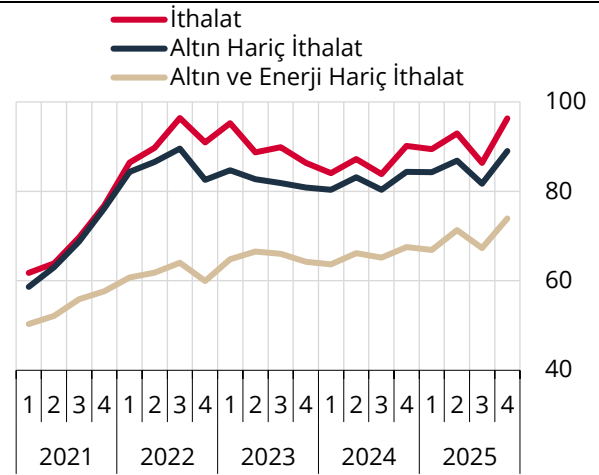
** Kişi başı reel ücret/verimlilik. Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

2025 yılının son çeyreğinde hem ihracat hem de ithalat artmıştır. Yılın son çeyreğinde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ve altın hariç ihracat bir önceki çeyreğe göre artmıştır (Grafik 2.3.21). Bu dönemde yurt dışı talep ılımlı seyrederken ihracattaki artışın temel belirleyicisi ihracat fiyatlarındaki yükseliş olmuştur. Diğer ulaşım, fabrikasyon metal, makine teçhizat, motorlu kara taşıtları ve elektrikli teçhizat ihracatı toplam ihracat büyümesine pozitif katkı yaparken petrol, diğer imalat, deri, temel eczacılık ve kâğıt ürünleri ihracatı negatif katkı yapmıştır. Son çeyrekte mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ithalattaki artışın yaklaşık üçte ikisi altın ve enerji hariç ithalattaki yükselişten kaynaklanmıştır (Grafik 2.3.22). Bu dönemde, küresel altın fiyatlarındaki yükselişle desteklenen altın ithalatı da güçlü seyretmiş ve üçüncü çeyreğe kıyasla yaklaşık 2,7 milyar dolar artmıştır. Enerji ithalatındaki yükseliş ise görece daha sınırlı seviyede olmuştur. Geniş ekonomik grupların sınıflamasına (BEC) göre tüm ana sektörlerin ithalatında artış gerçekleşmiştir. Yatırım ve ara malı gruplarında gözlenen artış, tüketim malları grubuna göre daha belirgin olmuştur. Böylece, tüketim malları dışındaki gruplarda ithalat ikinci çeyrek seviyesinin üzerine çıkmıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığı, son çeyrekte artmıştır. Yıl geneline bakıldığında ise 2025 yılında ihracat yüzde 4,4 artışla 273,4 milyar dolara (2024 yılı 261,8 milyar dolar), ithalat ise yüzde 6,2 artışla 365,4 milyar dolara (2024 yılı 344 milyar dolar) yükselmiştir. Böylelikle, dış ticaret açığı bir önceki yıla göre 9,8 milyar dolar artışla 92 milyar dolar olmuştur. Altın hariç tutulduğunda ise dış ticaret açığındaki yıllık yükseliş 3,3 milyar dolar ile daha sınırlı gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, geçici dış ticaret verileri ocak ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak ihracatta ve ithalattaki gerileme ile birlikte dış ticaret açığında sınırlı artışa işaret etmiştir.

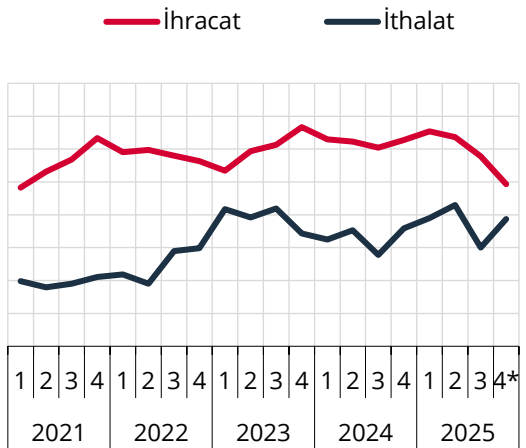
Grafik 2.3.21: İhracat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 2.3.22: İthalat (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

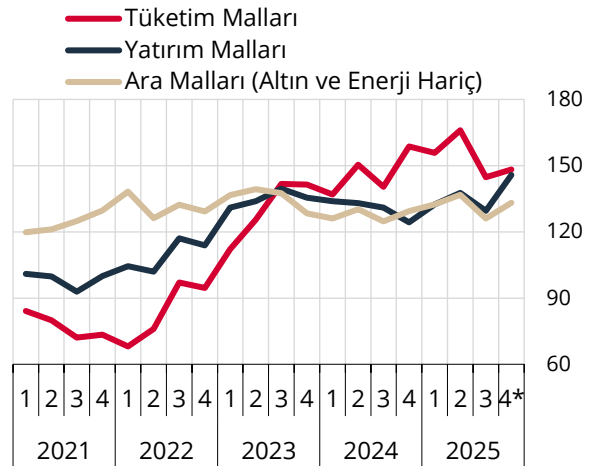
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Son çeyrekte ihracat miktar endeksi gerilerken ithalat miktar endeksi artmış, dış ticaret haddi yükselişini sürdürmüştür. Kasım ayı itibarıyla dördüncü çeyreğe ilişkin dış ticaret miktar endeksleri, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak çeyreklik bazda ihracatta gerilemeye, ithalatta ise artışa işaret etmektedir (Grafik 2.3.23). İhracat miktar değişimine sektörler bazında bakıldığında, motorlu kara taşıtları, makine teçhizat, içecekler ve deri ürünleri sektörlerinin pozitif, ana metal, temel eczacılık, bilgisayar-elektronik ve kimya ürünleri sektörlerinin ise negatif katkı yaptığı görülmektedir. İthalat miktarındaki artış alt gruplar geneline yayılırken bu artış üçüncü çeyrekteki düşüşü büyük ölçüde telafi eder nitelikte olmuştur (Grafik 2.3.24). Öte yandan, dış ticaret haddindeki iyileşme dördüncü çeyrekte devam etmiştir (Grafik 2.3.25). Bu dönemde ithalat fiyatları ılımlı artışını sürdürürken ihracat fiyatlarında daha kuvvetli bir artış gözlenmiştir. Yılın ilk yarısına kıyasla düşük seyreden enerji fiyatları da dış ticaret haddindeki iyileşmeye destek vermiştir. Bu çerçevede, dış ticaret birim değer endekslerindeki gelişmeler, Rapor döneminde dış ticaret dengesini olumlu yönde etkilemiştir.

Grafik 2.3.23: Dış Ticaret Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)

Kaynak: TÜİK.

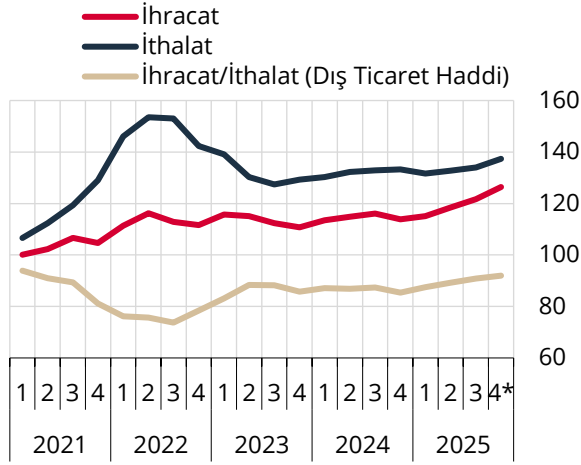
* Kasım ayı itibarıyladır.

Grafik 2.3.24: Mal Grupları İtibarıyla İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

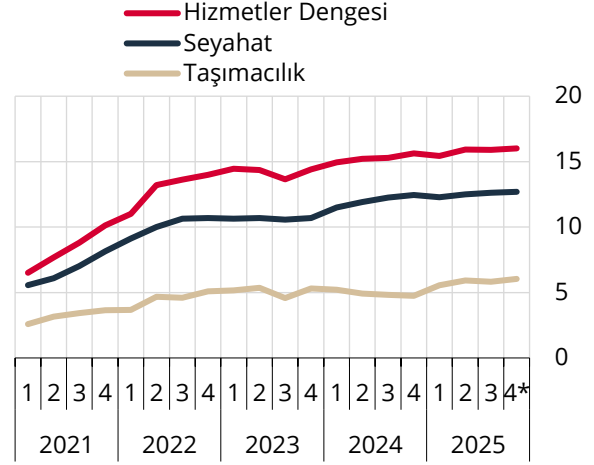
* Kasım ayı itibarıyladır.

Hizmetler dengesi fazlası dördüncü çeyrekte yataya yakın seyretmiştir. Hizmet dengesinin sürükleyicisi niteliğindeki net seyahat gelirleri kasım ayı itibarıyla yataya yakın seyretmiş, net taşımacılık gelirleri ise sınırlı oranda artmıştır (Grafik 2.3.26). Öncü veriler, aralık ayında yabancı ziyaretçi sayısının yüksek seviyesini koruyacağına ve net seyahat gelirine olumlu katkı sunmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Dördüncü çeyrekte gerek toplam ziyaretçi sayısının önceki senenin aynı döneminin üzerine çıkması gerekse ortalama harcamalardaki artış turizm gelirlerindeki artışa katkı sağlamıştır.

Grafik 2.3.25: Dış Ticaret Birim Değer Endeksleri (2015=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Kasım ayı itibarıyladır.

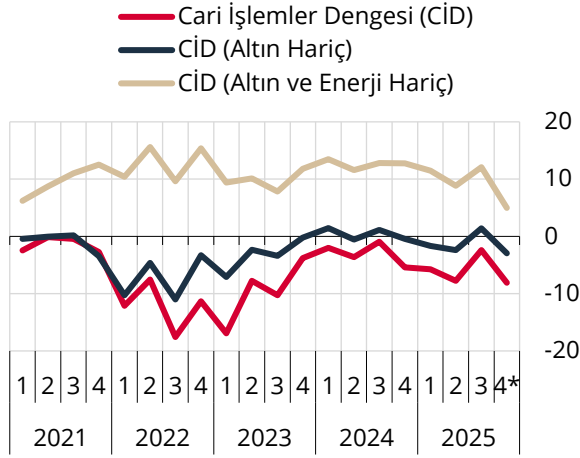
Grafik 2.3.26: Hizmetler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

* Kasım ayı itibarıyladır.

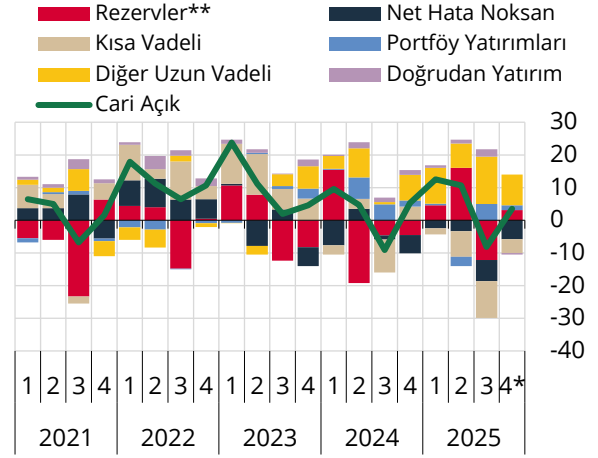
Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı son çeyrekte artmıştır (Grafik 2.3.27).

Ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı, enerji, altın ve altın-enerji hariç dış ticaret açıklarındaki yükseliş kaynaklı artış göstermiştir. Hizmet dengesinin yataya yakın seyrettiği bu dönemde birincil ve ikincil gelir dengesi toplamı sınırlı olarak iyileşmiştir. Küresel ticaret politikaları kapsamında uygulanan tarifeler ve koruma önlemleri, küresel talep üzerindeki aşağı yönlü baskı oluşturmayı sürdürmektedir. Yakın dönemde öne çıkan AB-Mercosur (Güney Ortak Pazarı) ve AB-Hindistan serbest ticaret anlaşmaları küresel talep üzerinde aşağı yönlü baskıları orta vadede kısmen sınırlama potansiyeli taşımaktadır. Bununla birlikte, söz konusu ticaret anlaşmaları Türkiye'nin AB pazarında rekabet gücündeki aşınma üzerinden orta vadede dış ticaret dengesi üzerinde ilave risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede, Gümrük Birliği anlaşmasının söz konusu riskleri sınırlayacak bir çerçevede güncellenmesi önemli görülmektedir. Küresel ticaret politikalarına ilişkin gelişmeler, küresel büyüme ve dış ticarete rekabetçilik görünümüne etkileri açısından yakından takip edilmektedir. Enerji fiyatlarının düşük seviyesi enerji ithalatını azaltarak destekleyici kalmaya devam etmektedir. Bununla birlikte, mevcut seviyenin tarihsel ortalamaların altında olması ve fiyatların jeopolitik gelişmelere duyarlılığı nedeniyle, cari dengeye bu kanaldan sağlanabilecek katkının sınırlı olduğu değerlendirilmektedir. Öte yandan, küresel altın fiyatlarında gözlenen yükseliş eğiliminin devam etmesi altın ithalatı üzerinde ilave bir risk unsuru olarak yerini korumaktadır. Altın fiyatı gelişmeleri ve altın ithalatının seyri cari işlemler dengesi açısından önemini korumaya devam etmektedir. Finansal koşullardaki sıkılığın devamı ithalat üzerinde yurt içi talep kaynaklı baskıları sınırlamayı sürdürürken TL'deki reel değerlenme eğilimi ithalat talebini destekleyici konumunu korumaktadır. Bu çerçevede, 2025 yılında GSYH'ye oran olarak tarihsel ortalamaları altında ve ılımlı seyreden cari işlemler dengesi üzerindeki risklerin 2026 yılı için bir miktar yukarı yönlü olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 2.3.27: Cari İşlemler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

* Kasım ayı itibarıyladır.

Grafik 2.3.28: Cari Açığın Finansmanı (Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

* Kasım ayı itibarıyladır.

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

Cari işlemler dengesinin finansmanında uzun vadeli kalemlerin ağırlığı korunmuştur. Kasım ayı itibarıyla dördüncü çeyrekte DİBS ve krediler kaynaklı net sermaye girişleri, doğrudan yatırımlarda ise çıkış gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.28). Yurt içi yerleşiklerin yurt dışındaki mevduatları artmıştır. Net hata noksan kalemi negatif bakiye vermiştir. Cari açıktaki yükseliş ile birlikte finansman ihtiyacında artış gerçekleşmiştir. Bu çerçevede resmi rezervler azalış göstermiştir. Aralık ve ocak ayına yönelik veriler ise hem hisse senedi hem de DİBS piyasasına girişlerin olduğunu göstermektedir.

Kamu Maliyesi Gelişmeleri

2025 yılında merkezi yönetim bütçesi 1799,1 milyar TL bütçe açığı ve 255,3 milyar TL faiz dışı fazla kaydetmiştir. Bu dönemde Hazine, finansman ihtiyacının karşılanmasında hem iç hem de dış borçlanmada net kullanıcı durumundadır. 2025 yılında merkezi yönetim borç stokunun GSYH'ye oranının yüzde 22,0; iç ve dış borç stokunun milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 13,1 ve yüzde 8,9 olduğu tahmin edilmektedir.

2025 yılında, bir önceki yıla göre, gelirler yüzde 48,0 oranında, harcamalar ise yüzde 35,7 oranında artış kaydetmiştir. Vergi gelirlerinin faiz dışı harcamaları karşılama oranı yüzde 87,8 olmuştur. Faiz dışı harcamalar içinde önemli bir paya sahip olan cari transferler ve personel giderlerinin yıllık artış oranları sırasıyla yüzde 40,0 ve yüzde 36,3'tür. Görevlendirme giderleri kapsamında Elektrik Üretim A.Ş.'ye 236,4 milyar TL, BOTAŞ'a 155,0 milyar TL; borç verme kapsamında T.C. Devlet Demiryolları'na 165,2 milyar TL tutarında aktarım yapılmış olup, bu tutarlar 2025 yılında kamu teşebbüslerine yapılan aktarımlar arasında öne çıkmaktadır. 2025 yılında vergi gelirlerinin artışına en yüksek katkıyı veren kalem olan gelir vergisi, yüzde 84,2 ile yüksek bir yıllık artış kaydetmiştir. Bu olumlu performansta ücret gelişmelerinin yanı sıra mevduatta stopaj oranlarının artırılmasının da etkili olduğu değerlendirilmektedir. Tüketime duyarlı kalemler olan dahilde alınan KDV, ÖTV ve ithalde alınan KDV'nin 2024 yılına göre artış oranları sırasıyla yüzde 56,7, yüzde 39,5 ve yüzde 29,3 olmuştur. Kurumlar vergisinin yıllık artış oranı ise yüzde 37,5 olarak gerçekleşmiştir.

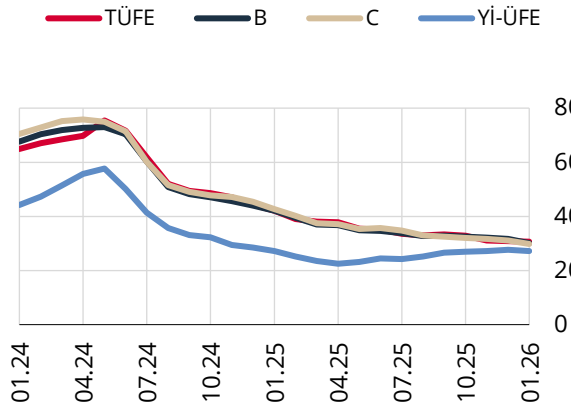
2025 yılı bütçe açığı/GSYH oranının yüzde 2,9 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. 2025 yıl sonu için OVP gerçekleşme tahmini yüzde 3,6'dır. Gelirler, faiz dışı harcama ve faiz giderlerinin milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 20,6, yüzde 20,2 ve yüzde 3,3 olduğu tahmin edilmektedir. Bütçe açığı/GSYH oranının yüzde 2,9 ile OVP tahmininden düşük gerçekleşmesinde vergi geliri tahsilatlarının öngörülenin üstünde gelmesi önemli bir rol oynamıştır.

2025 yılında hazine nakit dengesi 2111,9 milyar TL açık vermiştir. 2025 yılında nakit açığının GSYH'ye oranının yüzde 3,4 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. 2026 yılı ocak ayında ise 246,2 milyar TL nakit açığı verilmiş olup, 12 ay birikimli nakit açığın milli gelire oranının yüzde 3,4 olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

2.4 Enflasyon

Tüketici enflasyonu ocak ayında yüzde 30,7'ye gerilemiş ve bir önceki Rapor'da sunulan tahmin aralığının üst bandına yakın gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.1). Kasım-ocak döneminde uluslararası emtia fiyatlarında enerji dışı grupta endüstriyel ve değerli metaller öncülüğünde artış izlenirken enerji emtia fiyatları bir miktar gerilemiştir. Şubat ayının ilk on gününde ise temelde ham petrol fiyatları kaynaklı olarak uluslararası enerji fiyatlarında artış izlenmiştir. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle aralık ve ocak aylarında tarihsel ortalamasının bir miktar üzerinde seyretmiştir. Küresel ve Çin'e yönelik konteyner endekslerinde ise temmuz ayında başlayan düşüş eğilimi kasım ayında yönünü artışa çevirmiştir. Mevcut Rapor döneminde döviz kurunun istikrarlı seyri maliyet baskılarını kısıtlayan bir unsur olmuştur. Son çeyreğe ilişkin veriler talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin azalmasına karşın sürdürdüğünü ima etmektedir. Üretici fiyatları kaynaklı baskılar özellikle yılın son iki ayında zayıf seyretmiştir. Üretici fiyatlarının yıllıklandırılmış son üç aylık eğilimi ocak ayında yüzde 18,4 ile tüketici enflasyonuna kıyasla düşük bir seviyededir. Enflasyonun önemli belirleyicilerinden biri olan beklentiler ve fiyatlama davranışları iyileşme işaretleri göstermekle birlikte dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir. Son üç ayda tüketici fiyatlarındaki gelişmeler alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık tüketici enflasyonundaki düşüşe en önemli katkı enerji ve temel mal gruplarından gelirken hizmet grubunun katkısı ise görece yatay seyretmiştir (Grafik 2.4.2). Son dönemde, gıda fiyatları üzerinde et fiyatlarının yanı sıra sebze ürünlerindeki dönemsel arz koşullarının etkileri izlenmiştir. Ocak ayında yönetilen/yönlendirilen fiyat ve maktu vergi güncellemeleri geçmiş yıllara kıyasla daha ılımlı gerçekleşerek dezenflasyon sürecini desteklemiştir. TÜİK tarafından tüketici fiyat endeksi temel yıl güncellemesi ve sınıflama sisteminde yapılan değişiklikler ile tüketim sepeti ve ağırlık yapısında yapılan revizyona göre 2026 yılında hizmet grubunun sepet içindeki ağırlığı 7,4 puan artışla yüzde 38,4'e çıkarken malların ağırlığı yüzde 61,6'ya gerilemiştir. B ve C göstergelerinin ağırlıkları ise sırasıyla 5,2 ve 4,5 puan artmıştır. Hizmetler ağırlık değişiminin 2026 yılı tüketici enflasyonuna yukarı yönlü etkisinin yaklaşık 1 puan olacağı öngörülmektedir.¹

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

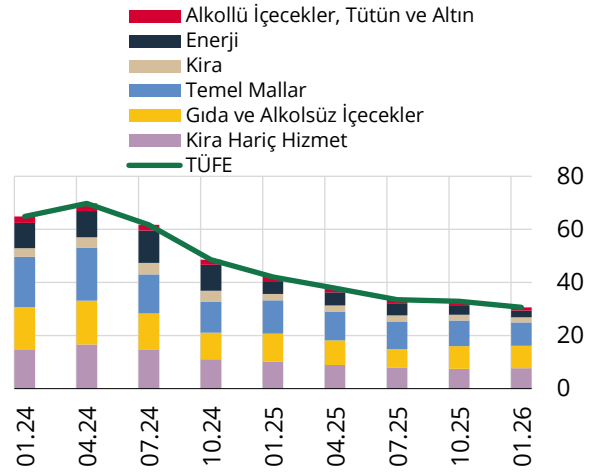


Kaynak: TÜİK.

* 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)



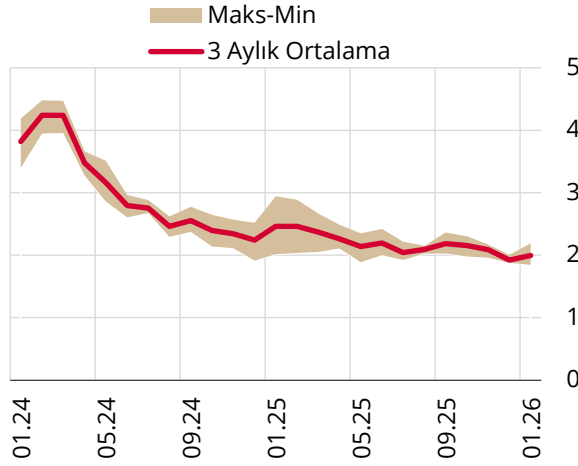
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Enflasyonun ana eğilimi 2025 yılı son çeyreğinde yavaşlamış, ocak ayında ise döneme özgü bir yükseliş kaydetmiştir. Ana eğilime ilişkin takip edilen göstergelerin çeyreklik ortalaması üçüncü çeyrekteki yüzde 2,2'den son çeyrekte yüzde 1,9'a gerileyerek çeyreklik bazda Eylül 2021'den beri en düşük seviyede gerçekleşmiştir. Ocak ayı itibarıyla son üç aylık dönemde ise yüzde 2,0 oranına yükselmiştir. Ana eğilimin bu görünümünde ocak ayına özgü zamana bağlı fiyat belirleme ve geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi

¹ Ertuğ ve Özlü (2026) "2026 Yılı Tüketici Fiyat Endeksindeki Güncellemeler ve Etkileri", Merkezin Güncesi. 04/02/2026.

yüksek hizmet kalemlerindeki fiyatlama etkili olmuştur (Grafik 2.4.3). Tasarımı gereği daha uzun vadeye yönelik olan ve tek seferlik etkileri dışlayan trend enflasyon göstergesinin de ocak ayında sınırlı bir artış kaydettiği gözlenmiştir (Grafik 2.4.4).

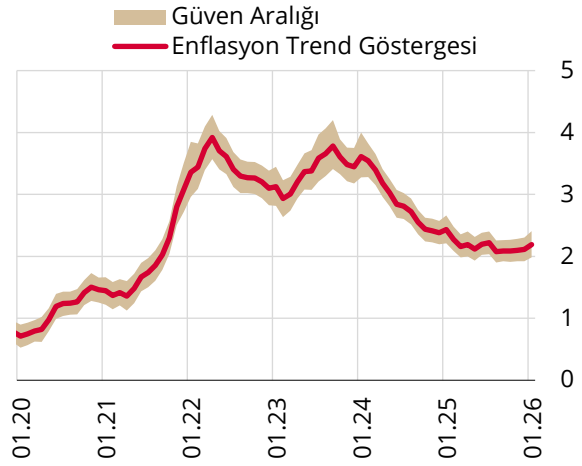
Grafik 2.4.3: Ana Eğilim Göstergeleri*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Mevsimsellikten arındırılmış B, C, SATRIM, Medyan, oynak kalemleri dışlayan (VOLX), dinamik faktör göstergelerinin 3 aylık ortalaması. Taralı alan maksimum ve minimum aralığını göstermektedir.

Grafik 2.4.4: Çok Değişkenli Trend Enflasyon Göstergesi* (%)

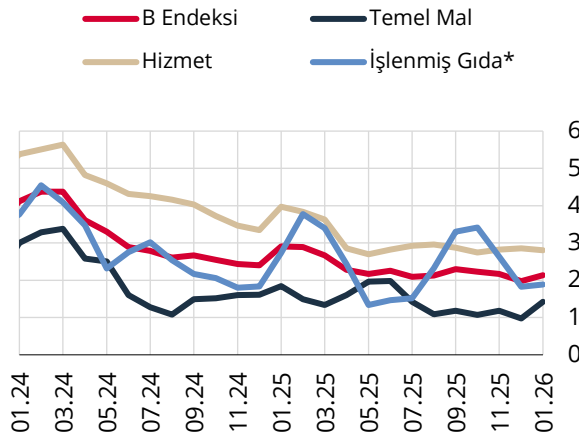


Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Stock ve Watson (2016) MUCSVO modelinin işlenmiş gıda ile mevsimsellikten arındırılmış temel mallar ve hizmet ana gruplarının aylık fiyat değişimlerine uygulanmasıyla elde edilmiştir.

Fiyat artışları mevcut Rapor döneminde B endeksini oluşturan gruplardan işlenmiş gıdada zayıflarken temel mallarda yükselmiş, hizmetlerde ise görece yatay seyretmiştir (Grafik 2.4.5). Dayanıklı mallarda fiyat artışları ocak ayı gelişmelerine bağlı olarak bir önceki döneme kıyasla güçlenmiş; bu gelişmede tüketici elektroniği ve ev tekstili gibi kalemler öne çıkmıştır. Bu dönemde otomobil ve beyaz eşya gruplarında enflasyon bir miktar yavaşlasa da güçlü seyretmiş, mobilya fiyatları ise işgücü maliyetlerindeki artışa rağmen önceki döneme benzer oranda yükselmeye devam etmiştir. Otomobil fiyatları üzerinde gümrük vergisi düzenlemesinin etkisinin sınırlı kaldığı, buna karşın kampanya yoğunluğundaki azalma ve aralık ayındaki euro kur artışının etkilerinin hissedildiği değerlendirilmektedir. Diğer temel mal enflasyonunda ise temelde ilaç fiyat gelişmelerinin etkisi hissedilmiştir. Mevcut Rapor döneminde, hizmet grubu fiyat artışı işgücü maliyetleri ile zamana bağlı fiyat belirleme eğilimi yüksek ve düzenlemeye tabi kalemlerin etkisiyle yüksek seyrini sürdürmüştür. Bu dönemde en belirgin fiyat artışı sağlık sektöründe gözlenirken yeniden değerlendirme oranından etkilenen kalemler ve finansal hizmetler diğer öne çıkan gruplar olmuştur. Kira enflasyonu yüksek seviyesini korumakla birlikte yavaşlama eğilimini sürdürmüştür. Bu eğilimin 2026 yılında da devam edeceği öngörülmektedir (Kutu 2.2). Rapor döneminde, haberleşme hizmetlerinde fiyat artışı güçlenirken lokanta-otel enflasyonu işgücü maliyetleri ve kırmızı et fiyatlarındaki artışa karşın bir önceki döneme benzer bir oranda yükselmiştir. İşlenmiş gıda grubunda enflasyon bir önceki Rapor dönemine kıyasla yavaşlamıştır. Et fiyatlarındaki artışa bağlı olarak et ürünleri enflasyonu güçlenirken diğer kalemlerde enflasyonun yavaşladığı izlenmiştir.

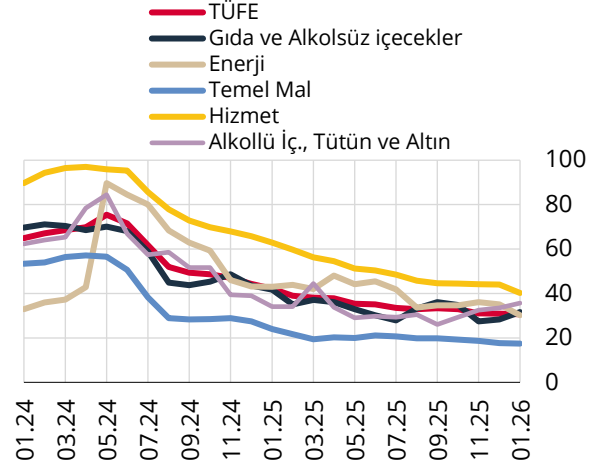
Grafik 2.4.5: B Endeksi ve Bileşenleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* İşlenmiş gıda grubunda istatistiksel olarak anlamlı bir mevsimsel etki bulunamadığı için, ilgili veri grafiklerde mevsimsel etkilerden arındırılmadan sunulmuştur.

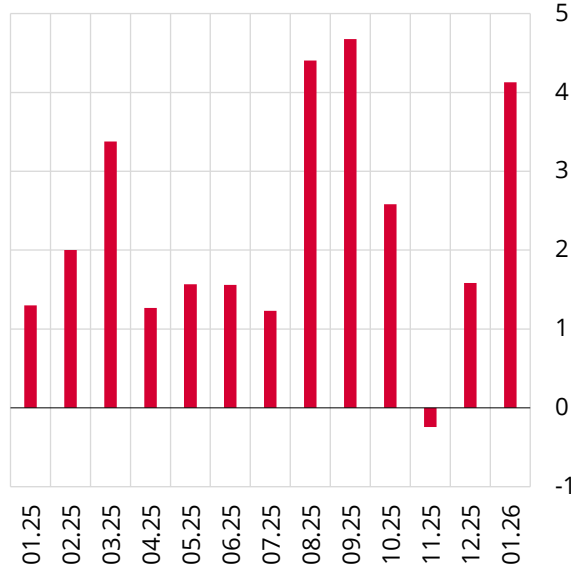
Grafik 2.4.6: TÜFE ve Ana Harcama Grupları
(Yıllık % Değişim)



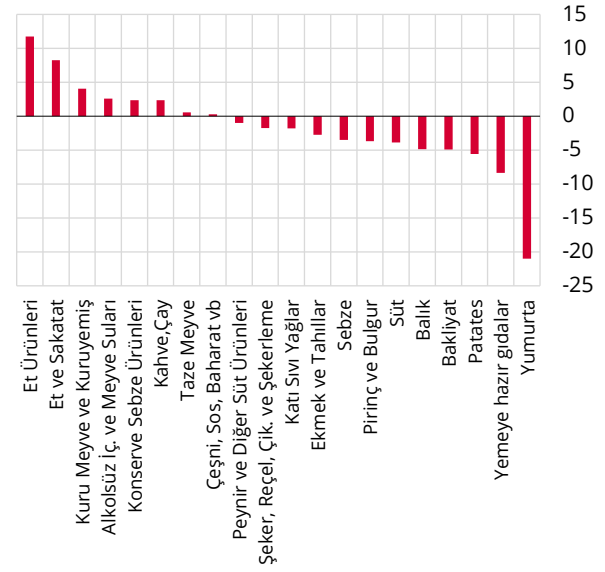
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Yurt içi enerji enflasyonu mevcut Rapor döneminde bir miktar yükselmiştir. Enerji grubunda yıllık enflasyon gerilemeye devam ederken enerji fiyatlarındaki son üç aylık artış oranı önceki döneme kıyasla yükselerek yüzde 4,1 olmuştur. Bu gelişmede, şebeke suyu, katı yakıt ve tüp gaz fiyatları öne çıkmıştır. Elektrik fiyatlarında ocak ayında son kaynak tedarik tarifesi tüketim limitindeki güncellemeye istinaden bir miktar yükseliş izlenmiştir. Kasım-ocak döneminde gerileyen küresel enerji emtia fiyatları şubat ayının ilk günü itibarıyla ise temelde ham petrol fiyatları kaynaklı olarak yükselmiştir. Brent tipi ham petrol fiyatı yılın ikinci yarısındaki düşüşün ardından jeopolitik gelişmelerin etkisiyle ocak ayında yükselerek ortalamada yaklaşık 67 ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Artış eğilimi devam eden ham petrol fiyatları şubat ayının ilk on gününde ortalamada 70 ABD dolarına ulaşmıştır. Sepet kurdaki ılımlı artış eğilimi sürmüştür. Bu dönemde, akaryakıt grubu fiyatları üzerinde ham petrol fiyatlarından ayrılan motorin fiyat gelişmelerinin etkileri hissedilmiştir. Ayrıca, ocak ayında üretici fiyatlarının ima ettiği artışın altında uygulanan maktu vergi oranları, etkisi görece sınırlı olmakla birlikte, akaryakıt ve tüp gaz fiyatlarını yukarı yönlü etkilemiştir.

Mevcut Rapor döneminde gıda ve alkolsüz içecekler grubu enflasyonu, sebze fiyatları kaynaklı olarak oynak bir seyir izlemiştir (Grafik 2.4.6). Kasım ayında gıda fiyatları, sebze ürünleri öncülüğünde işlenmemiş gıda kaynaklı olarak gerilerken aralık ve ocak aylarında sebze ile et fiyatlarındaki yükselişler gıda enflasyonu üzerinde yukarı yönlü etki oluşturmuştur (Grafik 2.4.7). Ocak ayı itibarıyla gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu yüzde 31,7 ile manşet enflasyonun üzerinde gerçekleşmiştir. Son üç ayda tarihsel ortalamasının üzerinde artan et fiyatlarının etkileri işlenmiş et ürünleri üzerinde hissedilirken kuru meyve ve kuruyemiş fiyatları zirai don ve kuraklık kaynaklı etkilerle yüksek seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.4.8). Bir önceki Rapor döneminde yüksek seyreden yumurta fiyatları ise tarihsel ortalamasına kıyasla en çok gerileyen ürün olmuştur. Kırmızı et fiyatlarındaki belirgin yükselişin önümüzdeki dönemde ek talep artışı kanalıyla beyaz et fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturacağı değerlendirilmektedir (Grafik 2.4.8).

Grafik 2.4.7: Gıda Fiyatları (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim)

Kaynak: TÜİK.

Grafik 2.4.8: Gıda Alt Kalemleri Fiyatları* (Son Üç Ay % Değişiminin Tarihsel Ortalamasından Sapması, Sıralanmış)

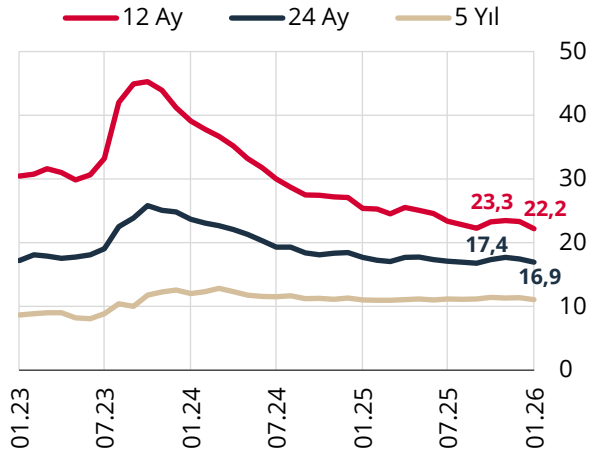
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Rapor dönemi (Ocak.26-Kasım.25) yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021) farkı.

Son üç aylık dönemde alkollü içecekler, tütün ve altın ürünleri grubunda fiyatlar yüzde 6,2 oranında artmıştır. Kasım ayında tütün ürünleri fiyatlarındaki artışta bir önceki ay üretici firmalar tarafından gerçekleştirilen fiyat ayarlamasının sarkan etkisi izlenmiştir. Ocak ayında ise 2025 yılı ikinci yarısında oluşan Yi-ÜFE artışı maktu vergilere gerçekleşene kıyasla daha düşük bir oranda yansıtılmıştır. Küresel altın fiyatlarındaki artışın etkisiyle altın grubu Rapor döneminde yüzde 17,0 ile güçlü bir yükseliş kaydetmiştir (Grafik 2.4.6). Bu gelişmelerle, ocak ayı itibarıyla alkollü içecekler, tütün ve altın grubunda yıllık enflasyon bir önceki döneme kıyasla 6,4 puan artışla yüzde 35,6 olmuştur.

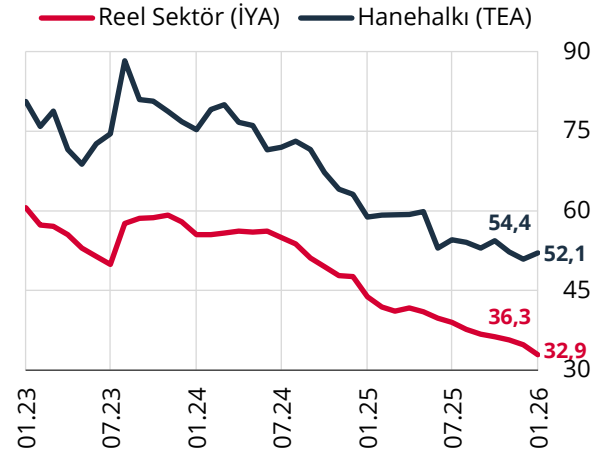
Enflasyonun Belirleyicileri

Enflasyon beklentilerindeki gerileme eğilimi mevcut Rapor döneminde de sürmüştür. Piyasa Katılımcıları Anketi ocak ayı verilerine göre, bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla, 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi 1,1 puan, 24 ay sonrasına ilişkin beklenti ise 0,4 puan azalmıştır. 5 yıl sonrasına ilişkin beklentide belirgin bir değişiklik gözlenmemiştir (Grafik 2.4.9). 2026 yılı sonuna ilişkin enflasyon beklentisi yüzde 23,2 ile ara hedefin üzerinde seyretmiştir. Öte yandan, hanehalkı ve reel kesimin 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerindeki düşüş eğilimi de mevcut Rapor döneminde devam etmiştir (Grafik 2.4.10).

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

Kaynak: TCMB.

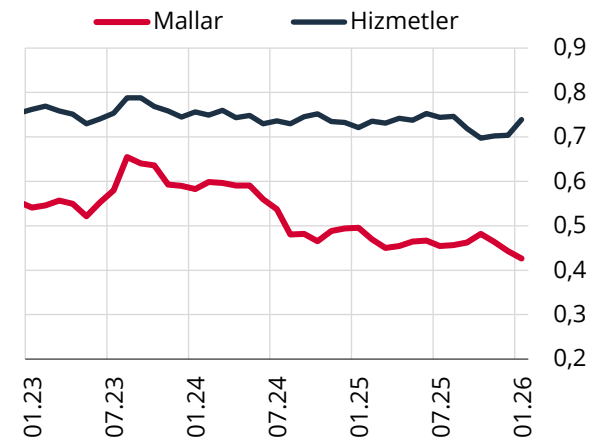
* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Piyasa Katılımcıları Anketi verileridir.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

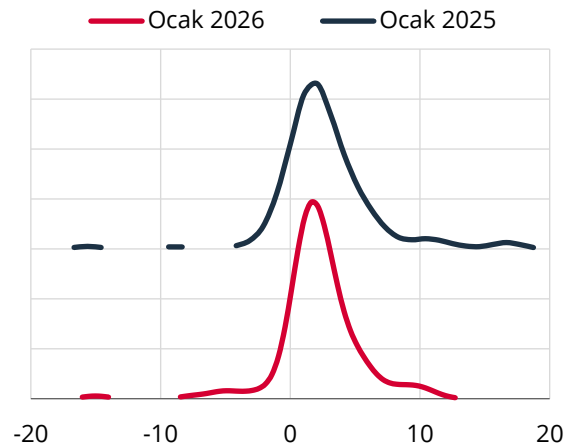
* Enflasyon beklentileri, reel sektör için İktisadi Yönelim Anketi'nden, hanehalkı için ise Tüketici Eğilim Anketi'nden elde edilmiştir.

Enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları iyileşme işaretleri göstermekle birlikte dezenflasyon süreci açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir. Mevsimsel düzeltilmiş veriler üç aylık hareketli ortalamalarla incelendiğinde, mal grubu yayılım endeksinde son dönemde gerileme eğilimi olduğu, hizmetler grubunun ise ocak ayı gelişmelerine bağlı olarak artış kaydettiği gözlenmektedir (Grafik 2.4.11). Fiyatlama davranışlarını değerlendirmek amacıyla 5'li düzeydeki kalemlerin aylık fiyat değişimlerinin dağılımları incelendiğinde, 2026 yılı ocak ayında dağılımın geçen seneye kıyasla bir miktar sola yani daha düşük fiyat artışlarına doğru kaydığı ve medyan enflasyon etrafındaki uzlaşının güçlendiği izlenmektedir (Grafik 2.4.12).

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

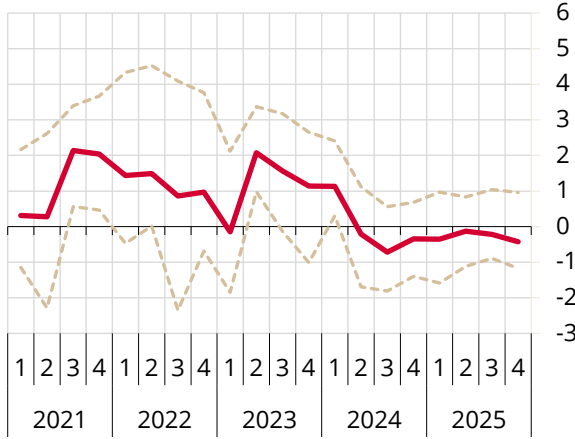
Grafik 2.4.12: TÜFE Aylık Enflasyon Dağılımı (Mevsimsellikten Arındırılmış, 5'li Düzey, Taze Meyve ve Sebze, Enerji, Alkol ve Tütün Kalemleri Hariç TÜFE)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Yılın son çeyreğinde, çıktı açığının dezenflasyonist bölgede olduğu tahmin edilmektedir (Grafik 2.4.13). 2025 yılı üçüncü çeyreğinde potansiyeline yakın gerçekleşen büyümenin son çeyrekte bir miktar yavaşladığı tahmin edilmektedir. Bu görünümle uyumlu olarak yılın son çeyreğinde üretim endeksleri yatay seyretmiştir (Grafik 2.3.7). Aynı dönemde, (altın hariç) perakende satış hacmi ve kartla yapılan harcamalar gibi talep

göstergelerindeki artış ise devam etmiştir (Grafik 2.3.3 ve Grafik 2.3.6). Bununla birlikte, öncü göstergelerden kapasite kullanım oranı tarihsel ortalamasının altındaki seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.3.8). Diğer taraftan, mevcut Rapor döneminde reel kredi kullanımı (kur etkisinden arındırılmış) bir miktar artış sergilemiş (Grafik 2.4.14), bileşik işgücü piyasası sıkılık endeksi düşük seyretmekle birlikte, bir önceki döneme kıyasla kısmi bir toparlanma ima etmiştir (Grafik 2.3.14). Bu çerçevede, talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin önceki Rapor dönemine kıyasla bir miktar azalmasına karşın sürdürüğü değerlendirilmektedir.

Grafik 2.4.13: Çıktı Açığı* (%)



Kaynak: TCMB.

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

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



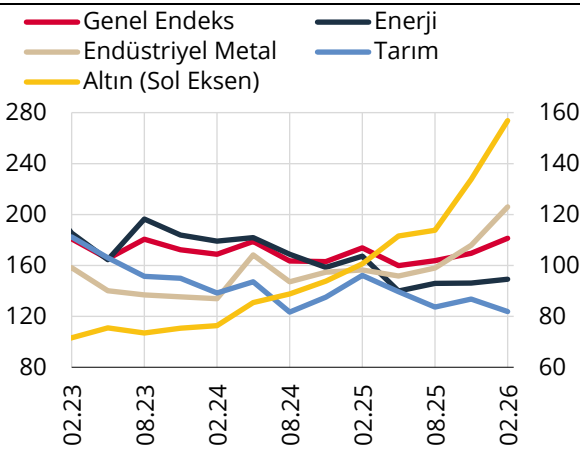
Kaynak: TCMB.

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

Emtia fiyatlarında alt kalemler itibarıyla gözlenen ayrışma belirginleşirken döviz kurundaki artış ılımlı seyretmeye devam etmiştir.

Mevcut Rapor döneminde enerji alt endeksi bir miktar artmış, küresel belirsizliğe bağlı olarak altın ve endüstriyel metal fiyatlarındaki artış güçlenmiştir. Tarım emtia fiyatları ise bu dönemde azalmıştır (Grafik 2.4.15). Son üç aylık dönemde Türk lirasındaki istikrarlı seyir devam etmiş ve değer kaybı ılımlı gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.16). Döviz kuru kanalı, 2025 yılının ikinci yarısında dezenflasyon sürecine katkısını sürdürmüştür.

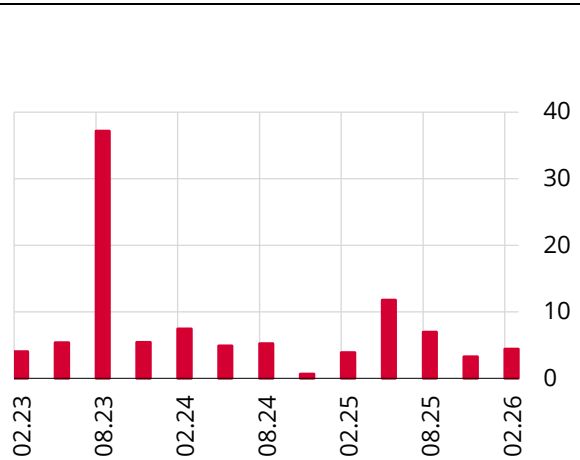
Grafik 2.4.15: Emtia Fiyat Endeksleri* (2021=100)



Kaynak: Goldman Sachs.

* Şubat ayı verisi 3 Şubat itibarıyla.

Grafik 2.4.16 Sepet Kur* (3 Aylık % Değişim)

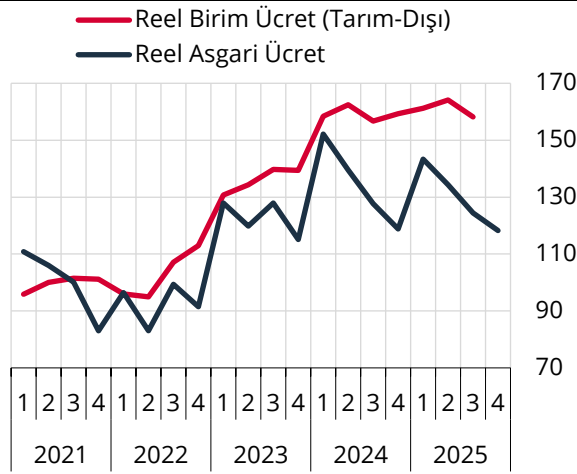


Kaynak: TCMB.

* ABD doları ve euro alış kurları eşit ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Şubat ayı verisi 3 Şubat itibarıyla. Yüzde değişimler ilgili aylara ait ortalama değerler üzerinden hesaplanmıştır.

Üretici enflasyonu ana eğilimindeki yavaşlama ocak ayında kesintiye uğramıştır. Reel birim ücret yılın üçüncü çeyreğinde gerileme kaydetmiştir (Grafik 2.4.17). Nominal ücretlerdeki artışların yavaşlamasıyla reel birim ücretin yılın son çeyreğinde gerilemiş olduğu, ocak ayındaki ücret düzenlemelerinin ardından 2026 yılı ilk çeyreğinde ise yeniden yükseleceği tahmin edilmektedir. Bir önceki Rapor dönemine kıyasla, konteyner ücretleri ve kuru yük taşımacılık maliyetleri yükselmiştir. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi de bu dönemde tarihsel ortalamasının bir miktar üzerinde seyretmiştir. Emtia fiyatları, altın ve endüstriyel metaller öncülüğünde artmıştır. Döviz kurunun istikrarlı seyri ise maliyet baskılarını kısıtlayan bir unsur olmuştur. Bu gelişmeleri takiben, üretici enflasyonu ve imalat sanayi enflasyonu ana eğilimi kasım ve aralık aylarında zayıfladıktan sonra ocak ayına özgü koşulların da etkisiyle yükselmiştir (Grafik 2.4.18). Ocak ayı gelişmelerine rağmen üretici enflasyonunun son üç aylık eğilimi yıllıklandırıldığında yüzde 18,4 ile mevcut yıllık üretici enflasyonunun (yüzde 27,17) altında kalmaya devam etmiştir.

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

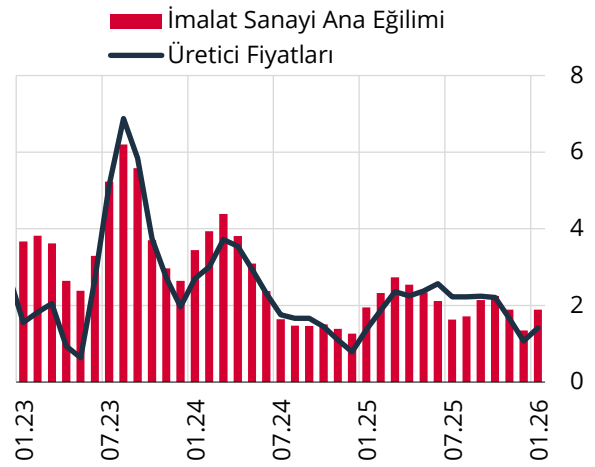


Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

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

Grafik 2.4.18: İmalat Sanayi Ana Eğilimi* ve Manşet Üretici Fiyatları (Aylık % Değişim, 3 Aylık Hareketli Ortalama)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Ana Metal ve Petrol Hariç İmalat Sanayi Üretici Fiyatları.

Yönetilen-yönlendirilen kalemlerin manşet enflasyon üzerindeki etkisi 2026 yılı ocak ayında geçmiş yıllara kıyasla daha ılımlı gerçekleşerek dezenflasyon sürecini desteklemiştir.

Kasım ayında hac ücretlerinin açıklanmasıyla paket tur fiyatlarında artış gerçekleşmiştir. İlaç fiyatlarında, aralık ayında euro referans kurunda yapılan güncelleme kaynaklı etkinin yarıya yakını ocak ayına sarkarken ilaç katılım payındaki artışın etkisi de hissedilmiştir. Ocak ayında maktu ÖTV artışları, Yi-ÜFE artışının (yüzde 10,3) ima ettiği düşük tutulmuş, yönetilen-yönlendirilen kalemlerin fiyat artışında enflasyon ara hedeflerini gözetten bir yaklaşım benimsenmiştir. Akaryakıt ve tüp gazda maktu ÖTV'nin artış oranı yüzde 6,95 ile sınırlandırılmıştır. Ocak ayındaki ücret güncellemeleri ve akaryakıt fiyatlarında gerçekleşen artışları takiben şehir içi ulaşım kalemleri ve havayolu ücretlerinde yükseliş gözlenmiştir. Yeniden değerlendirme oranına bağlı bazı kalemlerde ve şehirler arası demiryolu ile yolcu taşımacılığı ücret artışlarında, 2026 yılı enflasyon tahminleri dikkate alınmıştır. Ocak ayında Türk Tabipler Birliği ve Türk Dış Hekimleri Birliği azami ücret tarifelerinde yapılan artışların etkisiyle sağlık hizmetleri fiyatlarında yüksek bir artış gözlenmiştir. Çiğ süt referans fiyatının yukarı çekilmesiyle birlikte, bu dönemde süt ve süt ürünlerinde fiyat artışları gözlenirken etkinin bir kısmının şubat ayına sarkacağı not edilmelidir. 2025 yılı ikinci yarısında oluşan üretici fiyatları artışı maktu ÖTV tutarlarına daha düşük oranda yansıtılsa da alkollü içecekler ve içecek hizmetleri fiyatlarında görece yüksek artışlar gözlenmiştir. Maktu ÖTV tutarlarındaki güncellemeye rağmen ocak ayında bütün ürünleri fiyatları sabit kalmıştır. Bu grupta, vergi güncellemesinin etkisinin şubat ayında gözleneceği değerlendirilmektedir. Ocak ayında enerji grubunda yönetilen-yönlendirilen kalemlerden şebeke suyu ve elektrik fiyatlarında (son kaynak tedarik tarifesi tüketim limitindeki güncellemeye istinaden) yükseliş gözlenmiştir.

Kutu 2.1

Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular

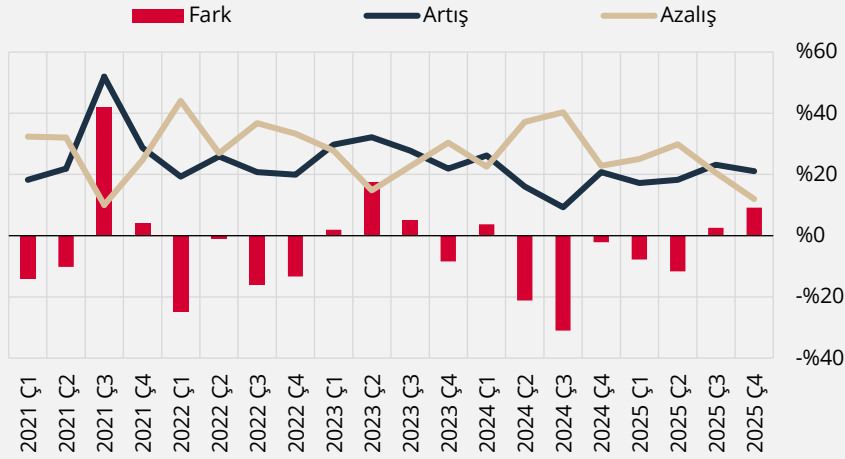
TCMB, reel sektör firmaları ile yüz yüze görüşmeler yaparak “**Reel Sektöre İktisadi Merccek (RESİM)**” çalışmasını yürütmektedir.¹ Bu kutu, temel olarak Ekim-Aralık 2025 döneminde gerçekleştirilen görüşmelerden elde edilen bulguları ve Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizmasının (SKDM) ihracata etkisine ilişkin firma değerlendirmelerini özetlemektedir.

Yılın son çeyreğinde yurt içi satışlar ve üretim sınırlı artmış, ihracat yatay seyretmiş, yatırım duruşundaki zayıflık ise devam etmiştir.

Yurt içi satışlar dördüncü çeyrekte sınırlı artmıştır.

Tüketici talebinde önceki çeyreğe göre belirgin bir iyileşme gözlenmemekle birlikte firmaların nakit akışı yaratma ve stok eritme amacıyla yaptıkları kampanyalar satışları desteklemiştir (Grafik 1). Bununla birlikte alım gücündeki aşınma, finansal koşullardaki sıkılık ve yeni yılda fiyat geçişleri öncesi satın alma isteğinin önceki yıllara kıyasla zayıf olması satışları sınırlamıştır. Firmalar arası ticarette, sıkı finansal koşullara, tahsilat risklerine ve iktisadi faaliyetin görünümüne ilişkin belirsizliğe vurgu sürmüştür.

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.

Ocak ayında yapılan görüşmelere göre ise, yılın ilk çeyreği için yurt içi satışlarda sınırlı yavaşlama mevcuttur. Finansal koşullardaki sıkılık, yoğunluğu azalan kampanyalar ve ücret artışlarındaki ılımlı seyir bu yavaşlamada etkili olmuştur.

¹ Bu çalışmanın temel amacı; farklı sektörlerdeki firmalarla görüşmeler yaparak dönemsel üretim, yurt içi ve yurt dışı satış, yatırım, istihdam, kredi koşulları, maliyet ve fiyat gelişmelerine ilişkin zamanlı bilgi edinmek, iktisadi faaliyeti yakından takip etmek ve TCMB ile reel sektör temsilcileri arasındaki iletişimi geliştirmektir. Yarı yapılandırılmış sohbet şeklinde gerçekleştirilen görüşmeler sonucunda elde edilen bulgular, para politikası kararları için nitelikli ve zamanlı bir bilgi kaynağı oluşturmaktadır. Görüşmeler sektörel, bölgesel ve ölçek düzeyinde toplam iktisadi faaliyet içindeki ağırlıkları dikkate alınarak oluşturulan örneklem çerçevesinde imalat sanayi, ticaret ve hizmet sektörlerindeki firmalar ile gerçekleştirilmektedir. Grafikler, firma görüşmelerinden elde edilen anekdotal bilgilerin 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.

İhracatta dördüncü çeyrekte belirgin bir değişim olmamıştır.

Küresel ticaret savaşları kaynaklı belirsizliklerin yılın ikinci yarısında kademeli şekilde azalması ve parite gelişmeleri yurt dışı satış gelirlerini olumlu etkilemiştir. Tekstil, hazır giyim, otomotiv yan sanayi gibi bazı sektörlerde katma değerli işlere yönelim ile küresel talebi güçlü seyreden enerji yatırımları ve savunma sanayi bağlantılı işler ihracata katkı sağlamıştır. Buna karşılık ABD dışı pazarlarda Çin rekabetinin güçlenmesi, rekabetçi fiyatlama zorlukları ve korumacılık politikaları ihracatta riskleri canlı tutmuştur. Nitekim son çeyrekte çoğu sektörün ihracatı miktarsal olarak azalmıştır. Diğer yandan, ocak ayı görüşmeleri 2026 yılı ilk çeyrek ihracatı için bir miktar yavaşlamaya işaret etmiştir. Bölgesel ve küresel jeopolitik gelişmeler ile Avrupa'da uygulanmaya başlanan ve 2026 yılı itibarıyla yeni bir aşamaya geçilen SKDM ihracatta belirsizlikleri artırmaktadır.

Üretim faaliyeti son çeyrekte sınırlı artsa da zayıf seyrini korumuştur.

İç piyasa ağırlıklı çalışan firmaların üretim faaliyeti dördüncü çeyrekte bir miktar artmıştır. Finansal koşullardaki sıkılık, nakit akışındaki bozulmalar, rekabet baskıları ve artan ithalat eğilimi üretimi sınırlayan unsurlar olmuştur. Ocak itibarıyla yapılan görüşmelere göre ilk çeyrekte üretim faaliyeti yavaşlamıştır.

Yatırım duruşundaki zayıf seyir sürmüştür.

Firmaların önemli bir kısmında yüksek üretim maliyetleri ve düşen karlılık ortamında risk almaktan kaçınma ve mevcudu koruma eğilimi sürmüştür. Talep görünümüne dair belirsizlikler, yüksek yatırım maliyetleri, bazı sektörlerde kampanya ağırlıklı satışlarla azalan karlılıklar ve atıl kapasite yatırımları sınırlayan unsurlar olmuştur.

Öz kaynak yapısı güçlü ve katma değerli ürün üreten özellikle büyük ve orta ölçekli firmaların yatırım isteği sınırlı ölçüde artmıştır. Bu dönemde, rekabet gücünü artırmaya ve maliyet azaltmaya yönelik otomasyon ve modernizasyon yatırımları öne çıkmıştır.

Mevcut istihdam planları korunmuştur.

Firmaların genel olarak mümkün olan en az sayıda çalışanla üretimi devam ettirme eğiliminde olması nedeniyle istihdam planlarında belirgin bir değişim olmamıştır. Maliyet azaltmak üzere yapılan otomasyon ve verimlilik artırıcı yatırımlar istihdam artış planlarını baskılamayı sürdürmüştür. Diğer taraftan, yaygın olmamakla birlikte, yatırım duruşu görece olumlu olan firmaların istihdam artış planlarında sınırlı bir toparlanma mevcuttur.

Finansman ihtiyacı artışına yönelik vurgu son çeyrekte azalmaya devam etmiştir.

Ağırlıklı olarak işletme sermayesi kaynaklı finansman ihtiyacı vurgusunun azalmasında maliyet artışlarındaki yavaşlama öne çıkmıştır. Mali yapısı güçlü büyük ve orta ölçekli firmaların ise ilave yatırım finansmanı vurgusu artmıştır.

Kredi koşulları ağırlıklı olarak faiz kanalından son çeyrekte gevşemeye devam etmiştir. Krediyeye erişim büyük ölçüde önceki çeyreğe benzer seyretmiştir.

Firmalar arası ticaret koşulları yılın son çeyreğinde önceki çeyreğe göre sınırlı gevşemiştir. Alacak tahsilatında sorun yaşadığını belirten firmaların oranı aralık ayında artış göstermekle birlikte, son çeyrek ortalaması önceki çeyreğin altında gerçekleşmiştir. Diğer yandan tahsilat problemlerinin devam etmesi nedeniyle, firmalar alacak risk artışlarına karşı temkinli kalarak güvenceli satış stratejilerini sürdürmektedirler.

Maliyet baskısı hafiflerken yeni yıl geçişi nedeniyle fiyat artışı planlayan firmaların oranı artmıştır.

Girdi ve tedarik maliyetlerindeki artışa yapılan vurgu sınırlı bir düşüş sergilemiş; kur, enerji, işgücü ve finansman kaynaklı maliyet artışlarına yapılan atıflar ise belirgin şekilde gerilemiştir. Maliyet artışlarının yavaşlamasının yanı sıra kampanya dönemi kaynaklı rekabet baskıları son çeyrekte fiyat artışlarını sınırlandıran unsurlar olmuştur.

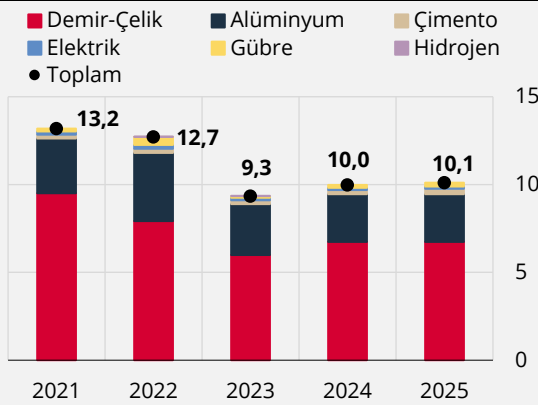
Planlanan fiyat artışlarında ağırlıklı olarak yıl başındaki ücret ayarlamaları ile buna bağlı olarak girdi fiyatlarında beklenen artışlar rol oynamaktadır.

RESİM Odak: SKDM'nin İhracata Etkisine İlişkin Firma Değerlendirmeleri

Avrupa Birliği (AB), Yeşil Mutabakat ile Avrupa'nın sera gazı emisyonlarını düşürerek Avrupa'yı dünyanın ilk iklim-nötr kıtası yapmayı hedeflemektedir. Bu doğrultuda AB, sınırları içerisinde üretim yapan firmaların rekabetçiliğini korumak ve karbon kaçağını önlemek amacıyla SKDM'yi tasarlamıştır. SKDM ile birlikte AB'ye ithal edilen malların karbon içeriğine göre (Euro/ton) karbon vergisi ödenmesi gerekmektedir. 1 Ekim 2023 tarihinde raporlama yükümlülüğü başlayan SKDM'de, 1 Ocak 2026 tarihinde mali yükümlülükler devreye girmiştir.

SKDM alüminyum, çimento, demir-çelik, elektrik, gübre ve hidrojen üretimi emisyonlarına uygulanmaktadır. Dolayısıyla SKDM bu ürün gruplarını üreten/girdi olarak kullanan tüm sektörleri doğrudan ya da dolaylı etkileyebilecektir. Bu 6 ürün grubunun Türkiye'nin AB ihracatı içindeki payı 2025 yılında yüzde 10,1 iken, 2021-2025 döneminde ortalama yüzde 11,1'e denk gelmektedir (Grafik 2). Söz konusu ürün gruplarının Türkiye'nin toplam ihracatı içindeki payı 2021-2025 döneminde, demir-çelik ve alüminyum ürünleri öncülüğünde ortalama yüzde 4,6 olarak gerçekleşmiştir. SKDM ürünlerinin AB'ye ihracatında Türkiye'nin en önemli rakipleri Çin, Birleşik Krallık ve Hindistan'dır (Grafik 3).

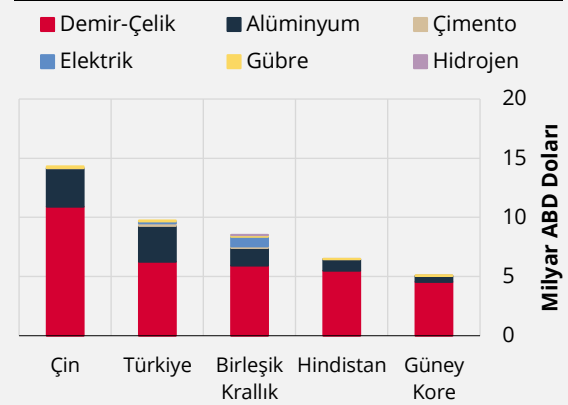
Grafik 2: SKDM'ye Tabi Ürünlerin Türkiye'nin AB İhracatı İçindeki Payı* (%)



Kaynak: AB Resmi Gazete, TÜİK.

* 2025 yılı verileri Ocak-Kasım dönemini kapsamaktadır.

Grafik 3: SKDM'ye Tabi Ürünlerin AB'ye İhracatı ** (İlk 5 Ülke, 2023)



Kaynak: AB Resmi Gazete, TÜİK, UN Comtrade.

** Rusya-Ukrayna savaşı nedeniyle Rusya ihracat verilerine yer verilememiştir. Güney Kore için son veri 2022 yılına, diğer ülkeler için 2023 yılına aittir.

SKDM ana metal sektörünü doğrudan, diğer sektörleri ağırlıklı tedarik zincirleri üzerinden etkilemektedir.

RESİM görüşmelerinde SKDM gelişmelerine en fazla dikkat çeken sektörler ana metal, otomotiv ve beyaz eşya yan sanayileri, makine ile tekstil olmuştur. Ana metal sektöründe ana pazarı AB olan ve hurdadan üretim yapan bazı ihracatçı firmalar SKDM'ye uyumlu olup rakip ülkelere göre AB pazarında avantaj yakalayabileceklerini öngörmektedir. Buna karşılık bazı firmalar AB'nin kota politikasındaki değişimler ve hurda tedarikinde karşılaşılabilecek sorunlar nedeniyle avantaj kaybı olabileceğine dikkat çekmiştir. Ana pazarı AB olmayan ve cevherden üretim yapan ihracatçı firmalar ise SKDM nedeniyle AB'ye satış yapamayan rakip ülkelerin kendi pazarlarına yönelmesinin ihracatlarını olumsuz etkileyebileceğini belirtmiştir.

Avrupa'ya ihracat yapan otomotiv ve beyaz eşya yan sanayi ile makine sektöründen SKDM'ye hazırlıklı ve rekabet avantajı beklentisi olan firmalar bulunmaktadır. Bununla beraber SKDM'ye uyumlu girdi kullanmayan imalatçılar, daha çok tedarikçi değişimi ve yeni yatırım maliyetlerine bağlı AB pazarında kayıplarla karşılaşabileceklerini belirtmiştir. Özellikle, düşük sermayeli küçük ve orta ölçekli firmaların daha çok zorlanacağı vurgulanmıştır. Tekstil sektöründe büyük ihracatçı firmaların çoğu, üretimlerinde elektrik ve kimyasal kullanımlarını SKDM'ye uyumlu hale dönüştürdüklerini ve rekabet avantajına sahip olduklarını aktarmıştır.

Özetle, SKDM ihracat görünümünde belirsizlikleri artırırken, RESİM görüşmeleri bulgularına göre net etkinin sektörel dinamiklere, firmalara özgü faktörlere, rakip ülkelerin tepkilerine ve alınacak önlemlere göre şekilleneceği anlaşılmaktadır.

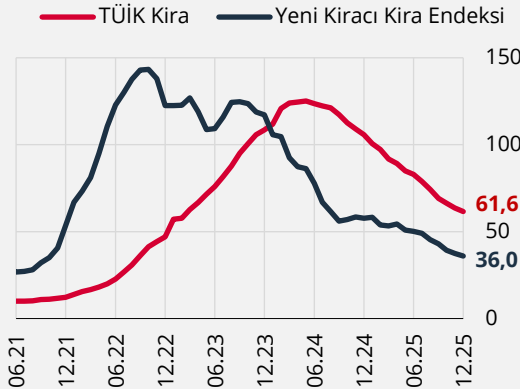
Kutu 2.2

Kira Enflasyonu Dinamiği ve Tahmini

Kira enflasyonu, 2025 yılında manşet enflasyonun oldukça üzerinde bir seyir izleyerek yılı yüzde 61,6 düzeyinde tamamlamıştır. Bu sebeple, kira enflasyonunun dinamiklerini anlamak ve eğilimine yönelik bir öngörü oluşturabilmek 2026 yılında dezenflasyonun seyrini öngörebilmek için kritik bir önem taşımaktadır. Bu kutuda, Ball ve Koh (2025) çalışmasından yola çıkılarak bir kira enflasyonu tahmin modeli oluşturulmakta ve model aracılığıyla çeşitli senaryolar analiz edilmektedir (Özcan-Kodaz ve diğ., 2026).

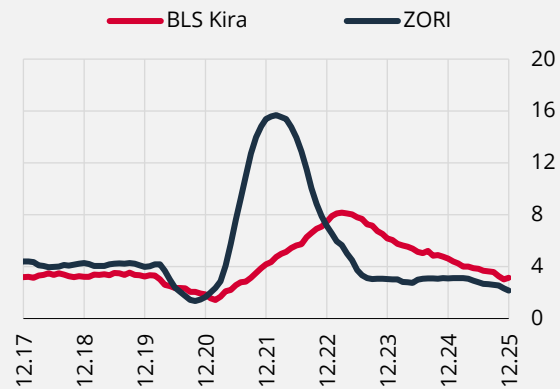
Grafik 1'de sunulan yeni kiracı kira endeksi (YKKE), TCMB tarafından hazırlanmakta olup ilgili dönemde yeni kiralanacak konutlar için referans olabilecek rayiç kira düzeyini göstermektedir.¹ Buna karşın, TÜFE kira endeksi (TÜİK Kira) hem yeni imzalanan hem de süregelen kira kontratları çerçevesinde kiracıların ödediği ortalama kira düzeyini göstermektedir. Serilerin yıllık değişimleri incelendiğinde, TÜFE kira enflasyonunun YKKE'yi belirgin bir gecikmeyle izlediği görülmektedir (Grafik 1). TÜFE kira ve YKKE'nin ABD için karşılığı olan BLS (ABD Çalışma İstatistikleri Bürosu) kira ve ZORI (Zillow Observed Rent Index) göstergelerine bakıldığında benzer bir gecikmenin orada da görüldüğü ve söz konusu durumun ülkemize özgü olmadığı izlenmektedir (Grafik 2).

Grafik 1: TÜİK Gerçek Kira ve Yeni Kiracı Kira Endeksi (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

Grafik 2: BLS Kira ve ZORI (Yıllık % Değişim)



Kaynak: BLS, Zillow.

TÜİK gerçek kira endeksinin rayiç kiradaki değişimlere gecikmeli tepki vermesinin üç temel nedeni aşağıda ele alınmaktadır:

- Güncelleme sıklığı:** Türkiye'de kiralanacak konutların çok büyük bir kısmında kiralalar yılda bir kez güncellenmektedir. Bu nedenle, tekil bir konutta ödenen kira, iki kira belirleme dönemi arasında sabit kalmakta ve kontrat dönemi boyunca piyasa koşullarındaki değişimleri yansıtamamaktadır.
- Yasal sınır ve beşinci yıl kuralı:** Devam eden sözleşmelerde kira artış oranı yasal olarak sınırlandırılmaktadır. Buna göre, kiracı ilgili konutta 5. yılında (veya katları) değilse yıllık kira artış oranı 12 aylık ortalama TÜFE enflasyonu ile sınırlandırılmaktadır. Pratikte bu sınırlamanın tam etkin olmadığı ve kira artışlarının ev sahibi ve kiracı arasındaki pazarlıkla belirlendiği bilinmektedir. Bunun yanında, her beş yılda bir ev sahibinin ödenen kirayı rayiç bedele çekebilme hakkı bulunmaktadır.
- Veri toplama sıklığı:** TÜİK, örnekleminde bulunan konutların kiralalarını dört ayda bir derlemektedir. Bu nedenle, endeksin aylık artış oranı, pratikte ödenen kiralaların son dört aylık artışının ortalamasını göstermektedir.

¹ Yeni kiracı kira endeksi ve birim kiralaları 17 Şubat 2026 tarihi itibarıyla TCMB EVDS sayfasında kamuoyuyla paylaşılacaktır.

Bu kutuda kullanılan kira modeli, yukarıdaki üç temel unsura ve rayiç kira patikasının dışsal olduğu varsayımına dayanmaktadır. Yönteme dair ayrıntılar aşağıda sunulmaktadır.

Kira Belirleme Davranışı ve Kira Enflasyonu

Bu çalışmada, her kiracının kirasını 12 ayda bir güncellediği ve ilgili konutta beşinci yılını tamamlayan tüm kiracıların konuttan ayrıldığı varsayılmaktadır.² Denklem (1)'de, i kiracının ilgili konutta kaldığı yıl sayısını; t ise cari ayı temsil etmektedir. K_t^i ise, t ayında kiracısı olduğu evde i yılını tamamlayanların bir sonraki yılda ödeyeceği ortalama kira düzeyini göstermektedir. Oluşturulan modelde ödenen kiralardan Denklem (1) çerçevesinde belirlendiği varsayılmaktadır.

$$K_t^i = \begin{cases} m_t, & i \in \{0,5\} \\ \min \{ (\lambda_1 + \lambda_2 x_t) K_{t-12}^{i-1} + \lambda_3 m_t, m_t \}, & i \notin \{0,5\} \end{cases} \quad (1)$$

Buna göre, eğer kiracı ilgili konuta yeni çıkıyorsa veya konuttaki beşinci yılını tamamlıyorsa ödeyeceği kira rayiç kiraya (m_t) eşit olmaktadır. Bu koşulların dışında kalan durumlarda ise yeni ödenecek kira i) bir önceki yıl ödenen kiranın, ii) bir önceki yıl ödenen kiranın yasal üst sınır ile güncellenmesiyle belirlenen kira seviyesinin ve iii) rayiç kiranın ağırlıklı ortalaması olarak belirlenmektedir. λ_1 , geçen yıl ödenen kiranın ağırlığı; λ_2 , yasal üst sınır ile belirlenen kira düzeyinin ağırlığı ve x_t yasal üst sınır oranı (artı bir); λ_3 ise t ayındaki rayiç kiranın ağırlığıdır. Modelin bilinmeyenleri olan $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3$ değerleri $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3 \geq 0$ ve $\lambda_1 + \lambda_2 + \lambda_3 = 1$ kısıtları altında veriye dayalı bir şekilde tahmin edilmektedir.³ Eğer bu kural çerçevesinde belirlenen kira ilgili dönemde rayiç kiranın yüksek bir seviyeyi gösteriyorsa kira doğrudan rayiç kiraya eşit olmaktadır.

Kontratı devam eden kiracılar için kiranın güncellenme kuralı evde ikamet edilen yıl sayısına bağlı olduğu için toplam kiracı sayısının ne kadarının kaç yıldır aynı evde ikamet ettiğine ilişkin bilgi de modele girdi oluşturmaktadır. Bu dağılım, her yıl kiracıların yüzde α kadarının başka bir konuta taşınarak kontratını sonlandırdığı varsayımı altında hesaplanmaktadır.⁴ Burada, α , TÜİK verileriyle uyumlu olacak şekilde kalibre edilmiştir. s^i 'nin aynı evde i yıldır ikamet eden kiracıların toplam içindeki payını gösterdiği bir çerçevede, t ayında yenilenen kontratlardaki ortalama kira l_t aşağıdaki şekilde hesaplanabilmektedir:

$$l_t = \sum_{i=0}^4 K_t^i * s^i \quad (2)$$

Yenilenen kira sayısının yıl içine eşit dağıldığı (her ay toplam kiracı sayısının 1/12'si kadar kiracının kirasının değiştiği) varsayımı altında R_t ilgili ayda ödenen kiralardan ortalamasını göstermektedir.⁵

$$R_t = \sum_{j=0}^{11} l_{t-j} / 12 \quad (3)$$

Burada, tüm kontratların yılda bir kez güncellendiği göz önünde bulundurulduğunda, ödenen ortalama kira (R_t), cari ayda yenilenen kiralardan ile geçmiş on bir ayda yenilenen kiralardan aritmetik ortalamasına eşit olmaktadır.

TÜİK, örneklemindeki her bir konutun kira bilgisini dört ayda bir derlediği için spesifik bir ayda örneklemin yalnızca yüzde yirmi beşinin kirasını güncellemekte ve diğer konutların kirasının sabit kaldığını varsaymaktadır. Bu durumda, kirası derlenen grubun kiralardan gözlenen dört aylık artış endekse yansırken diğer konutların kira endeksindeki artışa katkısı sıfır olmaktadır. Bir başka deyişle, TÜİK kira endeksi pratikte ödenen kiralardan dört aylık hareketli ortalamasına karşılık gelmektedir.

² İlgili evde beşinci yılını tamamlayan kiracılar ile yeni bir kira kontratı imzalayanların kira düzeyi rayiçe eşit olduğu için beşinci yılını dolduran kiracının evden çıktığı varsayımı hesaplamayı kolaylaştırmak amacıyla yapılmıştır.

³ Modelin ürettiği gerçek kira enflasyonu ile mevsimsellikten arındırılmış TÜİK gerçek kira enflasyonu arasındaki toplam mutlak hatayı minimize eden değerler seçilmektedir.

⁴ s^i 'nin aynı evde i yıldır ikamet eden kiracıların toplam kiracılar içindeki payını gösterdiği bir çerçevede, s^i 'nin uzun dönem denge değerleri şu üç denklem aracılığıyla elde edilmektedir: 1) $s^0 = \alpha * (s^0 + s^1 + s^2 + s^3 + s^4) + (1 - \alpha)s^4$, 2) Eğer $i \neq 0$, $s^i = (1 - \alpha) * s^{i-1}$ ve 3) $s^0 + s^1 + s^2 + s^3 + s^4 = 1$.

⁵ Gerçek hayatta kira yenileme dönemlerinin her bir aya eşit dağılmadığı bilinmektedir. Fakat model mevsimsellikten arındırılmış kira enflasyonuna göre kalibre edildiği için bu varsayım model için herhangi bir sorun yaratmamaktadır.

$$1 + \pi_t^r = \left[\left(\frac{R_t}{R_{t-1}} \right) \left(\frac{R_{t-1}}{R_{t-2}} \right) \left(\frac{R_{t-2}}{R_{t-3}} \right) \left(\frac{R_{t-3}}{R_{t-4}} \right) \right]^{1/4} = \left(\frac{R_t}{R_{t-4}} \right)^{1/4} \quad (4)$$

Burada, π_t^r modelin mevsimsellikten arındırılmış TÜİK kira endeksinin aylık enflasyonuna denk gelen tahminini temsil etmektedir.

Model Tahmini

Ortalama rayiç kiranın TCMB yeni kiracı kira endeksine eşit olduğu varsayımı altında, model aracılığıyla TÜİK kira endeksine yönelik tahmin oluşturabilmek için λ_1 , λ_2 ve λ_3 parametrelerinin tahminine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu parametreler, modelin ürettiği gerçek kira enflasyonu ile mevsimsellikten arındırılmış TÜİK gerçek kira enflasyonu arasındaki toplam mutlak hatayı en aza indirecek şekilde seçilmektedir.

Sözleşmesi devam eden kiracıların yeni kiralılarının belirlenmesinde kullanılan parametrelerin optimum değerleri λ_1 , λ_2 ve λ_3 için sırasıyla 0, 0,56 ve 0,44 olmaktadır. Baz model olarak adlandırdığımız bu modelde, devam eden kontratlardaki kiralılar yalnızca yasal üst sınırın ima ettiği kira düzeyi ve rayiç kiranın ağırlıklı ortalamasından oluşmaktadır. Bu kutuda sunulacak olan senaryo analizlerinde baz model esas alınacaktır. Bunun yanında, devam eden kontratlarda yenilenen kiralıların bir önceki yılın kirası ve rayiç kiranın ağırlıklı ortalaması olabilmesine izin verildiğinde ortalama rayiç kira ve TÜİK kira endeksi arasındaki atalet yapısı sayısallaştırılabilmektedir ($\lambda_1 \neq 0, \lambda_2 = 0, \lambda_3 \neq 0$). Bu sebeple ideal parametrelerle seçilmiş modele ek olarak bu basit model de tahmin edilmektedir.

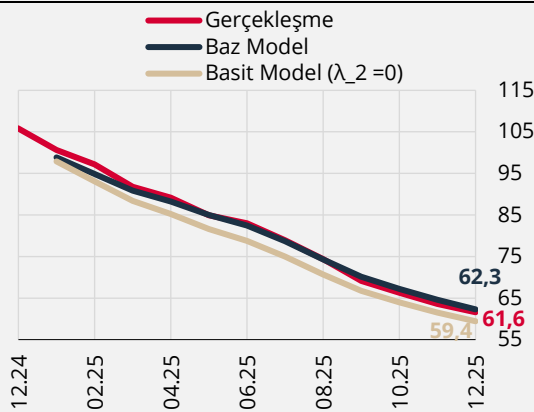
Model Performansı

Modele dayalı çıktılar ve senaryo analizlerinden önce oluşturulan modellerin performansını göstermek amacıyla bir örneklem dışı tahmin egzersizi yapılmaktadır. Bu kapsamda, TÜİK kira endeksinin 2024 yılı aralık ayına kadar olan değerlerini kullanarak model parametreleri tahmin edilmekte ve 2025 yılı rayiç kiraya ait gerçekleşen değerler modele girdi olarak sunulmaktadır. Bir başka ifadeyle "Bu çalışmada kullanılan modeller 2024 yılı aralık ayında çalıştırılırsa, 2025 yılı rayiç kiralılarını veri aldığımızda, modellerin üreteceği TÜİK kira endeksi tahminleri ne ölçüde başarılı olurdu?" sorusuna cevap aranmaktadır. Grafik 3'te sunulan bulgular, her iki modelin de başarılı bir performans gösterdiğini fakat baz modelin daha isabetli öngörülerde bulunduğunu göstermektedir.

Kira Enflasyonunda Atalet ve 2026 Yılı Senaryo Analizleri:

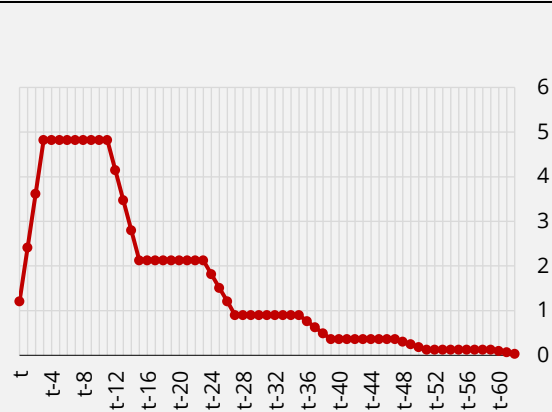
Yukarıda da bahsedildiği üzere, basit kira modeli rayiç kira ve TÜİK kira endeksi arasındaki gecikmeli ilişkiyi sayısallaştırılabilmeye imkan sağlamaktadır. Modelden türetilen ve Grafik 4'te sunulan ağırlıklar kullanılarak yeni kiracı endeksinin (hareketli) ağırlıklı ortalaması alındığında modelin TÜİK kira endeksi için ürettiği tahmin patikası elde edilebilmektedir. Buna göre, TÜFE kira endeksinin rayiç kiranın son 63 aylık değerlerinin ağırlıklı ortalaması gibi davrandığını göstermektedir. Bu çerçevede, son 12 ayın ağırlığı yüzde 53 olurken, son 24 ve son 36 ayın kümülatif ağırlığı sırasıyla yüzde 83 ve yüzde 94 olmaktadır. Bu sonuçlar, rayiç kiradaki hareketlerin TÜFE kira enflasyonuna tam olarak yansımalarının oldukça uzun bir zamana yayıldığına işaret etmektedir.

Grafik 3: Baz ve Basit Modellerin 2025 Yılı Tahmin Performansları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Yazarların hesaplamaları, TÜİK.

Grafik 4: Basit Model ile Elde Edilen Ağırlıklar (% Puan)



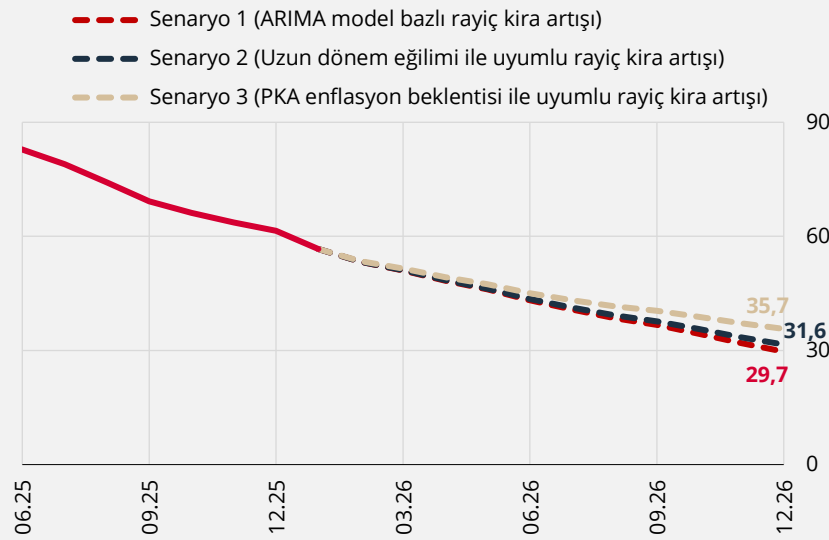
Kaynak: Yazarların hesaplamaları, TÜİK.

Son olarak rayiç kira gelişmelerine dair çeşitli senaryolar altında (baz) modelin 2026 yıl sonu TÜİK kira enflasyonuna yönelik öngörülerini paylaşmaktadır:

- **Senaryo 1:** Rayiç kiranın ARIMA süreci izleyerek 2026 yılını yıllık yüzde 15 artışla tamamlayacağı varsayılmaktadır.
- **Senaryo 2:** Rayiç kiranın Stock ve Watson (2016) tarafından önerilen UCSVO yöntemiyle tahmin edilen trendini devam ettirerek 2026 yılını yüzde 19'luk bir değişimle tamamlayacağı varsayılmaktadır.
- **Senaryo 3:** Rayiç kiranın 2026 yılı boyunca ocak ayı Piyasa Katılımcıları Anketinin (PKA) yıl sonu manşet enflasyon beklentisiyle aynı seyri izleyeceği ve yılı yüzde 23 artışla tamamlayacağı varsayılmaktadır.

Modelin senaryo 1, 2 ve 3 için 2026 yıl sonu kira enflasyonu tahmini sırasıyla yüzde 29,7, yüzde 31,6 ve yüzde 35,7 olmaktadır (Grafik 5).

Grafik 5: TÜİK Kira Enflasyonu Tahmini (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Yazarların hesaplamaları, TÜİK.

Elde edilen bulgular, rayiç kirada belirgin bir yavaşlama gerçekleşse dahi geçmiş aylardaki yüksek artışların TÜFE kira endeksine gecikmeli olarak taşınmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Buna karşın, rayiç kirada yeniden hızlanma yaşanması halinde ise TÜFE kira enflasyonunun aynı yönde fakat daha sönük ve gecikmeli tepki vereceği bilinmektedir. Bu çerçevede, ortaya konulan model ile hem kısa vadeli kira enflasyonu tahminleri hem de alternatif rayiç kira senaryoları altında orta vadeli TÜFE patikalarının değerlendirilmesi için pratik bir araç sunulmaktadır.

Kaynakça

Ball, L. M. ve Koh, K. W. "Market Rents and CPI Shelter Inflation," NBER Working Paper 34113 (2025), <https://doi.org/10.3386/w34113>.

Özcan-Kodaz, E.F., Özsevinç, T. ve Yürek S. "Kira Enflasyonu Dinamiği ve Tahmini". Devam eden çalışma.

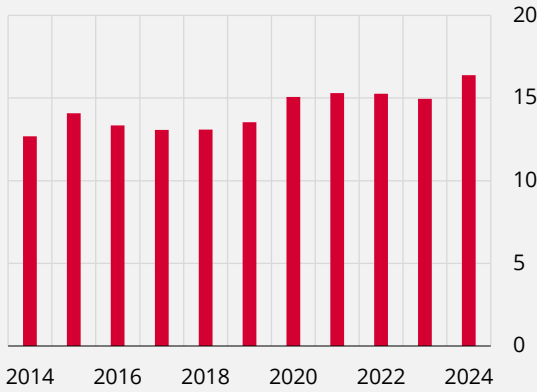
Stock, J. ve M., Watson. 2016. Core Inflation and Trend Inflation, *Review of Economics and Statistics*, 98 (4), Ekim 2016, pp. 770-784.

Kutu 2.3

Çin'e Karşı Reel Kur Değişiminin İhracata Etkisi

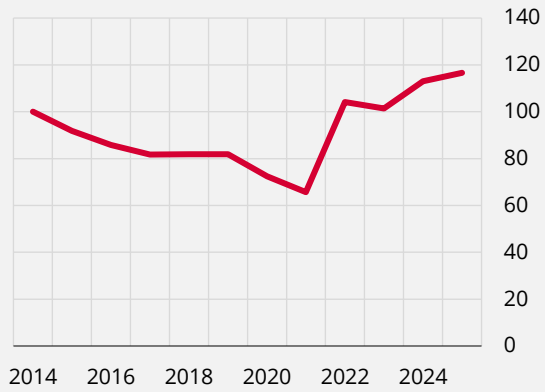
Dünyanın en büyük ihracatçısı olan Çin 2024 yılı itibarıyla küresel ihracatın yüzde 16'sından fazlasını tek başına gerçekleştirmektedir (Grafik 1). Dolayısıyla Çin, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin dünya pazarlarında en önemli rakibi olup, Çin kaynaklı fiyat rekabeti baskısı sıklıkla gündeme gelmektedir. Fiyat rekabetçiliği unsuru olarak yoğun olarak kullanılan reel kur ise son yıllarda Çin yuanına göre hesaplandığında artmıştır (Grafik 2). Bu kutuda Türkiye ile Çin arasındaki reel döviz kuru hareketlerinin Türkiye'nin ihracatı üzerindeki etkileri incelenmektedir.

Grafik 1: Çin'in Dünya İhracatındaki Payı (%)



Kaynak: UN Comtrade.

Grafik 2: Çin'e Karşı ÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi (2014=100)



Kaynak: NBSC, TCMB, TÜİK.

İktisat yazınında görece fiyat etkisi çoğunlukla ithalatçı ülkelere karşı reel kura, bir diğer ifadeyle ithalatçı ülkelerdeki yerel üreticilerle olan fiyat rekabetine odaklanmıştır.¹ Bununla birlikte, Mattoo vd. (2017) Çin'in ihracat piyasalarında rekabet etkisini incelemiş ve Çin'in ithalatçı ülkelere karşı reel kur kaybının diğer gelişmekte olan ülkelerin ihracatlarına olumsuz etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Türkiye'nin Çin'e karşı reel kur değişiminin ihracata etkisi Mattoo vd. (2017) çalışmasındaki ekonometrik çerçeve kullanılarak 2014-2023 dönemi için aşağıdaki panel veri denklemi ile tahmin edilmiştir:

$$\ln X_{ijt}^{TR} = \beta_1 * \alpha_{ij}^{CH} * \ln RER_t^{TR,CH} + \beta_2 * \ln M_{ijt} + \eta_{ij} + \delta_{jt} + \gamma_{it} + \varepsilon_{ijt}$$

Denklemden $\ln X_{ijt}^{TR}$ ile gösterilen bağımlı değişken Türkiye'nin t yılında j ülkesine yaptığı i ürünü ihracatının doğal logaritmasıdır. Denklemin ana odak değişkeni olan rakip ülke etkisi Çin'in ilgili ürün-ülke pazarındaki ihracat payını gösteren α_{ij}^{CH} ile Türkiye'nin Çin'e karşı ÜFE bazlı reel döviz kurunun doğal logaritmasının, $\ln RER_t^{TR,CH}$, etkileşiminden oluşmaktadır.² α_{ij}^{CH} 'nin yüksek olması Çin'in ilgili pazarda (j ülkesindeki i ürün pazarı) Türkiye'nin önemli bir rakibi olduğuna işaret etmektedir. Denklemden kontrol değişkenleri ihracatı belirleyen diğer etkenleri içermektedir. Ülke-zaman sabit etkileri, δ_{jt} , ithalatçı ülkelerde ithalat talebini etkileyen genel makroekonomik koşulları (büyüme, reel kur vb.) içermektedir. Genel ithalat talebinden farklılaşan ürün spesifik ithalat talebini kontrol etmek için denkleme ayrıca ürün-ülke düzeyindeki toplam ithalat hacmi ($\ln M_{ijt}$) eklenmiştir. Ürün-ülke sabit etkileri (η_{ij}) ithalat pazarlarında zamana bağlı olmayan faktörleri (örneğin Türkiye'nin ithalatçı ülke ile coğrafi ya da kültürel yakınlığı), γ_{it} ise i ürünündeki küresel talep koşullarını kontrol etmektedir.

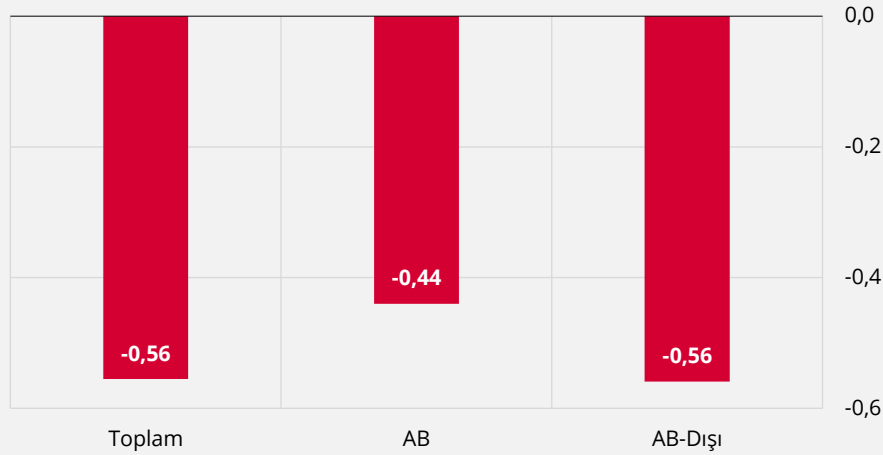
¹ Türkiye için yapılan çalışmalar reel kur değerlenmesinin ihracata olumsuz ancak sınırlı bir etkisinin olduğuna işaret etmektedir (Gül ve Kazdal; 2021). Bu kutuda, mevcut çalışmalardan farklı olarak doğrudan Türkiye ve Çin arasındaki reel kurun ihracat ile ilişkisi incelenmektedir.

² Olası içsellik sorunlarından kaçınmak için α_{ij}^{CH} , Mattoo vd. (2017) takip edilerek, analiz başlangıç yılındaki değerlerinde sabit tutulmuştur.

Analizlerde UN Comtrade tarafından Harmonize Sistem sınıflamasında açıklanan altı basamaklı kırılımda ihracat verileri kullanılmıştır. Reel kur hesaplamaları ise TÜİK ve Çin İstatistik Ofisi (NBSC) üretici fiyat endeksi verileri ile yapılmıştır. Denklemler tüm ihracat pazarlarının yanı sıra AB ve AB-dışı pazarlar için ayrı ayrı tahmin edilmiştir.

Grafik 3 denklem tahmininden elde edilen β_1 katsayılarını göstermektedir. Buna göre, Çin'e karşı reel kurdaki yüzde 1 oranındaki bir artış, uç bir örnek olarak, Çin'in payının yüzde 100 olduğu bir pazarda ihracatın yaklaşık yüzde 0,6 oranında gerilemesine neden olmaktadır. Bu etki AB dışı ülkelerde daha yüksektir. Reel kur değişiminin ihracata toplam etkisinin tespit edilebilmesi için, Çin'in her ürün-ülke pazarındaki payı ile o pazara yapılan ihracat değerleri kullanılarak tüm pazarlar için etkiler hesaplanıp toplulaştırılmıştır.

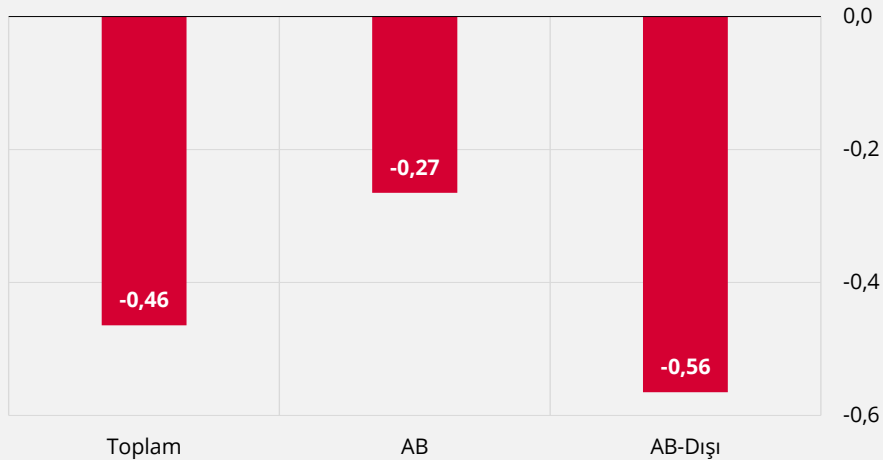
Grafik 3: Model Katsayıları* (β_1)



* Bütün katsayılar yüzde 1 düzeyinde istatistik olarak anlamlıdır.

2023 yılı ihracat verileri ile yapılan etki analizi sonuçlarına göre, Çin'e karşı reel kurda yüzde 10'luk bir değerlenme ihracatı yaklaşık yüzde 0,5 oranında, bir diğer ifadeyle 1,2 milyar ABD doları azaltmaktadır (Grafik 4). Bölgesel analiz sonuçlarına göre, reel kur değerlenmesinin AB ülkelerine yönelik etkisi daha sınırlıdır; reel kurdaki yüzde 10'luk bir değerlenme ihracatı yaklaşık yüzde 0,3 (282 milyon ABD doları) düşürmektedir. AB dışı pazarlarda etki görece daha yüksek olup reel kurdaki yüzde 10 artış ihracatta yaklaşık yüzde 0,6'lık (810 milyon ABD doları) azalmaya neden olmaktadır.

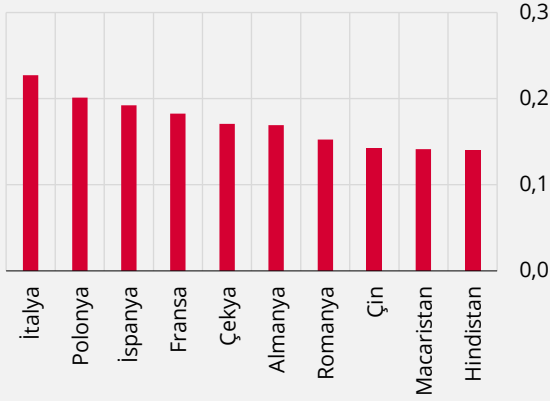
Grafik 4: Çin'e Karşı Reel Kurda Yüzde 10 Değerlenmenin İhracata Etkisi* (% Değişim)



* Etki analizinde 2023 yılı ihracat verileri kullanılmıştır.

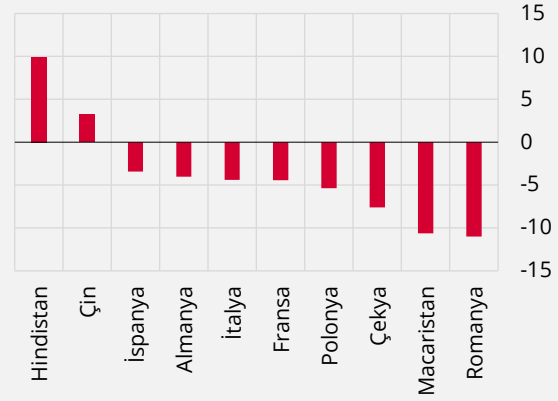
Çin ihracatta çoğu ülkenin en önemli rakibi olmakla birlikte reel kur gelişmeleri takip edilirken ihracat piyasalarında rekabet halinde olunan diğer ülkeler de dikkate alınmalıdır. Bu çerçevede, ihracatta benzerlik endeksi kullanılarak Türkiye'nin başlıca rakip ülkeleri tespit edilmiştir (Grafik 5). Hindistan hariç tutulduğunda, Çin dışı rakip ülkelere karşı reel kur 2025 yılında gerilemiştir (Grafik 6).³ Dolayısıyla, son dönemde reel kur kaynaklı önemli bir rekabet baskısı olmadığı değerlendirilmektedir.

Grafik 5: İhracatta Benzerlik Endeksi⁴
(Ürün-Ülke, 2023)



Kaynak: UN Comtrade, Yazarların Hesaplamaları.

Grafik 6: Ülkelere Göre Reel Kurda Yıllık Değişim (ÜFE Bazlı, Aralık 2025)



Kaynak: Eurostat, NBSC, TCMB, TÜİK.

Özetle, analiz sonuçlarına göre Çin'e karşı reel döviz kurundaki değişimlerin Türkiye'nin ihracatı üzerinde istatistiki olarak anlamlı ancak sınırlı bir etkisi bulunmaktadır. Bu sonuçlar döviz kurunun ihracatta rekabet gücünün temel belirleyicisi olmadığı yönündeki önceki bulgular ile tutarlıdır.

Kaynakça

Gül, S. ve Kazdal, A. (2021). Türkiye'de İhracat ve Reel Kur Arasında Zamana Göre Değişen İlişki: Sektörel Düzeyde Güncel Bir İnceleme, TCMB Çalışma Tebliği No: 21/38.

Mattoo, A., Mishra, P., & Subramanian, A. (2017). Beggar-thy-neighbor effects of exchange rates: A study of the renminbi. *American Economic Journal: Economic Policy*, 9(4), 344-366.

³ Çin için yapılan analiz Hindistan için tekrarlandığında, reel kurdaki yüzde 10'luk bir artışın ihracata 400 milyon dolar civarında oldukça sınırlı bir etkisi olduğu hesaplanmıştır. Bununla birlikte, Avrupa Birliği-Hindistan serbest ticaret anlaşmasının gerçekleşmesi durumunda bu etki daha yüksek olabilecektir.

⁴ Türkiye ile pazar (ürün-ülke) bazında ihracat benzerlik endeksi en yüksek ülkelerden 2023 ihracatı 100 milyar dolar üzerinde olanlar dahil edilmiştir. İhracat benzerlik endeksi karşılaştırılan iki ülkenin toplam ihracatlarındaki ürün-ülke ikililerinin payından küçük olanlarının toplanmasıyla aşağıdaki formül yardımıyla elde edilmektedir. Denklemden i ve j ihracatçı ülkeleri, k ise ihracat yapılan ürün-ülke ikilisini temsil etmektedir.

$$\text{Benzerlik}_{i,j} = \sum \min \left(\frac{x_i^k}{x_i}, \frac{x_j^k}{x_j} \right)$$

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

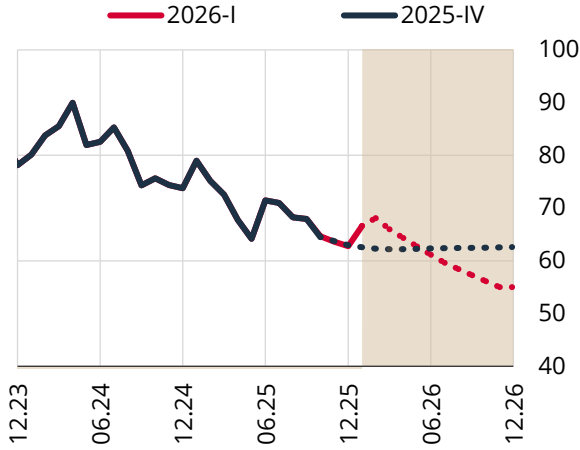
Küresel büyüme görünümü, küresel ticaret politikalarındaki belirsizliklere ve jeopolitik risklere rağmen dirençli seyrini sürdürmektedir. ABD'de büyümede teknoloji sektörü yatırımları öne çıkarken, Çin ekonomisinin tarifelere karşın büyüme hedefleriyle uyumlu bir performans sergilediği görülmektedir. 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 indirimini 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).

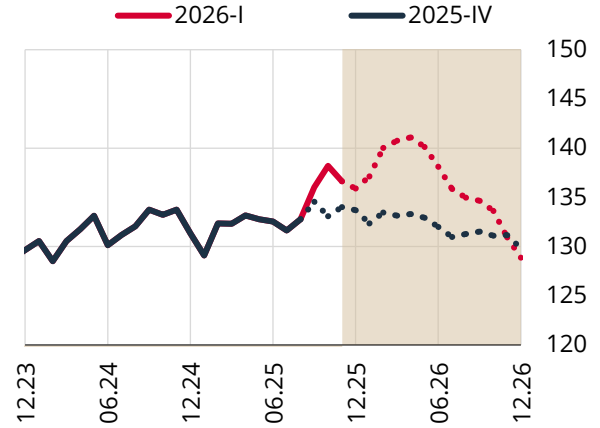
Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler* (ABD Doları/Varil)



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*

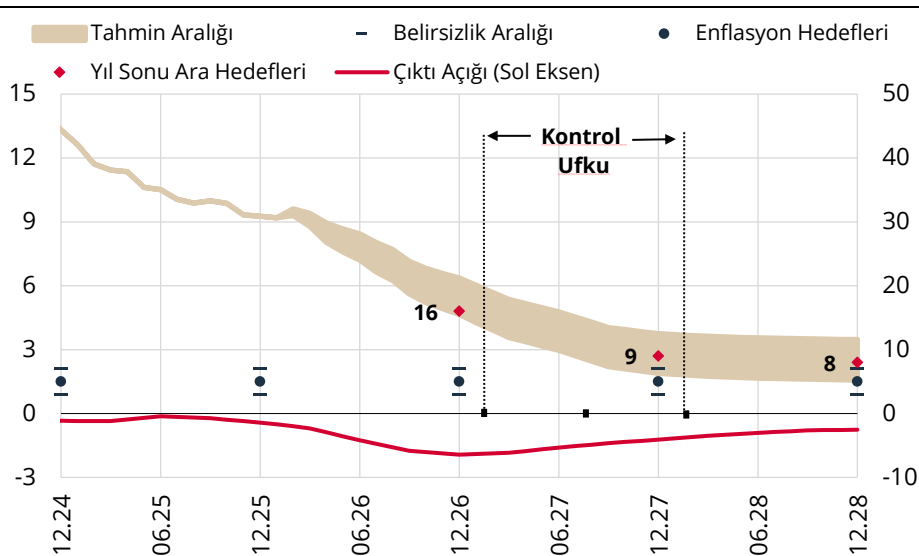
	2025	2026	2027
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,1 (2,0)	2,3 (2,2)	2,2 (-)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	69,0 (69,0)	60,9 (62,4)	56,0 (-)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,5 (0,8)	2,0 (-0,6)	-0,9 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu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

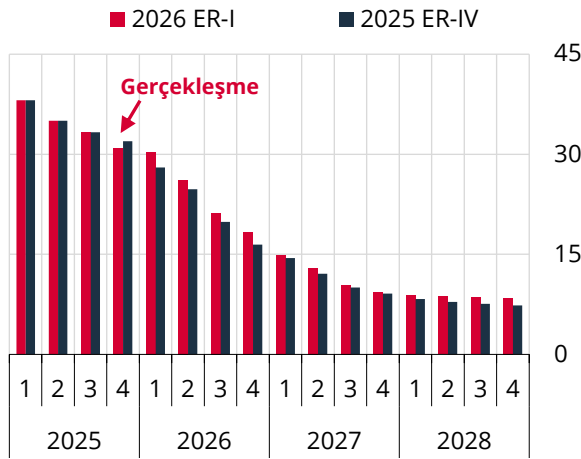
Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri* (%)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

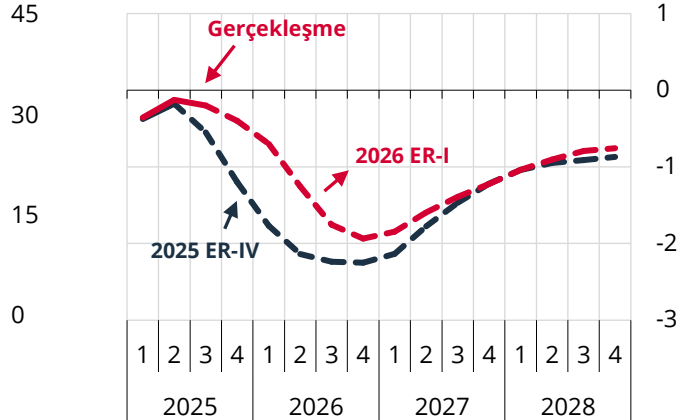
* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

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.¹ Ayrıca, petrol ve enerji fiyatları varsayımındaki düşüşe 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.

¹ 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"> Ticaret politikalarında korumacı eğilimler enflasyon üzerinde her iki yönlü risk oluşturmaktadır. ↔ Petrol fiyatları üzerinde küresel talepteki zayıf seyir ve OPEC+ üyesi ülkelerin petrol üretimini artırma kararlarını sürdürmesi aşağı yönde etkide bulunmaktadır. ↓ Jeopolitik gelişmeler enerji ve değerli metaller üzerinden her iki yönlü risk oluşturmaktadır. ↔ Değerli ve endüstriyel metallerde fiyat artışlarının devam etmesi enerji dışı emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. ↑ 	<ul style="list-style-type: none"> Küresel enflasyon ve büyüme göstergeleri ile tahminleri Küresel ekonomi ve ticaret politikaları Küresel ticaret belirsizlik endeksi Küresel risk iştahı göstergeleri İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi OPEC+ kararları Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler Yönetilen-yönlendirilen fiyatlar İthalat Birim Değer Endeksi
Enflasyon beklentileri	<ul style="list-style-type: none"> Enflasyon beklentilerinin veri sürprizlerine asimetric tepki vermesi ve beklentilerin ara hedeflerden yüksek seviyelerde seyretmesi yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. ↑ Son dönem fiyat gelişmelerinin enflasyon beklentileri ve fiyatlandırma davranışları kanalıyla dezenflasyon süreci üzerine etkileri yakından takip edilmektedir. ↑ 	<ul style="list-style-type: none"> Sektörel enflasyon beklentileri Enflasyon beklentilerinin dağılımı Enflasyon belirsizliği göstergeleri Enflasyon beklentilerinin Enflasyon Raporu tahminleriyle uyumu Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri

Fiyatlama davranışlarında geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin güçlü seyretmesi	<ul style="list-style-type: none"> Kira ve eğitim alt gruplarında atalettaki zayıflamanın öngörülenden daha sınırlı olması yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. 	<p style="text-align: center;">↑</p> <ul style="list-style-type: none"> Temel enflasyon göstergeleri Hizmet enflasyonu ataleti Kira fiyatları Eğitim fiyatları
Gıda fiyatları	<ul style="list-style-type: none"> Arz kaynaklı unsurların etkisiyle gıda fiyatlarında yukarı yönlü riskler oluşabilecektir. 	<p style="text-align: center;">↑</p> <ul style="list-style-type: none"> Taze meyve ve sebze fiyatları, ekmek ve tahıl başta olmak üzere işlenmiş gıda fiyatları Uluslararası tarımsal emtia fiyatları Sıcaklık ve yağış gibi meteoroloji ve iklim istatistikleri
Para ve maliye politikalarının eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> Para ve maliye politikalarının eşgüdümünün sektöre uğraması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturabilecektir. 	<p style="text-align: center;">↑</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 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

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.

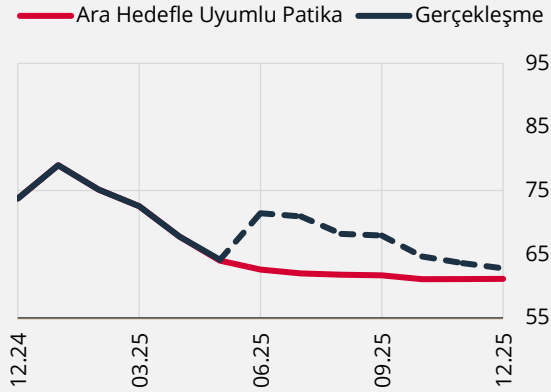
2025 yılı ara hedefinden sapmanın sayısal muhasebesini ortaya koyarken 2025-ER-II'deki orta vadeli tahminlere baz teşkil eden varsayım setine göre karşılaştırma yapılmıştır (Tablo 1). Muhasebede, dört ana tema belirleyici olarak öne çıkmaktadır.

Tablo 1: Ara Hedef Temel Varsayımları ve Gerçekleşmeler

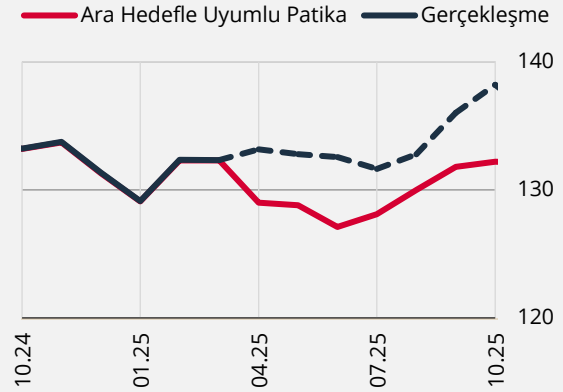
	Ara Hedef Varsayımı	Gerçekleşme
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,9	2,1
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	65,8	69,0
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-1,1	1,4
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	26,5	28,3

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.

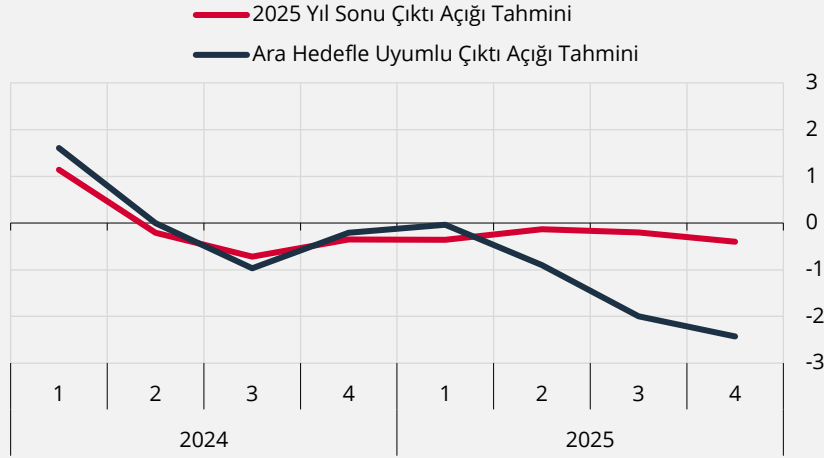
Kuraklık ve Don Hadisesi

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
Ara Hedef Sapması (% Puan)	6,9
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

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