

# ENFLASYON RAPORU

**2024-II**  
9 Mayıs 2024



## İçindekiler

<b>1. Genel Değerlendirme</b> .....	<b>1</b>
1.1 Para Politikası Kararları.....	3
<b>2. Ekonomik Görünüm</b> .....	<b>6</b>
2.1 Küresel Ekonomi.....	6
2.2 Finansal Koşullar.....	10
2.3 İktisadi Faaliyet.....	16
2.4 Enflasyon.....	25
<b>3. Orta Vadeli Öngörüler</b> .....	<b>49</b>
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar.....	49
3.2 Orta Vadeli Görünüm.....	51
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları.....	54
<b>Kutular</b> .....	
<b>Kutu 2.1</b> Yüksek ve Düşük Montanlı Mevduata Uygulanan Faiz Farkı ve Nedenleri.....	<b>33</b>
<b>Kutu 2.2</b> Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular.....	<b>38</b>
<b>Kutu 2.3</b> Hizmet Üretim Endeksi: Arz ve Talep İle İlişkisi.....	<b>42</b>
<b>Kutu 2.4</b> Hizmet Enflasyonu Görünümü.....	<b>44</b>
<b>Kutu 3.1</b> Firma Enflasyon Beklentileri.....	<b>57</b>

# 1.Genel Değerlendirme

**Tüketici enflasyonu 2024 yılı Nisan ayını yüzde 69,8 ile yılın ilk Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının üzerinde tamamlamıştır.** Eylül ayından itibaren azalan enflasyonun ana eğilimi, zamana bağlı fiyat ayarlamalarında ve yönetilen/yönlendirilen fiyat düzenlemelerinde geçmiş enflasyona endeksleme davranışının yanı sıra ücret güncellemelerinin etkisiyle ocak ayında artmıştır. Ana eğilim takip eden aylarda zayıflayarak aralık ayındaki seviyesine dönmekle birlikte yılın ilk Enflasyon Raporu'nda öngörülen patikanın üzerinde seyretmiştir. Küresel emtia fiyatları yılın ilk üç aylık döneminde jeopolitik gelişmeler ve üretim kesintilerini takiben enerji grubu öncülüğünde yükselmiştir. Söz konusu jeopolitik gelişmeler alternatif ticaret rotalarının tercih edilmesine neden olurken teslimat süreleri uzamış, navlun ücretleri artış sergilemiştir. Son Rapor döneminde gıda fiyatlarında güçlü artışlar gerçekleşmiş, kırmızı et fiyatları bu gelişmede öne çıkmıştır. Para politikasındaki sıkı duruşun etkisiyle 12 ve 24 aylık enflasyon beklentilerinde gerileme gözlenmekle birlikte yıl sonu beklentileri Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerindeki seyrini sürdürmüştür. Fiyat artış eğiliminin ne ölçüde genele yayıldığına dair bilgi içeren yayılım endeksinde yılın ilk iki ayında gerçekleşen artışın ardından mart ve nisan aylarında belirgin bir değişiklik izlenmemiştir. Yılın ilk çeyreğinde toplam talep koşulları güçlü seyretmiş, kredi kullanımında artış gerçekleşmiştir. Reel ücretlerdeki artış yurt içi talep koşullarını destekleyen bir unsur olmuştur. Geçmiş enflasyona endeksleme davranışı hizmetler sektörü enflasyonunda ataletin sürmesini beraberinde getirmiş, kira alt grubu bu bağlamda öne çıkmıştır. Geçmişe kıyasla sık aralıklarla güncellenen ücretler, hizmet grubu enflasyonuna direnç kazandıran bir diğer gelişme olmuştur.

**Enflasyonun ana eğilimi ocak ayında öngörülerle uyumlu bir biçimde yükselmiş, takip eden dönemde yavaşlarsa da beklenenden yüksek bir seyir izlemiştir.** 2023 yılı son çeyreğinde öngörülerin üzerinde gerileyen çekirdek göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış aylık artışları ocak ayında hizmet enflasyonu öncülüğünde kuvvetlenmiştir. Enflasyonun ana eğilimi izleyen dönemde gerilemekle beraber öngörülenden yüksek gerçekleşmiştir. Medyan enflasyon, SATRIM, Dinamik Faktör gibi alternatif ana eğilim göstergeleri de benzer bir seyir sergileyerek bu görünümü teyit etmiştir. Ana eğilimde gözlenen bu yavaşlamanın, parasal sıkılaştırmanın etkilerinin belirginleşmesi ile devam edeceği tahmin edilmektedir.

**Enflasyonun 2024 yılı sonunda yüzde 38 olarak gerçekleşeceği, 2025 yılı sonunda ise yüzde 14 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir.** 2024 yıl sonu enflasyon tahminleri yukarı yönlü güncellenirken 2025 yıl sonu enflasyon tahminleri korunmuştur. Yılın ilk çeyreğine ilişkin açıklanan veriler talebin dengelenme sürecinin bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha gecikmeli olacağına işaret etmektedir. İç talebin dirençli seyri, enflasyonun ana eğilimindeki gerilemenin öngörülenden daha yavaş olması ve emtia ile ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımların yukarı yönlü güncellenmesi, enflasyon tahminini yukarı çeken temel faktörler olmuştur. Öte yandan para politikasındaki güçlü sıkılaştırmanın ve alınan önlemlerle parasal aktarım mekanizmasının desteklenmesinin enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlı tutması beklenmektedir. Enflasyon beklentilerinin enflasyon tahminlerine yakınsayarak enflasyondaki düşüşü destekleyeceği, sıkılaştırılan finansal koşulların ise yurt içi talepteki dirençli seyri zayıflatarak enflasyonu düşürücü yönde etki edeceği değerlendirilmiştir.

**Haziran ayında başlayacak dezenflasyon sürecinin yılın ikinci yarısında güçlenerek devam edeceği öngörülmektedir.** Mart ayında politika faizinde yapılan güçlü artış ve alınan ilave makro ihtiyati tedbirlerin etkisiyle finansal koşulların önemli ölçüde sıkılaştığı değerlendirilmektedir. Atılan politika adımlarının gecikmeli etkileri de dikkate alındığında yurt içi talepteki dengelenmenin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği öngörülmektedir. Orta vadeli tahminler üretilirken enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eş güdümün korunacağı bir görünüm esas alınmıştır. Aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sıkı olacak bir para politikası duruşu tahminlere baz olarak alınmıştır. Kararlı sıkı duruşu vurgulayan para politikası sözlü yönlendirmelerinin de katkısıyla enflasyon beklentilerinin kısa vadede Enflasyon Raporu tahminlerine, orta vadede ise enflasyon hedefine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Ayrıca, tahmin döneminde mali disiplinin korunacağı ve mali politikaların para politikası ile eşgüdüm içerisinde dezenflasyonist süreci destekleyeceği varsayılmaktadır. Para politikasındaki kararlı duruşun yurt içi talepte dengelenmeyi, Türk lirası varlıklara olan talebi güçlendirerek Türk lirasında reel değerlenmeyi ve enflasyon beklentilerinde düzelmeyi sağlayacağı öngörülmektedir. Tüm bu unsurların aylık enflasyonun ana eğilimini düşüreceği, 2024 yılının ikinci yarısında dezenflasyonu tesis edeceği değerlendirilmektedir.

**2023 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyet güçlü seyretmiş ve yurt içi talepteki dengelenmenin hız kestiğine işaret etmiştir.** Dördüncü çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), yıllık bazda yüzde 4 oranında artarken çeyreklik bazda büyüme yüzde 1 oranında gerçekleşmiştir. Böylece 2023 yılı genelinde büyüme oranı yüzde 4,5 olmuştur. Harcamalar yönünden bakıldığında, üçüncü çeyrekte daralan özel tüketim, yılın son çeyreğinde kuvvetli bir toparlanma kaydetmiş ve hanehalkı talebinin dirençli olduğunu teyit etmiştir. Net ihracatın büyümeye katkısı ise pozitif olmakla birlikte, bir önceki çeyreğe kıyasla azalmıştır. Üretim yönünden ise hizmet katma değeri çeyreklik bazda büyümenin temel belirleyicisi olurken sanayi sektörü büyümeyi sınırlamıştır.

**2024 yılının ilk çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi talepte güçlü seyre işaret ederken nisan ayına ilişkin öncü göstergeler ilk çeyrekteki kadar güçlü bir iç talebin olmadığını ima etmektedir.** Perakende satış hacim endeksi şubat ayı itibarıyla yılın ilk çeyreğinde hem çeyreklik hem de yıllık bazda hızlanma kaydetmiştir. Buna karşılık, ticaret satış hacim endeksi artış hızı, aynı dönemde endeksin alt kalemlerinden toptan ticaret hacim endeksindeki nispeten daha zayıf görünüm kaynaklı olarak yavaşlamıştır. Kartla yapılan harcamalar ise yılın ilk çeyreğinde tüketim talebindeki artışın çeyreklik bazda devam ettiğine işaret etmiştir. Bu dönemde, beyaz eşya satışları çeyreklik bazda belirgin hızlanma kaydederken otomobil satışlarında kampanyalar ve ÖTV muafiyetli satışların da etkisiyle artış ivmesi korunmuştur. Bir önceki çeyrekte gerileyen imalat sanayi firmalarının kayıtlı iç piyasa siparişleri, ücret güncellemelerinin gerçekleştiği yılın ilk çeyreğinde yeniden artış kaydetmiştir. Öte yandan, söz konusu dönemde firmaların gelecek üç aydaki iç piyasa sipariş beklentileri düşmüştür. Firma görüşmeleri, yılın ilk çeyreğinde ücret artışları, firmaların ilave kampanyaları ve öne çekilen talep etkisiyle yurt içi satışların çeyreklik bazda arttığına işaret etmiştir. Üretim tarafında ise mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak sanayi üretimi şubat ayı itibarıyla ilk çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 3,4 oranında artmıştır. Benzer şekilde, mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam aynı dönemde çeyreklik bazda yüzde 1,4 oranında (449 bin kişi) artmıştır. Diğer taraftan, atıl işgücü oranında ilk çeyrekte görülen artışın yanında anket verileri, işgücü piyasasında zayıflama işaretlerinin görülmeye başladığını ima etmektedir. Nisan ayına ilişkin yüksek frekanslı veriler ve saha gözlemleri ise yurt içi talepte dengelenmeye yönelik bazı sinyaller içermektedir. Reelleştirilmiş olarak kartla yapılan harcamalar bayram tatilinin de yer aldığı nisan ayında aylık bazda düşüş kaydetmiştir. Benzer şekilde, nisan ayına ilişkin firma görüşmeleri, tüketim harcamalarının, bir önceki çeyrekte öne çekilen talep ve uzun bayram tatilinin de etkisiyle ivme kaybetmekte olduğunu ima etmektedir. PMI verileri de nisan ayı itibarıyla ikinci çeyrekte hem yeni siparişlerin hem de üretimin eşik değerinin altında kalarak ılımlı zayıflama kaydettiğine işaret etmektedir. Öte yandan, tüketim malları ithalatı nisan ayında artış kaydederek bu görünümünden ayrılmıştır.

**Cari işlemler dengesindeki iyileşme eğilimi, dış ticaret açığındaki azalışın ve hizmetler dengesindeki güçlü görünümün etkisiyle ilk çeyrekte ivme kazanmıştır.** Dış ticaret açığındaki azalış, altın hariç ihracatın artış eğilimini, ithalatın ise azalış eğilimini sürdürmesiyle devam etmiştir. İlk çeyrekte dış talep kısmi bir toparlanmaya rağmen zayıf seyrini sürdürmüş, buna karşın altın hariç ihracat mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak artışına devam etmiştir. Altın ihracatı ise yurt içi altın talebindeki artışın etkisiyle kayda değer biçimde gerilemiştir. İthalat tarafında, ilk çeyrekte yurt içi talebin dirençli seyretmesiyle altın ve enerji hariç ithalat, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak yataya yakın seyretmiştir. Enerji ithalatı, 2024 yılı ilk çeyreğinde bir önceki çeyrekteki seviyesine yakın gerçekleşirken altın ithalatı önceki çeyreğe kıyasla gerilemiş, böylelikle toplam ithalat azalış eğilimini sürdürmüştür. Bunlara ek olarak, şubat ayı itibarıyla dış ticaret haddinin yatay seyrini koruması ve dış ticaretteki reel dengelenme, dış ticaret açığındaki iyileşme eğilimini desteklemiştir. Yılın ilk çeyreğinde yatırım malları ve ara malları ithalat miktarlarında görülen düşüslere tüketim malları ithalat miktarındaki azalış da eşlik etmiştir. Hizmetler dengesindeki olumlu seyir, seyahat gelirlerinin katkısıyla güçlenerek sürmüştür. Bu çerçevede, gerek mal ticareti dengesinde süregelen artış eğiliminin gerekse hizmetler dengesinin cari dengeye sunduğu olumlu katkının artarak devam etmesiyle mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak cari işlemler açığı bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin biçimde gerilemiştir. Finansman tarafında, ilk çeyrekte uzun vadeli kalemlerin ağırlığı artarken net hata noksan kaleminden çıkış gözlenmiş, rezervler ise azalmıştır.

**Küresel ölçekte dezenflasyon süreci devam etmekle birlikte, enflasyon hedeflerin üzerinde kalmayı sürdürmekte ve enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü riskler geçerliliğini korumaktadır.** Küresel olarak işgücü piyasalarındaki sıkılık ve buna bağlı ücret baskısı özellikle hizmet enflasyonunda katılığa neden olurken jeopolitik gelişmeler de enerji fiyatları ve küresel arz koşulları aracılığı ile enflasyondaki düşüş sürecini olumsuz etkilemektedir. ABD ekonomisi büyüme ve enflasyon görünümü açısından diğer büyük ekonomilerden ayrılmaya başlamış, bu durum ABD Merkez Bankası (Fed) para politikasına ilişkin beklentilerin de kısmen farklılaşmasına yol açmıştır. Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre tüm

gelişmiş ülkelerde politika faizlerinin daha geç ve daha yavaş indirileceği fiyatlanırken bu değişim Fed için daha belirgin olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda enflasyon tolerans aralığı içerisindeki düzeylere gerilerken faiz indirimleri de sürmektedir. Önümüzdeki dönemde, enflasyondaki düşüşe bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin genele yayılması olası görülmektedir. Bununla birlikte, enflasyonun seviyesi, katılıklar, artan belirsizlik ve riskler değerlendirildiğinde, faiz indirim süreçlerinin parasal sıkılığı koruyacak ve enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürülmesi beklenmektedir.

**Mevcut Enflasyon Raporu döneminde küresel risk iştahı zayıflarken parasal sıkılaştırma süreci, Türkiye'nin risk priminin benzer ülkelere göre pozitif ayrışmasını desteklemiştir.** Gelişmiş ülke para politikalarına yönelik gevşeme beklentilerinin ötelenmesi ve jeopolitik riskler kaynaklı olarak küresel finansal koşullar sıkılaştırırken gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamaları bozulmuştur. Bu görünüm altında gelişmekte olan ülkelerde risk primi göstergeleri yükselmiş, Türkiye'nin CDS primi ise pozitif ayrışarak yeniden 300 baz puan seviyesinin altına gerilemiştir. Diğer taraftan, Türk lirasının kur oynaklığı kısa vadede artış kaydetse de uzun vadelerdeki yükseliş sınırlı kalmıştır. TCMB brüt uluslararası rezervleri 26 Nisan itibarıyla 124,1 milyar ABD doları seviyesine gerilerken bu dönemde TCMB swap fonlamasındaki düşüşün etkisi öne çıkmıştır. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde DİBS getirileri kısa ve orta vadelerde politika faizindeki artışla uyumlu bir şekilde artmış, uzun vadelerdeki yükseliş ise sınırlı olmuştur.

**Para politikası kararları ve parasal sıkılaştırma sürecini destekleyen diğer adımların sonucunda finansal koşullardaki sıkılaştırma devam etmiştir.** Bir önceki Enflasyon Raporu döneminden bu yana, politika faizindeki artışın yanı sıra Türk lirası mevduatının payının artırılmasına yönelik düzenlemeler ile miktarsal sıkılaştırma kararları ve makroihtiyati çerçeveyi sadeleştirme yönünde atılan adımlar, aktarım mekanizmasını güçlendirmeye ve bankacılık sisteminin fonlama kompozisyonunu iyileştirmeye devam etmiştir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde, mevduat faizlerinde tüm vadelerde ortalama 14,0 yüzde puanlık bir yükseliş olmuş, kur korumalı hesaplardaki azalma devam ederken Türk lirasının toplam mevduat içindeki payı yükselmiştir. Diğer taraftan, ihtiyaç ve TL ticari kredi faizleri önemli ölçüde artmıştır. Ticari kredilerde, TL kredi büyümesi yavaşlamış, YP kredilerde ise hızlanma gözlenmiştir. Toplam ticari kredilerin kur etkisinden arındırılmış 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi, mevcut Enflasyon Raporu döneminde 19,5 yüzde puan artarak yüzde 34,7 olmuştur. Diğer taraftan, bireysel kredi kartı bakiyesi büyüme oranlarındaki gerilemenin etkisiyle bireysel kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı azalış kaydederek yüzde 51,7 olarak gerçekleşmiştir.

## 1.1 Para Politikası Kararları

**TCMB, sekiz aylık güçlü faiz artırım döngüsünden sonra ulaşılan parasal sıkılık düzeyinin gecikmeli etkilerini ve parasal aktarımı destekleyen diğer politika adımlarını da göz önünde bulundurarak politika faizini şubat ayında sabit tutmuştur.** Ocak ayında aylık enflasyonun ana eğilimi yılın ilk ayına özgü zamana bağlı fiyat ve ücret güncellemeleri sonucunda, enflasyon tahmin patikasında öngörülen şekilde yükselmiş ve manşet enflasyon sınırlı bir artış kaydetmiştir. Bununla birlikte, hizmet enflasyonundaki katılık, enflasyon beklentileri, jeopolitik riskler ve gıda fiyatları enflasyon baskılarını canlı tutmuştur. TCMB, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının öngörüler ile uyumunu ve ücret artışlarının enflasyon üzerindeki etkilerini yakından takip edeceği yönünde iletişim yapmıştır. Enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda ise para politikası duruşunun sıkılaştırılacağı yönünde sözlü yönlendirme yapılmıştır.

**TCMB, enflasyon görünümünde bozulmaya dikkat çekerek mart ayında politika faizinin artırılmasına karar vermiştir.** Şubat ayında aylık enflasyonun ana eğilimi, hizmet enflasyonu öncülüğünde, öngörülenden yüksek gerçekleşmiştir. Hesaplama yönteminde yapılan değişikliklerin de etkisiyle yakın döneme ilişkin açıklanan göstergeler yurt içi talepteki dirençli seyrin güçlenerek sürdüğüne işaret etmiştir. Orta vadeli enflasyon beklentilerinde gerileme devam ederken 2024 ve 2025 yıl sonu enflasyon beklentileri yükselmiştir. Bu bağlamda TCMB, enflasyon görünümündeki bozulmayı dikkate alarak mart ayı toplantısında politika faizini yüzde 50 düzeyine yükseltmiştir. İlave olarak, TCMB teknik bir ayarlama yaparak gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranlarının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranına kıyasla +/- 300 baz puanlık bir marj ile belirlenmesine karar vermiştir. TCMB, aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sıkı para politikası duruşunu sürdüreceğini vurgulamıştır. Enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda ise para politikası duruşunun sıkılaştırılacağı yönündeki sözlü yönlendirme korunmuştur.



**Nisan ayında politika faizi sabit tutulmakla birlikte enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere karşı ihtiyatlı duruşun altı çizilmiştir.** Mart ayında aylık enflasyonun ana eğilimi, devam eden zayıflamaya rağmen öngörülenden yüksek gerçekleşmiştir. Tüketim mali ve altın ithalatındaki seyir cari dengedeki iyileşmeye katkı verirken yakın döneme ilişkin diğer göstergeler yurt içi talepte direncin sürdüğüne işaret etmiştir. Hizmet enflasyonundaki yüksek seyir ve katılık, enflasyon beklentileri, jeopolitik riskler ve gıda fiyatları enflasyonist baskıları canlı tutmaya devam etmektedir. Mart ayında atılan adımların etkisiyle finansal koşullar önemli ölçüde sıkılaştırılmıştır. Parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki etkilerinin yakından izlendiği belirtilerek, sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri göz önünde bulundurularak politika faizi sabit tutulmuş, enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere karşı ihtiyatlı duruş vurgulanmıştır. Enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda para politikası duruşunun sıkılaştırılacağı yönündeki sözlü yönlendirme tekrarlanmıştır.

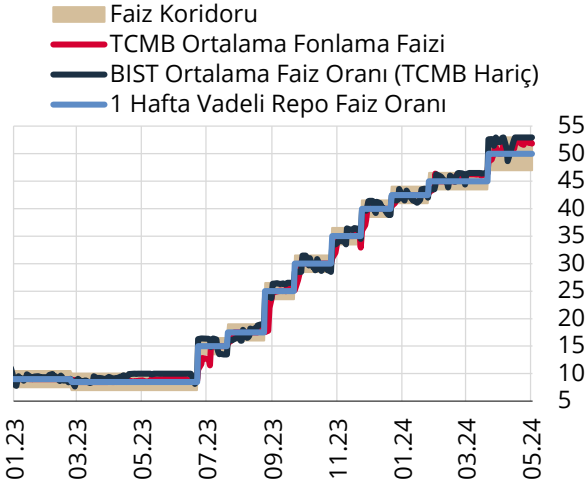
**TCMB, parasal aktarım mekanizmasını destekleyici makroihtiyati adımlar atmaya devam etmiştir.** Bu kapsamda, TL ticari krediler ve ihtiyaç kredileri için sırasıyla yüzde 2,5 ve yüzde 3 olan aylık büyüme sınırı yüzde 2'ye düşürülmüş, taşıt kredileri için yüzde 2'lik büyüme sınırı korunmuştur. Uygulamanın etkinliğini artırmak amacıyla, menkul kıymet tesisi uygulaması yerine söz konusu krediler için belirlenen büyüme sınırlarını aşan kısım kadar bir yıl süre ile TL cinsinden bloke zorunlu karşılık tesisi uygulaması getirilmiştir. Kredi büyüme sınırları temel politika aracına bir alternatif olarak değil, beklentilerdeki dalgalanmalar sonucu oluşabilecek ilave kredi talebi durumuna karşı dengeleyici bir politika olarak uygulamaya alınmıştır. Kredi büyüme sınırlarının yanı sıra, tüketim talebindeki aşırılıkların dengelenmesi amacıyla kredi kartı nakit çekimleri ve kredili mevduat hesaplarında uygulanan azami faiz oranı aylık yüzde 4,42'den yüzde 5'e, kredi kartı işlemlerinde uygulanan azami akdi faiz oranı ise yüzde 3,66'dan yüzde 4,25'e yükseltilmiştir.

**TCMB, parasal aktarımın güçlendirilmesi amacıyla Türk lirası mevduatı destekleyen politika adımları atmaya devam etmektedir.** Bu doğrultuda, tüzel kişi TL payı yüzde 50'nin altında olan bankalar için TL payını aylık 0,5 yüzde puan iyileştirme hedefi getirilmiştir. Gerçek kişi TL payı artış hedefleri güncellenerek hedefe ulaşılamaması durumunda uygulanacak komisyon oranı yüzde 2'den yüzde 3'e çıkarılmıştır. Ayrıca, TL'ye geçiş hedefini sağlayan bankalar için zorunlu karşılık tesisi üzerinden faiz uygulaması vadesiz ve 1 aya kadar vadeli mevduatı kapsayacak şekilde genişletilmiştir. TL mevduat için tesis edilen zorunlu karşılıklara TL'ye geçiş oranı seviyesine göre uygulanan faiz oranı üst sınırının politika faizinin yüzde 80'i olarak belirlenmesine karar verilmiş ve böylece söz konusu sınır yüzde 36 seviyesinden yüzde 40'a yükseltilmiştir. Kur korumalı mevduat için tesis edilen zorunlu karşılık tutarına yenileme ve TL'ye geçiş oranı seviyesine göre uygulanan faiz oranı üst sınırı ise politika faizinin yüzde 60'ı olarak belirlenerek yüzde 25 düzeyinden yüzde 30'a çıkarılmıştır. İlave olarak, piyasa likiditesindeki oynaklığı azaltarak parasal aktarımı desteklemek amacıyla Türk lirası cinsinden yükümlülükler için daha önce 14 günlük dönemde ortalama olarak tesis edilen ve serbest hesaplarda tutulan zorunlu karşılık tutarının bir kısmının (bankaların aktif büyüklüğüne göre yüzde 15 veya yüzde 25) bloke olarak tutulmasına karar verilmiştir.

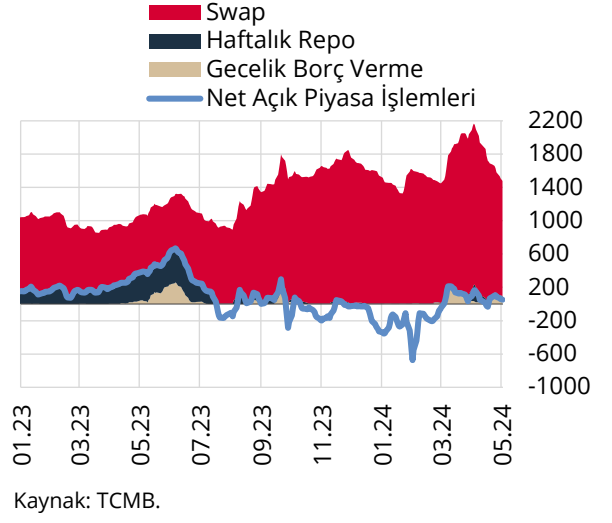
**TCMB, piyasa mekanizmasının işlevselliğini artıracak ve makro finansal istikrarı güçlendirecek şekilde makroihtiyati politikaları sadeleştirmeye devam etmektedir.** 6 Nisan 2024 tarihinde yapılan değişiklik ile menkul kıymet tesisine tabi döviz yükümlülükleri için uygulanan tesis oranı yüzde 4'ten yüzde 1'e düşürülmüş ve kredi büyümesine göre menkul kıymet tesisi sonlandırılmıştır. 9 Mayıs 2024 tarihinde yayımlanan değişiklik ile ise menkul kıymet tesisi düzenlemesi tamamen yürürlükten kaldırılmıştır.

**Mart ayı sonundan itibaren TCMB swap stoku kademeli olarak gerilerken Açık Piyasa İşlemleri (APİ) kanalıyla yapılan fonlama dalgalı bir seyir izlemiştir.** Gecelik faiz oranları mevcut Enflasyon Raporu döneminde piyasadaki likidite koşullarına göre faiz koridoru içerisinde hareket etmiştir (Grafik 1.1.1). Mevcut Enflasyon Raporu döneminde, TCMB kaynaklı döviz işlemleri, Kur Korumalı Mevduat (KKM) kur farkı ödemeleri ve kamu harcamaları neticesinde 8 Şubat 2024 tarihi itibarıyla 1,45 trilyon Türk lirası olan swap işlemleri tutarı 29 Şubat 2024 tarihinde 1,31 trilyon Türk lirası düzeyine geriledikten sonra mart ayı boyunca yükselerek 1 Nisan 2024 tarihi itibarıyla 1,82 trilyon Türk lirası seviyesine ulaşmış, sonrasında swap fonlama tutarı belirgin bir azalış eğilimi sergileyerek 3 Mayıs 2024 tarihi itibarıyla 1,18 trilyon TL seviyesine inmiştir. İlgili dönemde dalgalı bir seyir izleyen net APİ fonlaması da 8 Şubat 2024 tarihindeki -110,4 milyar Türk lirası düzeyinden 3 Mayıs 2024 tarihi itibarıyla 53,2 milyar TL seviyesine yükselmiştir (Grafik 1.1.2).

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



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

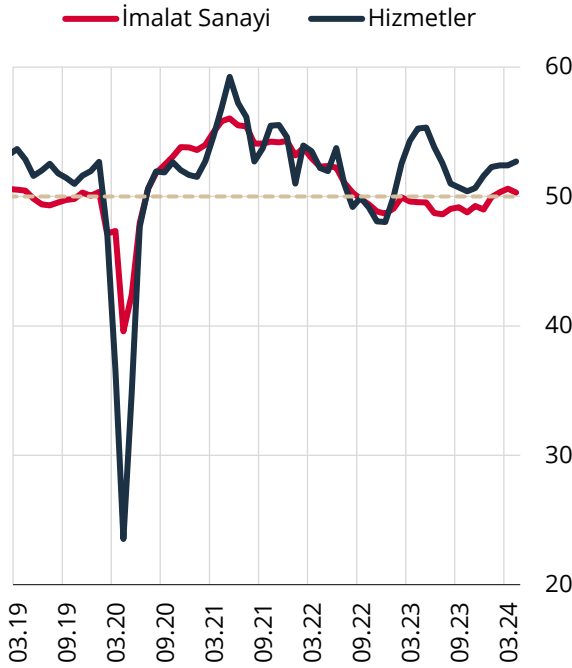


## 2. Ekonomik Görünüm

### 2.1 Küresel Ekonomi

**Yılın ilk çeyreğinde öncü göstergeler sınırlı bir iyileşmeye işaret ederken iktisadi faaliyet zayıf seyrini sürdürmüş ve büyüme görünümü açısından ABD ekonomisi ile diğer gelişmiş ülke ekonomileri arasındaki ayrışma belirginleşmiştir.** Küresel PMI verileri imalat sanayi sektöründe kademeli bir toparlanma göstermiş ve eşik değerinin üzerine çıkmıştır. Ancak gelişmiş ülkeler özelinde endeks 19 aydır kesintisiz olarak eşik değerinin altında kalmaya devam etmiştir. 2023 yılı ikinci yarısında önemli oranda ivme kaybeden hizmetler sektörü ise tekrar hızlanmıştır. Sonuç olarak öncü göstergeler, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre büyüme görünümünde daha çok hizmetler kaynaklı kısmi bir iyileşmeye işaret etmektedir (Grafik 2.1.1). Türkiye'nin ticaret ortaklarının büyüme tahminleri ise birçok ülkede yukarı yönlü güncellenmiş, ancak ABD dışındaki ülkelerde iyileşme sınırlı kalmıştır (Tablo 2.1.1). Bu çerçevede, Türkiye'nin dış ticaret ortaklarının ihracat paylarıyla ağırlıklandırılan küresel büyüme endeksinin 2024 yılında, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 0,1 puan yukarı güncellenerek, yüzde 2,1 oranında artacağı tahmin edilmektedir. Yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyette görülen kısmi ivme kaybına rağmen ABD ekonomisi diğer büyük ekonomilerden olumlu ayrışırken Euro Bölgesi için zayıf görünüm sürmektedir. Çin ekonomisinde de ilk çeyrek büyümesi beklentileri aşmasına ve tahminlerde sınırlı bir iyileşme gözlenmesine karşın 2024 ve 2025 yılları için büyümenin yavaşlayacağı öngörüsü korunmuştur.

**Grafik 2.1.1: Küresel PMI Endeksleri (Seviye)**



Kaynak: S&P Global.

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

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

Kaynak: Consensus Economics, S&P Global.

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

**Küresel büyüme görünümü ve kompozisyonu, artan jeopolitik riskler, finansal koşullar ile arz yönlü faktörler emtia fiyatları üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir.** Bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre emtiaların geneline yayılan fiyat artışları görülmüştür. Enerji emtia fiyatlarında önemli artışlar izlenmektedir. Rusya-Ukrayna ve Kızıldeniz'de artan jeopolitik gerilimler ile Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'ne (OPEC+) üye ülkelerin üretim kesintisini uzatma kararları petrol fiyatlarında yukarı yönlü arz baskılarının devam etmesine yol açmaktadır. Küresel büyüme görünümü, petrol stok seviyeleri ve finansal koşullar ise petrol fiyatlarının dalgalanmasına neden olmaktadır. Varil başına Brent petrol fiyatları bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yüzde 4,3 oranında artmıştır. Doğal gaz fiyatlarında ise son aylarda bir miktar artış görülse de, Euro bölgesinin büyüme görünümündeki zayıf seyrin ve ılımlı iklim koşulları ve artan



sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) ithalatı ile yüksek seyreden doğal gaz stoklarının etkisiyle, yıllık bazda önemli bir gerileme görülmektedir. Küresel büyüme görünümü ve özellikle Çin'in büyümesi ile tarihsel olarak uyumlu bir seyir izleyen endüstriyel emtia fiyatlarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre önemli artışlar izlenmiştir. Tarımsal emtia fiyatlarının seyrinde ise heterojen bir durum izlenmekle birlikte tarımsal emtia fiyatları ana endeksi bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yüzde 1,0 oranında artış göstermiştir (Tablo 2.1.2).

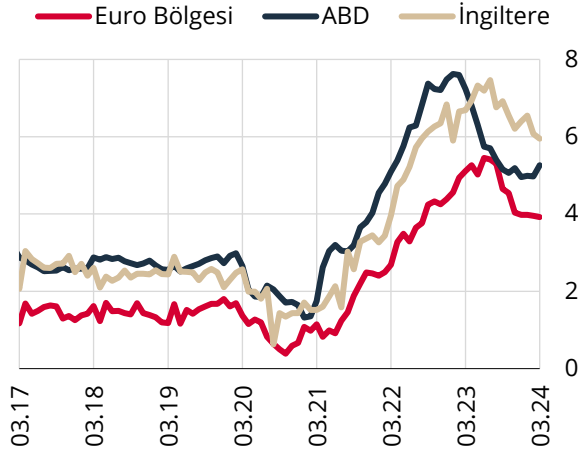
**Tablo 2.1.2: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)**

	Ocak 2024	Şubat 2024	Mart 2024	Nisan 2024	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
<b>Emtia Ana Endeksi</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>1,9</b>	<b>5,4</b>
<b>Enerji</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>
<b>Tarımsal Emtia</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>-14,9</b>	<b>1,0</b>
<b>Endüstriyel Metal</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,8</b>	<b>9,0</b>	<b>3,4</b>	<b>19,6</b>
<b>Değerli Metal</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>7,2</b>	<b>8,0</b>	<b>16,0</b>	<b>12,9</b>
<b>Enerji Hariç</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>7,7</b>
<b>Brent Petrol</b>	<b>2,5</b>	<b>4,6</b>	<b>2,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>4,3</b>
<b>Doğal Gaz (ABD)</b>	<b>7,5</b>	<b>-34,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>-18,1</b>	<b>3,9</b>
<b>Doğal Gaz (Avrupa)</b>	<b>-16,9</b>	<b>-14,3</b>	<b>4,4</b>	<b>7,9</b>	<b>-31,1</b>	<b>5,3</b>
<b>Kömür</b>	<b>-10,8</b>	<b>-5,9</b>	<b>8,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-32,0</b>	<b>18,0</b>
<b>Alüminyum</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,4</b>	<b>11,5</b>	<b>6,6</b>	<b>16,8</b>
<b>Bakır</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>4,8</b>	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>	<b>23,3</b>
<b>Demir</b>	<b>1,1</b>	<b>-6,6</b>	<b>-12,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>-9,9</b>	<b>-14,1</b>
<b>Buğday</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>-7,1</b>	<b>4,1</b>	<b>-15,4</b>	<b>-0,6</b>
<b>Soya</b>	<b>-6,0</b>	<b>-5,1</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-21,8</b>	<b>-4,0</b>
<b>Pirinç</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>-5,3</b>	<b>2,4</b>	<b>4,7</b>	<b>1,3</b>
<b>Mısır</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>-33,6</b>	<b>1,4</b>
<b>Pamuk</b>	<b>3,0</b>	<b>12,7</b>	<b>1,7</b>	<b>-12,1</b>	<b>2,3</b>	<b>-12,5</b>
<b>Şeker</b>	<b>1,5</b>	<b>3,9</b>	<b>-6,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>-16,0</b>	<b>-17,8</b>

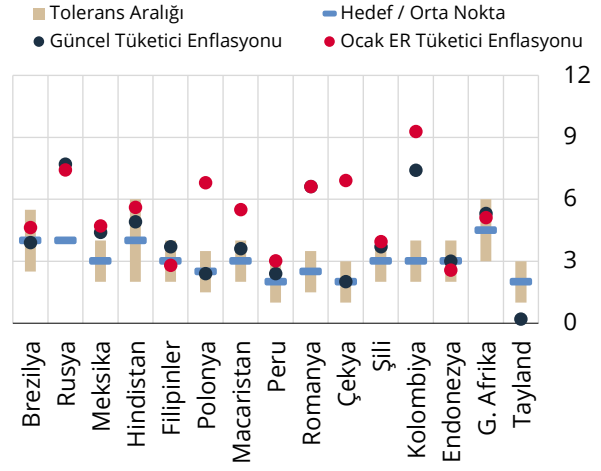
Kaynak: Bloomberg.

\* 30 Nisan 2024 ile 8 Şubat 2024 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir.

**Son dönemde enerji fiyat artışları ile birlikte gelişmiş ülkelerde manşet enflasyondaki düşüş eğilimi yerini daha yatay bir seyre bırakmış, çekirdek enflasyon ise gerilemeye devam etmiştir.** Bununla birlikte, enflasyon, hedeflerin üzerinde kalmayı sürdürürken enflasyon görünümüne yönelik yukarı yönlü riskler de geçerliliğini korumaktadır. İşgücü piyasalarındaki sıkılık ve buna bağlı ücret baskısı özellikle hizmet enflasyonunda katılığa neden olurken jeopolitik gelişmeler de enerji fiyatları ve küresel arz koşulları aracılığı ile dezenflasyon sürecini olumsuz etkilemektedir. Gelişmiş ülkeler hizmet enflasyonu, yüzde 3-3,5 bandında dalgalanan manşet enflasyona kıyasla yüksek seviyelerdedir (Grafik 2.1.2). ABD'de bu durum görece güçlü seyreden iktisadi faaliyet ile desteklenirken 2024 yılı ilk dört ayında açıklanan enflasyon oranları beklentileri aşmıştır. İngiltere ve Euro Bölgesi'nde ise son dönem enflasyon gelişmelerinin daha olumlu olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin genelinde enflasyon oranları hedeflere yaklaşmaya devam ederken bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre enflasyon oranı tolerans aralığı içinde kalacak şekilde gerileyen ülke sayısı artmıştır (Grafik 2.1.3). Sonuç olarak, küresel dezenflasyon süreci devam etmekte ancak enflasyon düşüştükçe, hedeflere ulaşabilme açısından sektörel katılıklar ve risk faktörlerinin önemi artmaktadır.

**Grafik 2.1.2: Gelişmiş Ülkelerde Hizmet Enflasyonu (Yıllık, %)**

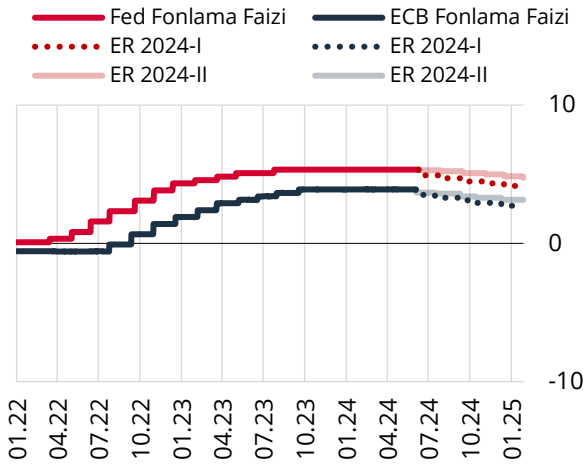
Kaynak: ECB, İngiltere MB, St Louis Fed.

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

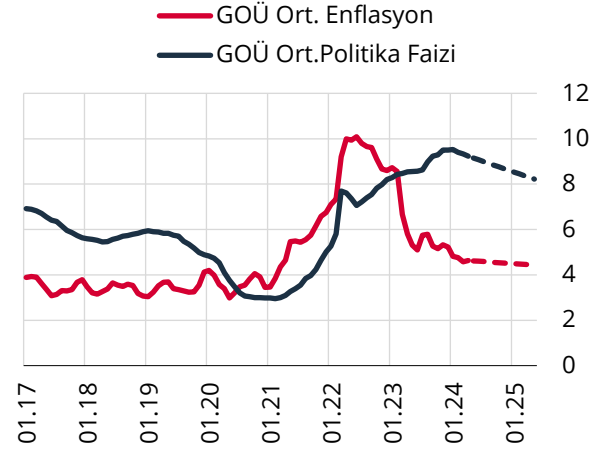
Kaynak: Bloomberg.

**Enflasyonda gözlenen katılıklar ve yukarı yönlü risk faktörlerine bağlı olarak, gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerinde daha temkinli olacakları yönündeki beklentiler güçlenmiştir.**

ABD ekonomisinin büyüme ve enflasyon görünümü ile diğer gelişmiş ülke ekonomilerden ayrışmasıyla para politikasına ilişkin beklentilerde farklılıklar görülmeye başlanmıştır. Bir önceki Enflasyon Raporu dönemiyle kıyaslandığında gerek ABD Merkez Bankası (Fed) gerekse Avrupa Merkez Bankası'ndan (ECB) beklenen faiz indirimlerinin ötelendiği ve her iki merkez bankası için de faizlerin daha yavaş indirilmesinin fiyatlandığı görülmektedir. Ancak, yıl sonu için fiyatlanan politika faizi ECB için 43 baz puan artarken Fed için bu artış 68 baz puan ile daha belirgin olmuştur (Grafik 2.1.4). Fed mart ayında politika faizini yüzde 5,5 seviyesinde sabit tutarken Fed üyelerinin medyan tahmini olan 2024 yılı için 75 baz puan faiz indirimi projeksiyonu da değişmemiştir. Mayıs ayı toplantısı sonrası ise Fed enflasyondaki katılığın düşünülenden daha uzun sürebileceğini belirtmiş ve faiz indirimi konusunda sabırlı davranacağı mesajını vermiştir. Sene başında Fed'in aralık ve mart aylarında ima ettiği üç faiz indiriminin ötesinde bir piyasa fiyatlaması görülmesine karşın, Rapor dönemi boyunca açıklanan enflasyon oranlarında görülen yukarı yönlü sürprizler ve Fed'in iletişimi, piyasada fiyatlanan indirim miktarının azalmasına ve Fed'in ima ettiği 75 baz puanın da altına inmesine neden olmuştur. Nisan ayında ard arda beşinci toplantıda politika faizini sabit tutan ECB ise enflasyon tahminlerini aşağı yönlü güncelleyip enflasyonun kalıcı şekilde hedefe dönmesine engel olacak yeni bir gelişme olmaması durumunda önümüzdeki toplantılarda faiz indirimine gidebileceğinin sinyalini vermiştir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde Japonya Merkez Bankası (BOJ) hedefinin üzerine yükselen enflasyon oranlarına bağlı olarak 17 yıl aradan sonra politika faizinde ilk sıkılaşma adımını atmış, politika faizini pozitif düzeye çekerken uzun vadeli faizleri hedefleme politikasını da sonlandırmıştır. Diğer taraftan, enflasyon görünümündeki iyileşmenin sürmesiyle gelişmekte olan ülkelerde faiz indirim süreçleri artarak devam etmektedir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde Brezilya (50 baz puan), Meksika (25 baz puan), Peru (25 baz puan), Kolombiya (100 baz puan), Çekya (100 baz puan), Şili (75 baz puan) ve Macaristan (225 baz puan) merkez bankaları politika faizlerini düşürmüşlerdir. Önceki dönemde daha sınırlı parasal sıkılaşma yapmış olan Endonezya Merkez Bankası ise artan küresel belirsizlik ve döviz kuru üzerindeki baskıya dikkat çekerek politika faizini 25 baz puan artırmıştır. Önümüzdeki dönemde, enflasyondaki düşüşü bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin genele yayılması olası görülmektedir. Bununla birlikte, enflasyonun seviyeleri, katılıklar, artan belirsizlik ve riskler değerlendirildiğinde, indirim süreçlerinin parasal sıkılığı koruyacak ve enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürülmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, vadeli fiyatların ima ettiği politika faizleri, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının enflasyon oranlarının üzerinde belirlenmeye devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.5).

**Grafik 2.1.4: Piyasa Fiyatlamalarının İma Ettiği Politika Faiz Patikaları (Efektif, %)**

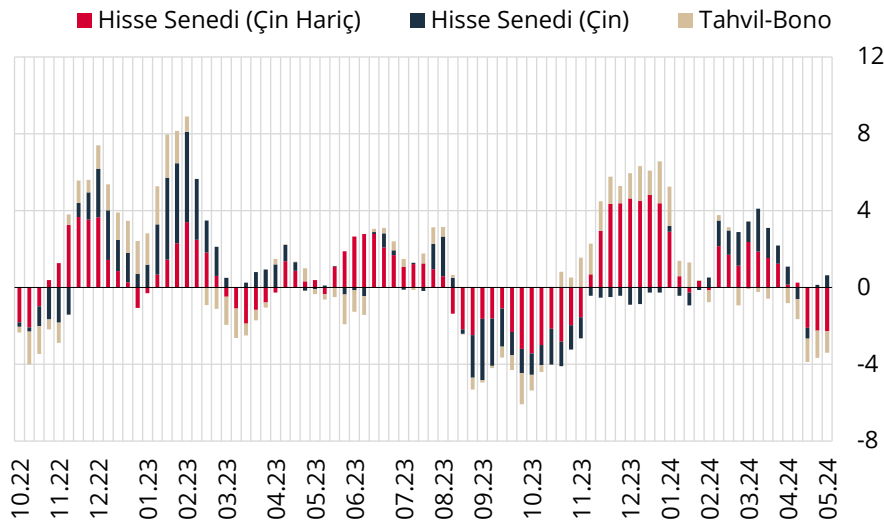
Kaynak: Bloomberg.

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

Kaynak: Bloomberg.

\* Enflasyon beklentileri Bloomberg anketinden alınmıştır.  
GOÜ: Brezilya, Endonezya, G. Afrika, Hindistan, Kolombiya, Peru, Meksika, Polonya, Rusya, Çekya, Tayland, Şili, Filipinler, Romanya, Macaristan.

**Küresel risk iştahındaki dalgalanmalar ve Fed başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim süreçlerine yönelik beklentilerdeki değişimler gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişlerinde dalgalı bir seyre neden olmaktadır.** Gelişmiş ülke merkez bankalarının indirim süreçlerine yönelik güçlü fiyatlamaların olduğu bir önceki Enflasyon Raporu dönemi içerisinde kalan 6 Kasım 2023 – 2 Şubat 2024 tarihleri arasında 17,3 milyar ABD doları borç senedi piyasalarına, 39 milyar ABD doları Çin hariç hisse senedi piyasalarına olmak üzere toplam 56,3 milyar ABD doları portföy girişi gerçekleşmiştir. Mevcut Rapor döneminde ise piyasadaki faiz indirimi fiyatlamalarının zayıflaması ve artan risk algısı ile birlikte, borç senedi piyasalarından ve Çin hariç hisse senedi piyasalarından çıkışlar gözlenmiştir. Uygulanan mali destek programı ve Çin vatandaşları ile yabancı yatırımcıların aynı piyasadaki hisse alım satımlarını kolaylaştırılması arka arkaya 6 ay boyunca portföy çıkışlarının (7 Ağustos - 19 Ocak döneminde toplam 30,4 milyar ABD doları) görüldüğü Çin hisse senedi piyasasına da takip eden dönemde portföy girişlerinin olmasını sağlamıştır (toplam 15,9 milyar ABD doları) (Grafik 2.1.6).

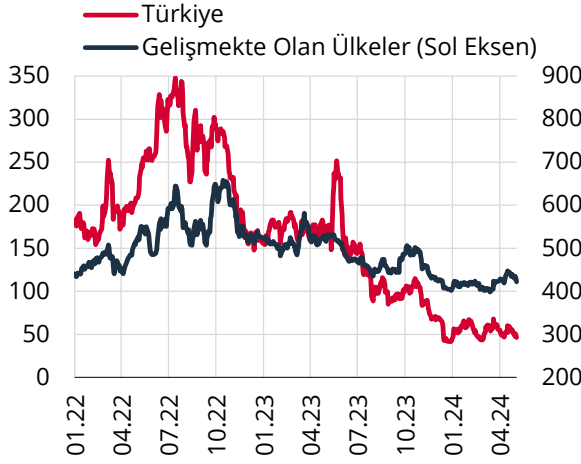
**Grafik 2.1.6: Gelişmekte Olan Ünelere Haftalık Yönelen Portföy Akımları (4 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar ABD Doları)**

Kaynak: IIF.

## 2.2 Finansal Koşullar

**Mevcut Enflasyon Raporu döneminde küresel risk iştahı zayıflarken TCMB tarafından yapılan parasal sıkılaştırma süreci, Türkiye'nin risk priminin benzer ülkelere pozitif ayrışmasını desteklemiştir.** Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerinde daha temkinli olacakları yönündeki beklentilerin güçlenmesi ve artan jeopolitik risklerin etkisiyle küresel finansal koşullar sıkılaştırırken küresel risk iştahı özellikle nisan ayı içerisinde gerilemiştir. Bu gelişmelere paralel olarak, gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısında bozulmalar gözlenmiştir. Türkiye'nin risk primi ise gelişmekte olan ülkeler genelinden olumlu yönde ayrılmıştır. Şubat ve mart aylarında dalgalı seyreden Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi özellikle 21 Mart tarihindeki PPK Kararı sonrasında azalarak yeniden 300 baz puan düzeyinin altına gerilemiştir (Grafik 2.2.1). Uluslararası yatırımcılar risk iştahındaki bozulma kaynaklı olarak GOÜ varlıklarından çıkış yaparken Türkiye'ye ise DİBS piyasasında 0,56 milyar ABD doları ve hisse senedi piyasasında 0,28 milyar ABD doları net giriş gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.2).

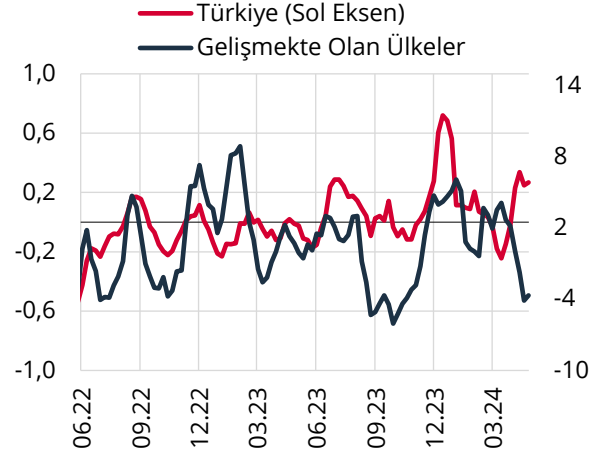
**Grafik 2.2.1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke CDS Primleri\*** (5 Yıl Vadeli, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

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

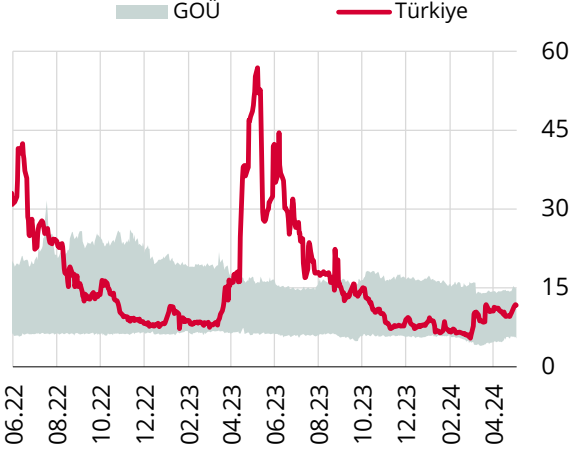
**Grafik 2.2.2: Türkiye\* ve Gelişmekte Olan Ülke Portföy Hareketleri** (4 Haftalık Ortalama, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB, IIF.

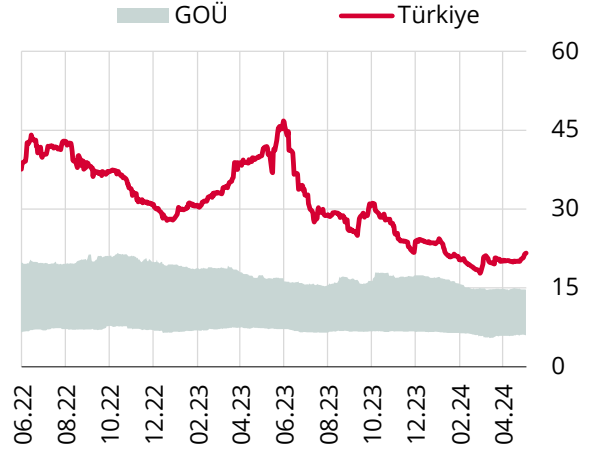
\* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisi repo hariçtir.

**Türk lirasının oynaklığı mart ayından itibaren yükselmiştir.** Mevcut Enflasyon Raporu döneminde küresel risk iştahındaki bozulmanın etkisiyle gelişmekte olan ülke paraları ABD doları karşısında değer kaybederken Türk lirasındaki değer kaybı daha yüksek seviyede gerçekleşmiştir. Uzun bir süredir oldukça düşük düzeylerde seyreden Türk lirasının ima edilen kısa vadeli kur oynaklığı yükseliş sergileyerek GOÜ para birimleri arasında orta sıralara hareket etmiştir. Uzun vadeli kur oynaklığındaki artış ise sınırlı düzeyde kalmıştır. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde Türk lirasının bir ay vadeli ima edilen kur oynaklığı yüzde 11'i aşarken 12 ay vadeli oynaklık ise yüzde 22 seviyesine yaklaşmıştır (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). Kısa ve uzun vadeli oynaklıklar arasındaki fark, uygulanan politikaların kur istikrarı üzerinde etkisini sürdürdüğünü ancak uzun vadeye ilişkin risklerin devam ettiğini yansıtmaktadır.

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

Kaynak: Bloomberg.

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

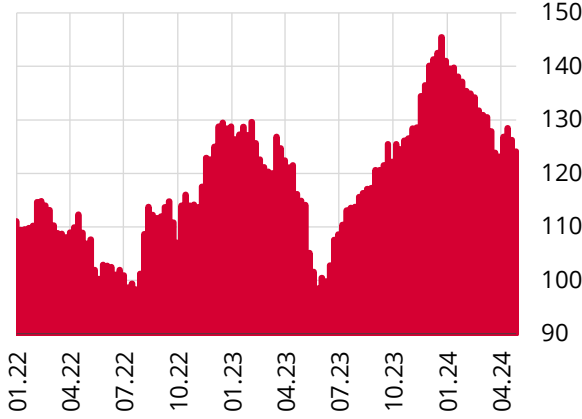
**Grafik 2.2.4: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı\*** (ABD Dolarına Karşı, 12 Ay Vadeli, %)

Kaynak: Bloomberg.

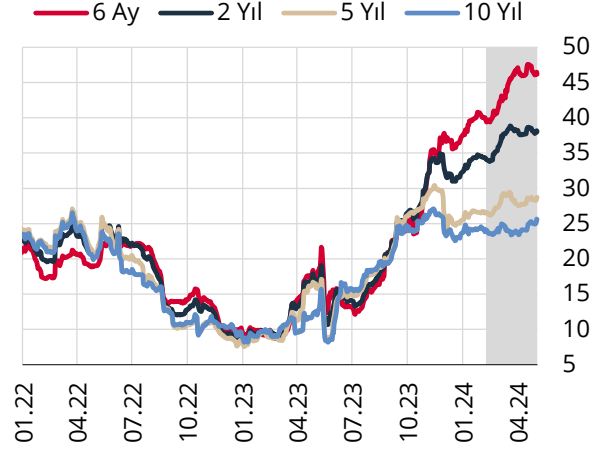
\* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan.

**Mart ayındaki güçlü parasal sıkılaştırma TCMB rezervlerindeki gerileme eğilimini tersine çevirmiştir.**

TCMB brüt uluslararası rezervleri, ocak ayından itibaren yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin döviz taleplerinin artmasının etkisiyle gerileme eğilimi sergilerken mart ayı PPK toplantısında yapılan parasal sıkılaştırmanın etkisiyle yeniden toparlanmaya başlamış ve 26 Nisan itibarıyla 124,1 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır (Grafik 2.2.5). Öte yandan TCMB rezervlerinde gözlenen gerilemede TCMB taraflı swap işlemlerindeki düşüş etkili olmuş ve rezerv kompozisyonunda söz konusu swap işlemlerinin payı belirgin oranda azalmıştır.

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

Kaynak: TCMB.

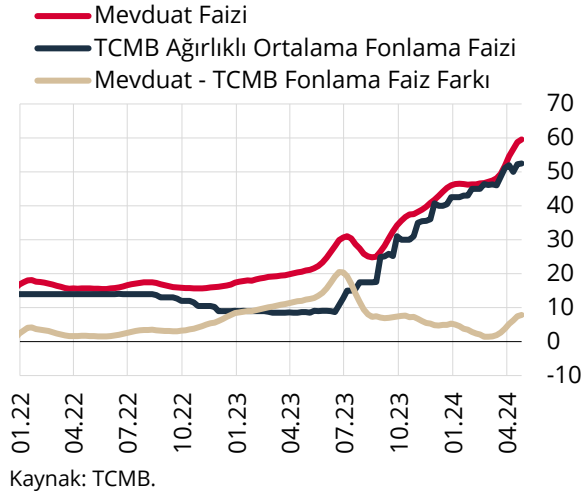
**Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)**

Kaynak: Bloomberg.

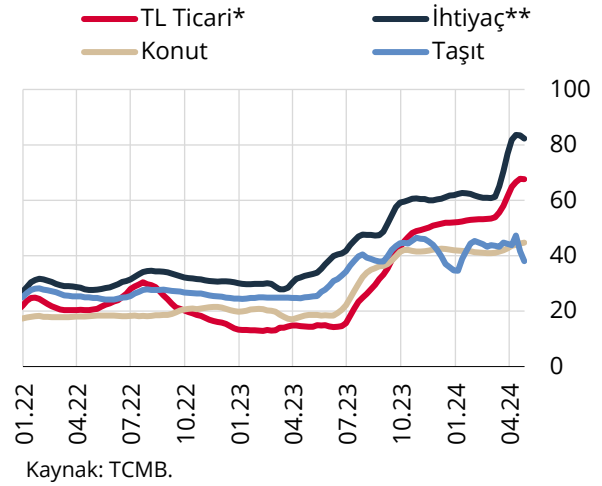
**Politika faizindeki artışlar kısa ve orta vadeli DİBS getirilerine büyük ölçüde yansırken uzun vadeli DİBS getirilerindeki yükseliş ise sınırlı kalmıştır** (Grafik 2.2.6). Öte yandan, 21 Mart tarihli PPK kararının ardından politika faizinde zirveye ulaşıldığına ilişkin piyasa algılamalarının etkisiyle DİBS getirilerindeki artış eğilimi yerini görece yatay bir seyre bırakmıştır. Son dönemde menkul kıymet tesisi uygulamasının kademeli kaldırılması da piyasa koşulları ile uyumlu fiyat oluşumunu desteklemiştir. Önümüzdeki dönemde dezenflasyon sürecinin güçlenerek devam etmesiyle birlikte piyasa beklentilerinin daha etkili biçimde çıpalandırılması ve tahvil getirilerinin uzun vadeli enflasyon beklentileriyle uyumlu hareket etmesi beklenmektedir.

**Fonlama maliyetlerindeki artışın ve diğer makroihtiyati tedbirlerin etkisiyle TL ticari ve ihtiyaç kredi faizleri artmaya devam etmiştir.** Bir önceki Enflasyon Raporu döneminden bu yana, politika faizindeki artışın yanı sıra TL mevduatın desteklenmesi amacıyla tüzel kişiler için getirilen Türk lirası pay artış hedefi, gerçek kişi Türk lirası pay artış hedeflerine yönelik uygulamaların güncellenmesi ve zorunlu karşılıklar üzerinden faiz ödenmesine yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerin etkisiyle TL mevduat faiz oranları yükselişini sürdürmüştü ve 26 Nisan itibarıyla yüzde 60,3 seviyesine çıkmıştır (Grafik 2.2.7). Türk lirası mevduat faiz oranlarındaki yükselişin etkisiyle Türk lirası mevduat tercihi artarken yabancı para mevduat ile kur korumalı hesaplardaki azalma devam etmektedir (Grafik 2.2.9 ve Grafik 2.2.10). Ayrıca, Türk lirası mevduatın yanı sıra alternatif TL varlıklara da yönelimin arttığı görülmektedir (Mercek Altı 2.1). Fonlama maliyetlerindeki artışın yanı sıra, ihtiyaç ve TL ticari aylık kredi büyüme oranı sınırlarının sırasıyla yüzde 3 ve yüzde 2,5'ten yüzde 2'ye düşürülmesi ve büyüme sınırlarının aşılması durumunda menkul kıymet tesisinin yerine zorunlu karşılık tesisi getirilmesinin etkisiyle, ihtiyaç ve TL ticari kredi faiz oranları önemli ölçüde artmıştır. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde ihtiyaç ve TL ticari kredi faiz oranları sırasıyla 20,6 ve 13,6 puan artarak 26 Nisan itibarıyla yüzde 81,3 ve yüzde 67,1 seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde konut kredisi faiz oranları talebin sınırlı olmasının da etkisiyle 44,7 seviyesinde yatay seyrederken taşıt kredisi faiz oranları ise kampanyalı araba satışlarının etkisiyle gerilemiştir (Grafik 2.2.8).

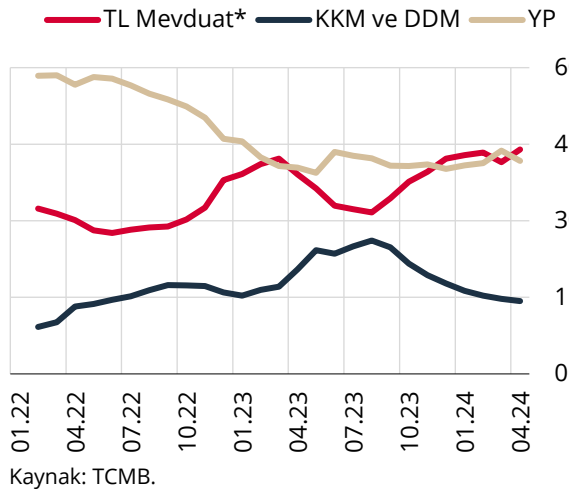
**Grafik 2.2.7: Türk Lirası Fonlama Faizleri (4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)**



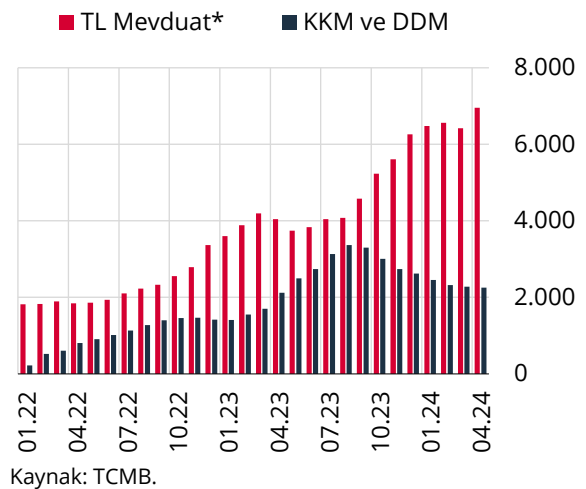
**Grafik 2.2.8: Kredi Faizleri (Akım Veri, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)**



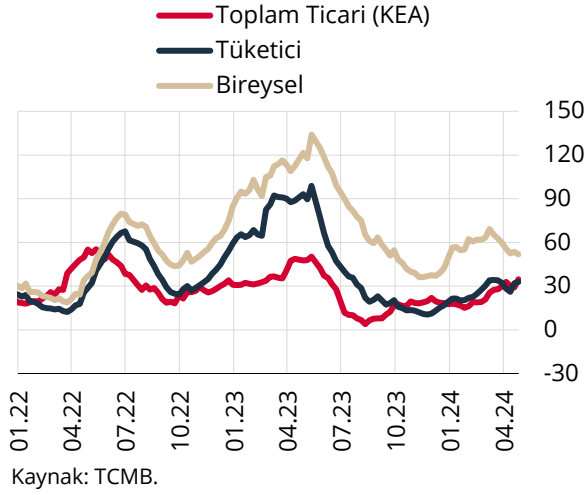
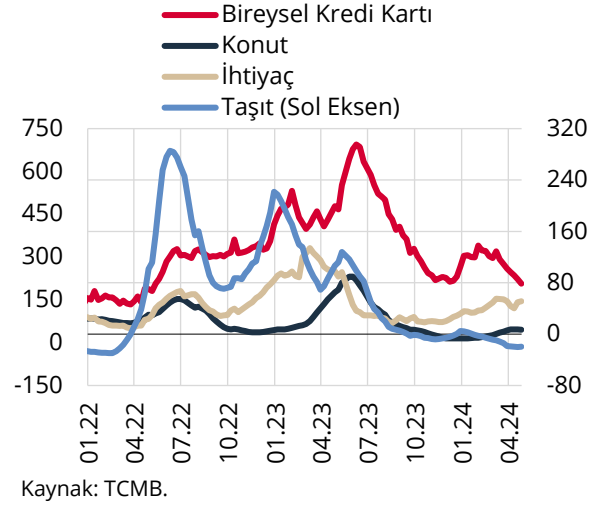
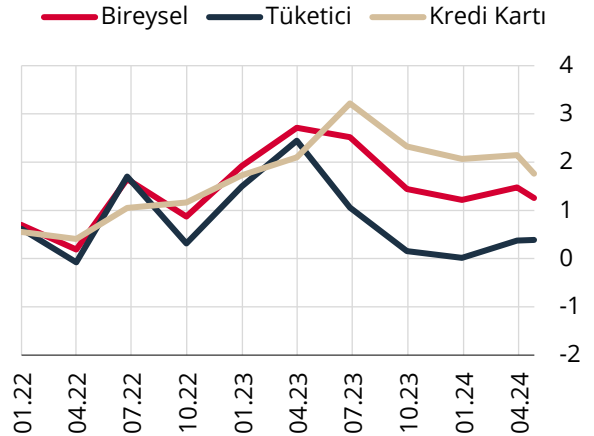
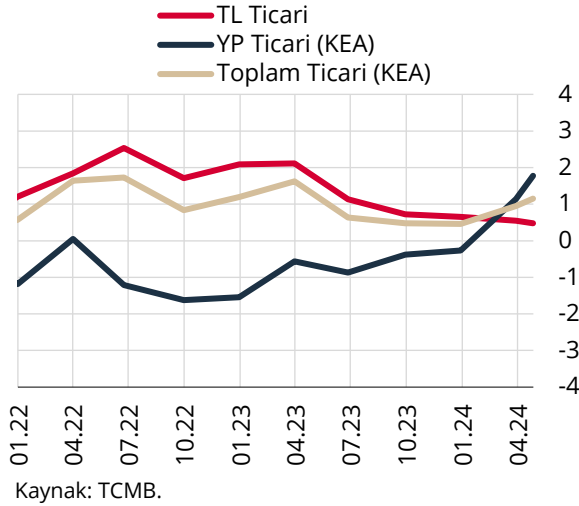
**Grafik 2.2.9: Mevduat Kompozisyonu (% Pay)**



**Grafik 2.2.10: TL Mevduat Kompozisyonu (Milyar Türk Lirası)**





**Grafik 2.2.11: Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)****Grafik 2.2.12: Bireysel Kredi Büyümesi (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, %)****Grafik 2.2.13: Kredi Değişimleri\* (Çeyreklik, Reel, Standart Değer)**

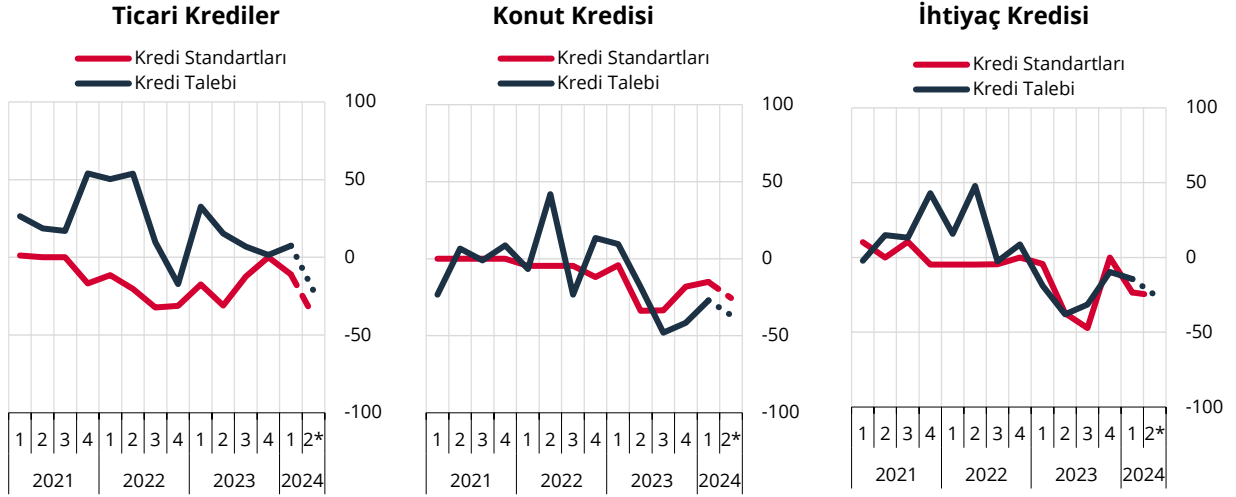
Kaynak: TCMB.

\* Seriler TÜFE kullanılarak reelleştirilmiştir. Serilerin ortalama ve standart sapmaları 2006-2019 dönemi esas alınarak hesaplanmıştır. Haftalık reel değişimler standardize edildikten sonra çeyreklik ortalamaları alınmıştır.

**Sıkı finansal koşulların kredi büyümesi üzerindeki etkisi 2024 yılı ikinci çeyreği itibarıyla belirginleşmeye başlamıştır.** Mevcut Enflasyon Raporu döneminde kur etkisinden arındırılmış ticari kredi büyüme oranı artarken bireysel kredi büyümesi gerilemiştir. 26 Nisan itibarıyla 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı, kur etkisinden arındırılmış toplam ticari kredide yüzde 34,7, bireysel kredilerde ise yüzde 51,7 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.11). Bireysel kredilerde, konut ve ihtiyaç kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranları artarak 26 Nisan itibarıyla sırasıyla yüzde 7,1 ve yüzde 51'e yükselmiştir (Grafik 2.2.12). Bireysel kredi kartından nakit çekim ve kredi kartı taksitlendirme faiz oranlarının yükseltilmesinin de etkisiyle, bireysel kredi kartı bakiyesinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi mevcut Enflasyon Raporu döneminde azalarak yüzde 78,6'ya düşmüştür. Şubat ayına kadar devam eden yıl sonu kampanyaları ile bir miktar yükselen taşıt kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi tekrar negatif bölgeye gerilemiş ve yüzde -13,9 olarak gerçekleşmiştir. TCMB, finansal koşulları sıkılaştırmak adına 6 Mart tarihinde ihtiyaç ve TL ticari kredi aylık büyüme oranı sınırlarını düşürmüş, büyüme oranı sınırlarının aşılması durumundaki menkul kıymet tesisini zorunlu karşılık tesisi ile değiştirmiştir. Bu tarihten sonra önemli ölçüde yükselen kredi faiz oranları kredi talebinin yavaşlamasında etkili olmuş, TL ticari ve ihtiyaç kredi büyümeleri gerilemeye başlamıştır. Reelleştirilmiş kredi değişimlerine bakıldığında, 2024 yılının ilk çeyreğinde, TL ticari kredilerin uzun dönemli ortalamalarına yakınsadığı ancak kur etkisinden arındırılmış YP ticari kredilerdeki artış nedeniyle kur etkisinden arındırılmış toplam ticari kredilerin uzun dönemli ortalamalarından

uzaklaştığı görülmektedir. Diğer taraftan bireysel kredi kartı bakiyesindeki gerilemenin, ihtiyaç kredileri ile telafi edilmesi neticesinde bireysel kredilerdeki değişim görece yatay seyretmiştir (Grafik 2.2.13). Öte yandan, Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne göre 2024 yılı ikinci çeyreğinde ticari kredi talebinin önceki çeyreğe kıyasla azalacağı, konut ve ihtiyaç kredi talebindeki azalmanın ise güçlenerek devam edeceği beklenmektedir. 2024 yılının ikinci çeyreği için bankaların beklentisi, ticari, ihtiyaç ve konut kredi standartlarındaki sıkılaşmanın artacağı yönündedir (Grafik 2.2.14).

**Grafik 2.2.14: Kredi Standartları ve Kredi Talebi**



Kaynak: TCMB BKEA.

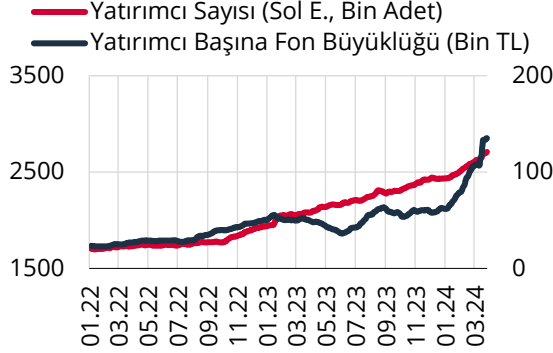
\* Bankaların beklentisini göstermektedir. Kredi Standartları ve Kredi Talebi endekslerinin hesaplama yöntemi şu şekildedir: Bankalara kredi standartlarının (kredi talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi standartlarındaki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

## Mercek Altı 2.1

### Para Piyasası Fonlarındaki Gelişmeler

**Para piyasası fonları, birikimlerini kısa vadeli ve düşük riskliliğe sahip enstrümanlarda değerlendirmek isteyen yatırımcılar için mevduata alternatif bir yatırım aracı olarak öne çıkmaktadır.** 2024 yılı mart ayında para piyasası fonuna yatırım yapan kişi sayısı 2,5 milyona, kişi başı fon büyüklüğü ise 135 bin TL'ye yükselmiştir (Grafik 1). Para piyasası fonunun mevduata kıyasla büyüklüğünde özellikle 2024 yılı sonrasında bir artış olduğu görülmektedir. 2024 yılı mart ayında para piyasası fon büyüklüğünün toplam mevduata oranı yüzde 2,4'e, TL mevduata oranı ise yüzde 4,2'ye yükselmiştir (Grafik 2). 23 Aralık 2020 tarihinden 30 Nisan 2024'e kadar para piyasası fonlarından elde edilen gelirler için yüzde 0 stopaj oranı uygulanmasının da bu fonların büyümesine katkı sağladığı değerlendirilmektedir.

**Grafik 1: Para Piyasası Fonuna Yatırım Yapan Kişi Sayısı ve Yatırımcı Başına Fon Büyüklüğü (1 Haftalık Hareketli Ortalama, Bin Adet, Bin TL)**

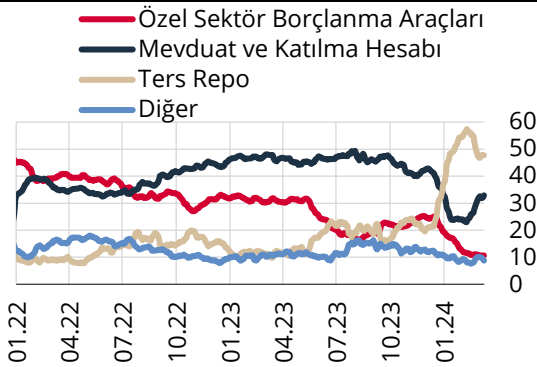


Kaynak: TEFAS.

Not: Yatırımcı sayısı fon bazında tekil olup, farklı fonlara yatırım yapan aynı kişi birden çok defa kişi sayısında yer almaktadır.

**Para piyasası fonları, yatırımları ağırlıklı olarak düşük riskliğe sahip ters repo, TL sabit getirili menkul kıymetler ve mevduata yönlendirmektedir.** Bu enstrümanlardaki getirilerin dönemsel olarak farklılaşmasının etkisiyle fondaki ağırlıklarının da değiştiği görülmektedir (Grafik 3 ve Grafik 4). 2024 yılına kadar yüzde 20'nin altında seyreden ters repo işlemlerinin payının, 2024 yılında yüzde 60'a kadar yükseldiği izlenmektedir. 2024 yılında BİST Repo-Ters Repo Pazarı'nda oluşan faizlerin TL mevduat faizlerinin üzerine çıkmasının bu dönemde etkili olduğu görülmektedir. 2024 yılı Ocak ayı sonrasında para piyasası fonu getirilerinin TL mevduat faizlerinin üzerine çıkmasının, bu dönemde para piyasası fonlarının mevduata kıyasla büyüklüğünün artmasında etkili olduğu değerlendirilmektedir. BİST Repo-Ters Repo Pazarı'nda oluşan faizler ile TL mevduat faizlerinin ayrıştığı 2023 yılında ise para piyasası fonu getirilerinin özel sektör borçlanma araçları getirilerinin de katkısıyla mevduat faizlerinin üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Ancak, bu dönemde TL'deki değer kaybının yükselmesi ile yatırımcıların ağırlıklı olarak kur korumalı mevduat ürününe yönelmesinin, para piyasası fonu büyüklüğünün mevduata kıyasla artmamasında etkili olduğu değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, 2024 yılında döviz kurlarındaki görece istikrarlı seyir ve TL mevduatı teşvik eden düzenlemelerin etkisi ile yatırımcının TL tercihinin güçlenmesi, yatırımcıların alternatif TL yatırım araçları arasında getirilere göre tercihte bulunmasında etkili olmuştur.

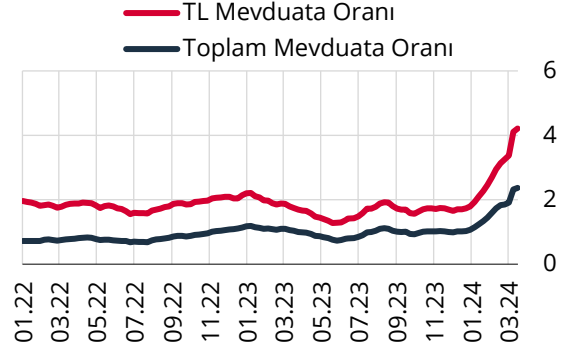
**Grafik 3: Para Piyasası Fonlarının Portföy Dağılımı (1 Haftalık Hareketli Ortalama, % Pay)**



Kaynak: TEFAS.

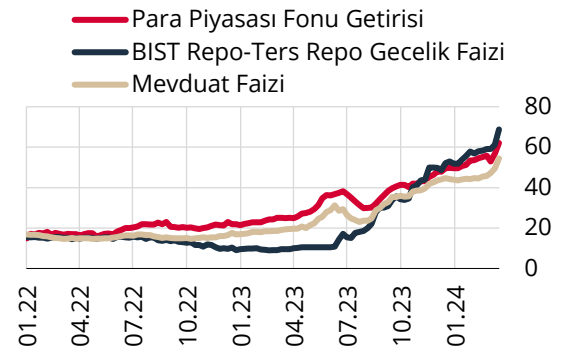
Not: Grafikte tutar ağırlıklı portföy dağılımı yer almaktadır. Diğer kaleminde kamu borçlanma araçları ve Takasbank para piyasasından alacaklar yer almaktadır.

**Grafik 2: Para Piyasası Fonlarının Mevduata Kıyasla Büyüklüğü (%)**



Kaynak: BDDK, TEFAS.

**Grafik 4: TL Piyasa Faizleri (%)**



Kaynak: TCMB, TEFAS.

Not: Para piyasası fonu getirisi, fonların günlük getirilerinin fonların portföy tutarları ile ağırlıklandırılması ve günlük yenilediği varsayımı ile bileşiklendirilmesi ile oluşturulmuştur. BİST Repo-Ters Repo gecelik faizi bileşik faize dönüştürülmüştür. Bileşik faiz olarak raporlanan mevduat faizlerinde yüzde 5 stopaj oranı varsayımı ile düzeltme yapılmıştır.

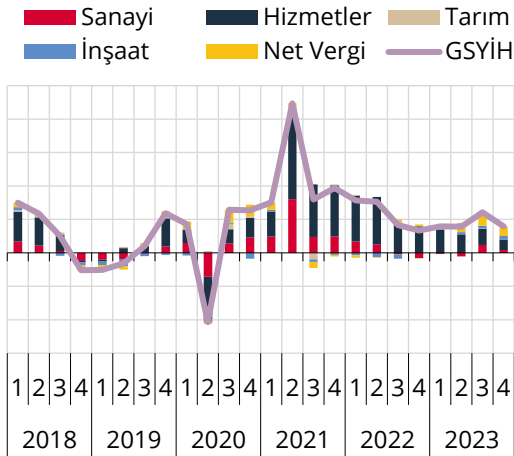
**TCMB'nin politika faizi kararları ve likidite adımları öncelikle kısa vadeli enstrümanların faizlerine, sonrasında ise daha uzun vadeli faizlere yansımaktadır.** Bu nedenle, kararların öncelikle ters repo işlemlerinin faizlerine, sonrasında TL mevduat faizlerine ve son olarak da özel sektör borçlanma aracı faizlerine yansıdığı değerlendirilmektedir. Para piyasası fonlarının farklı vadelerdeki enstrümanlara yatırım yaparak ve yatırım kompozisyonunu dönemsel olarak değiştirerek para politikası kararlarının piyasa faizlerine aktarımını desteklediği değerlendirilmektedir. Söz konusu fonlar, Kutu 2.1'de belirtilen düşük faiz önerilen daha düşük montanlı birikimlerin tüketim yerine tasarruflara yönelmesi ve birikimlerin kısa vadelerde değerlendirilebilmesi için alternatif bir araç olarak son dönemde öne çıkmaktadır. Finansal derinleşme ile alternatif TL yatırım araçlarının büyüklüğünün artmasının para politikasının piyasa faizlerine olan aktarımını destekleyeceği değerlendirilmektedir.

## 2.3 İktisadi Faaliyet

### Arz ve Talep Gelişmeleri

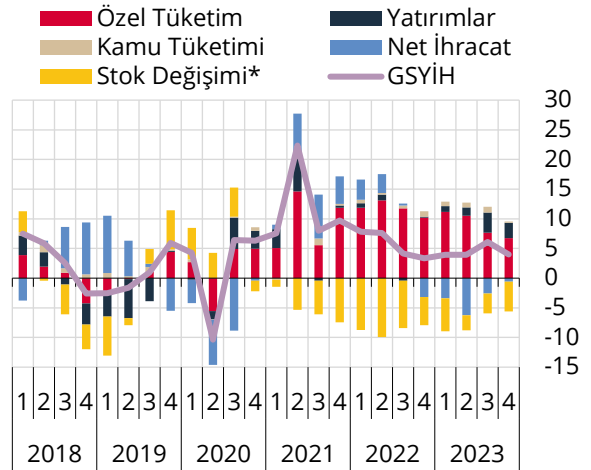
**2023 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyet, güçlü seyretmiş ve talepteki dengelenmenin hız kestiğine işaret etmiştir.** Dördüncü çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), yıllık bazda yüzde 4 oranında artarken çeyreklik bazda büyüme yüzde 1 oranında gerçekleşmiştir. Böylece, 2023 yılı genelinde büyüme oranı yüzde 4,5 olmuştur. 2023 yılının son çeyreğinde yıllık büyümenin üretim yönünden temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam etmiştir. Sanayi sektörünün yıllık büyümeye katkısı sınırlı olurken inşaat sektörünün katkısı sürmüştür (Grafik 2.3.1). Harcama yönünden yıllık bazda büyümeye en yüksek katkı 9,6 puan ile nihai yurt içi talepten gelmiştir. Söz konusu katkının 6,7 puan ile büyük çoğunluğu özel tüketimdeki artıştan kaynaklanmıştır (Grafik 2.3.2). Stok değişiminin yıllık büyümeyi 5 puan aşağı çektiği bu dönemde, yatırımların yıllık büyümeye katkısı 2,6 puan olurken yatırım kalemleri arasında en yüksek katkı makine-teçhizat yatırımlarından gelmiştir. Diğer taraftan, net ihracatın yıllık büyümeye negatif katkısı 0,6 puan ile bir önceki çeyreğe kıyasla oldukça sınırlı gerçekleşmiştir. Çeyreklik olarak ise üçüncü çeyrekte daralan özel tüketim, 2023 yılının son çeyreğinde kuvvetli bir toparlanma kaydetmiş ve hanehalkı talebinin dirençli olduğunu teyit etmiştir. Net ihracatın büyümeye katkısı ise pozitif olmakla birlikte, bir önceki çeyreğe kıyasla azalmıştır. Bu çerçevede, yılın son çeyreğinde fiyat indirim kampanyaları ile beklenen ücret güncellemeleri kaynaklı öne çekilen talep güdüsünün talepteki dengelenmeyi zayıflattığı değerlendirilmektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



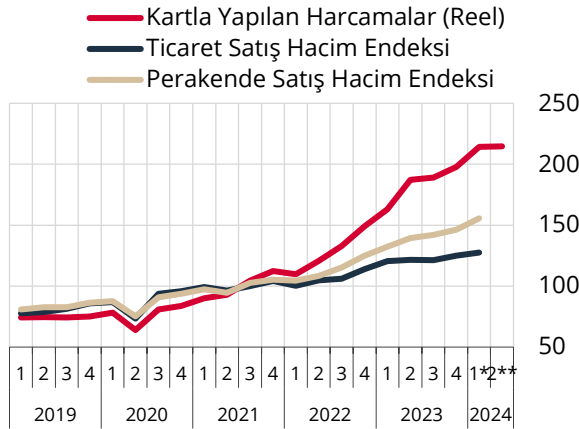
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiksel sapmayı içermektedir.

**2024 yılının ilk çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi talepte güçlü seyre işaret ederken nisan ayına ilişkin öncül göstergeler ilk çeyrekteki kadar güçlü bir iç talebin olmadığını ima etmektedir.** Hanehalkı talebinin önemli göstergesi olan perakende satış hacim endeksi, 2024 yılı Ocak ayı itibarıyla TÜİK tarafından temel yıl ve hesaplama değişikliği yapılarak yayımlanmaya başlanmıştır. Bu çerçevede, bir önceki Enflasyon Raporu döneminde 2023 yılının ikinci yarısı için eski endeksin ima ettiği perakende satışların çeyreklik

büyümesindeki yavaşlama yerini yeni endeks ile birlikte söz konusu dönemde daha güçlü bir yurt içi talep görünümüne bırakmıştır (Mercek Altı 2.2). Şubat ayı itibarıyla 2024 yılının ilk çeyreğinde ise perakende satışlar hem çeyreklik hem de yıllık bazda yeniden hızlanma kaydetmiştir. Buna karşılık, TÜİK tarafından ocak ayı itibarıyla ilk kez yayımlanmaya başlanan ticaret satış hacim endeksi, aynı dönemde artışını sürdürmekle birlikte söz konusu artış endeksin alt kalemlerinden toptan ticaret hacim endeksindeki nispeten daha zayıf görünüm kaynaklı olarak yavaşlamıştır. Kartla yapılan harcamalar ise yılın ilk çeyreğinde tüketim talebindeki artışın çeyreklik bazda devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 2.3.3). Bu dönemde, beyaz eşya satışları çeyreklik bazda belirgin hızlanma kaydederken otomobil satışlarında kampanyalar ve ÖTV muafiyetli satışların da etkisiyle artış ivmesi korunmuştur. Böylelikle, otomobil ve beyaz eşya satışları tarihsel ortalamalarının üzerindeki seyrini sürdürmüştür (Grafik 2.3.4). Bir önceki çeyrekte gerileyen imalat sanayi firmalarının kayıtlı iç piyasa siparişleri, ücret güncellemelerinin gerçekleştiği yılın ilk çeyreğinde yeniden artış kaydederken nisan ayı itibarıyla ikinci çeyrekte de daha ılımlı olmakla birlikte artışını sürdürmüştür. Öte yandan, bu dönemde firmaların gelecek üç aydaki iç piyasa sipariş beklentileri düşmüştür. Firma görüşmeleri ise yılın ilk çeyreğinde ücret artışları, firmaların ilave kampanyaları ve öne çekilen talep etkisiyle yurt içi satışların çeyreklik bazda arttığına işaret etmiştir. Nisan ayına ilişkin yüksek frekanslı veriler ve saha gözlemleri ise yurt içi talepte dengelenmeye yönelik bazı sinyaller içermektedir (Kutu 2.2). Reelleştirilmiş olarak kartla yapılan harcamalar, bayram tatilinin de yer aldığı nisan ayında aylık bazda düşüş, çeyreklik bazda yatay bir görünüm ima etmektedir. İlk çeyrekte belirgin artış kaydeden otomobil satışları da nisan ayında yıllık bazda yüzde 20,6 gerileyerek Ağustos 2022'den bu yana ilk kez yıllık bazda daralma kaydetmiştir. Benzer şekilde, nisan ayına ilişkin firma görüşmeleri; tüketim harcamalarının, bir önceki çeyrekte öne çekilen talep ve uzun bayram tatilinin de etkisiyle ivme kaybetmekte olduğunu ima etmektedir.

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

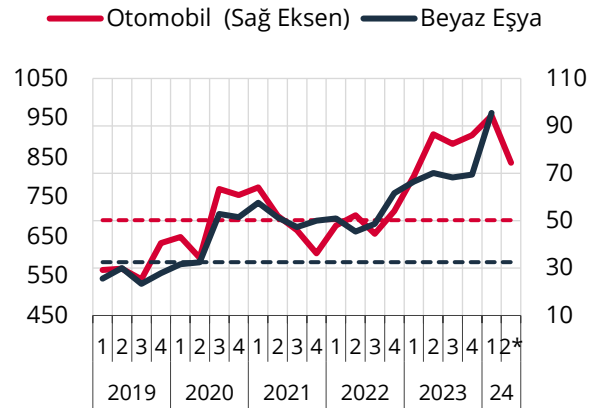


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Perakende satış ve ticaret satış hacim endeksleri ocak-şubat ayları ortalamasıdır.

\*\* Nisan ayı verisidir.

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



Kaynak: ODMD, TCMB, TURKBESD.

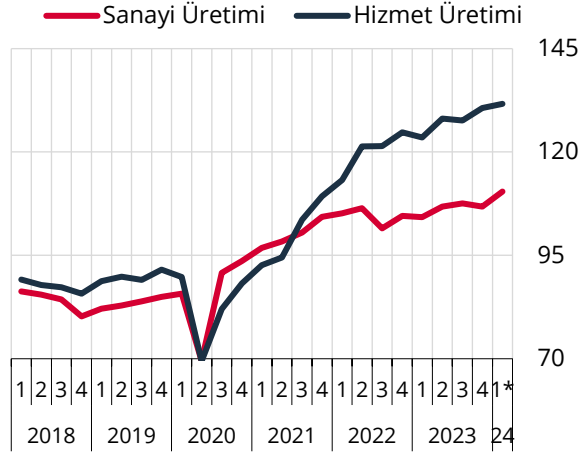
\* Nisan ayı verisidir.

\*\* Kesikli çizgiler tarihsel ortalamaları (2011-2019) göstermektedir.

**2024 yılının ilk çeyreğinde sanayi üretimi çeyreklik bazda güçlenirken hizmet üretimi nispeten yatay seyretmiştir.** Şubat ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak sanayi üretimi ilk çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 3,4 oranında artmıştır (Grafik 2.3.5). Diğer ulaşım gibi tipik olarak yüksek oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında ise söz konusu artışın yüzde 2,1 ile daha sınırlı olduğu görülmektedir. Ocak ayı itibarıyla TÜİK tarafından, hizmet sektöründe hem üretim hem de talep ile ilişkilendirilebilen hizmet üretim endeksi ilk kez yayımlanmaya başlanmıştır (Kutu 2.3). Bu çerçevede, 2023 yılının son çeyreğinde çeyreklik bazda yüzde 2,4 artış kaydeden hizmet üretimi, şubat ayı itibarıyla bu yılın ilk çeyreğinde çeyreklik bazda yüzde 0,7 artışa işaret etmektedir. Endeks içinde ağırlığı yüksek olan ulaştırma ve depolama sektörü hariç tutulduğunda ise hizmet üretiminin görece daha güçlü bir seyir izlediği gözlenmektedir. Anket bazlı göstergelere bakıldığında, PMI verileri sanayi üretimi verileri ile uyumlu olarak ilk çeyrekte üretimin artış kaydettiğini gösterirken nisan ayı itibarıyla ikinci çeyrekte eşik değerinin altında

kalarak üretimde ılımlı bir zayıflama ima etmektedir (Grafik 2.3.6). Kapasite kullanım oranı ise yılın ilk çeyreğinde ılımlı düşüş kaydetmesinin ardından nisan ayı itibarıyla ikinci çeyrekte yataya yakın seyrederek yüzde 77 seviyesinde gerçekleşmiş ve tarihsel ortalamalarına yakın seyrini sürdürmüştür.

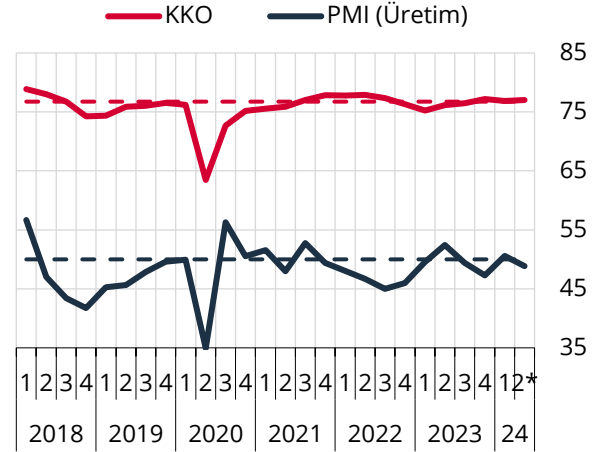
**Grafik 2.3.5: Sanayi Üretim ve Hizmet Üretim Endeksi** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2021=100)



Kaynak: TÜİK.

\* Ocak-şubat ayları ortalaması.

**Grafik 2.3.6: Kapasite Kullanım Oranı ve PMI\*\*** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, %)



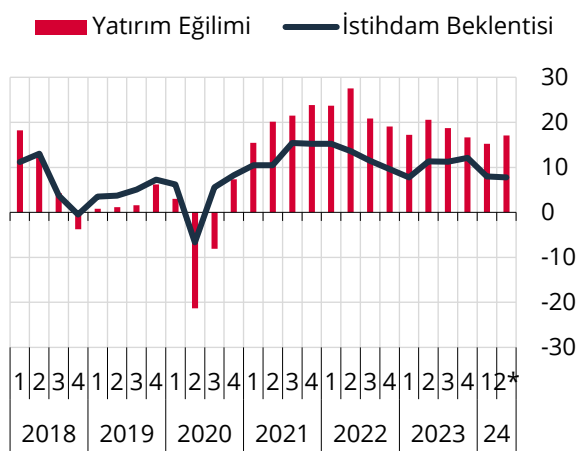
Kaynak: S&P, TÜİK.

\* Nisan ayı verisidir.

\*\*Kesikli çizgiler KKO için 2014-2019 ortalaması, PMI için 50 eşik değeridir.

**İmalat sanayi firmalarının yatırım eğilimleri 2024 yılının ilk çeyreğinde sınırlı düşüş kaydederken istihdam beklentisi görece zayıf bir görünüm izlemiştir** (Grafik 2.3.7). Sermaye malları üretim ve dış ticaret göstergeleri yatırımlardaki yavaşlama görünümünü teyit etmektedir. Taşıt hariç sermaye malları üretimi şubat ayı itibarıyla çeyreklik bazda artış göstermekle birlikte tipik olarak oynaklık gösteren ve şubat ayında yüksek artış kaydeden diğer ulaşım kalemi dışlandığında sermaye malları üretiminde görece zayıf bir seyrin hâkim olduğu görülmektedir. Taşımacılık araçları hariç sermaye malları ithalatı ise şubat ayı itibarıyla çeyreklik bazda yüzde 7,5 oranında gerilemiştir (Grafik 2.3.8).

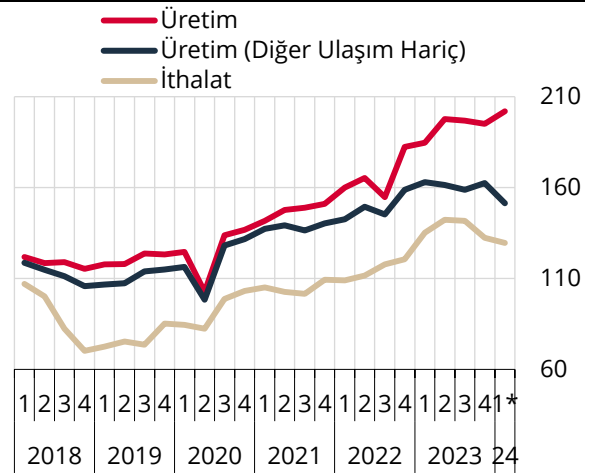
**Grafik 2.3.7: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması ve İstihdam Beklentileri** (Artacak-Azalacak, Mevimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

\* Nisan ayı verisidir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

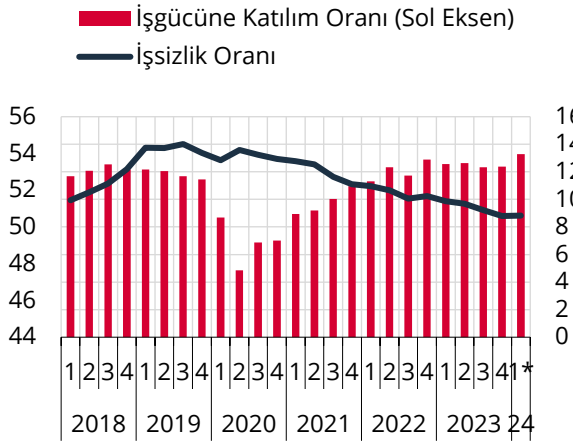
\* Ocak-şubat ayları ortalamasıdır.



## İşgücü Piyasası Gelişmeleri

**İstihdam ilk çeyrekte iktisadi faaliyet görünümü ile uyumlu şekilde güçlü artış kaydetmiştir.** Şubat ayı itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam çeyreklik bazda yüzde 1,4 oranında (449 bin kişi) artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılım oranı ise 0,7 puan artarak yüzde 54 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.9). Diğer taraftan, işsizlik oranı yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla yatay seyrederek yüzde 8,8 olmuştur. Bu dönemde işsizlik oranı üzerinde nüfus artışı 0,15 puan, katılım oranındaki artış 1,17 puan artırıcı etkide bulunurken istihdam artışının 1,28 puan düşürücü etkisi olmuştur (Grafik 2.3.10 ve Grafik 2.3.11). Öte yandan, zamana bağlı eksik istihdam, potansiyel işgücü ve işsizlerden oluşan atıl işgücü oranının şubat ayı itibarıyla 2024 yılının ilk çeyreğinde 2,6 puan yükselmesinin yanında haftalık ortalama fiili çalışma saatinin aynı dönemde 0,4 saat gerileyerek kademeli düşüşünü sürdürmesi, işgücü piyasasında zayıflama işaretlerinin görülmeye başladığını ima etmektedir.

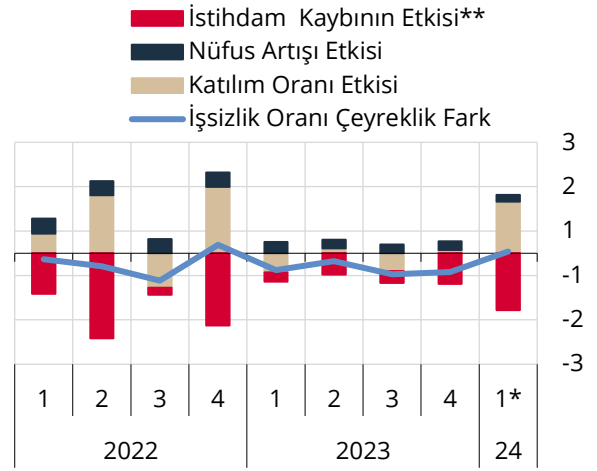
**Grafik 2.3.9: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)**



Kaynak: TÜİK.

\* Ocak-şubat ayları ortalamasıdır.

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



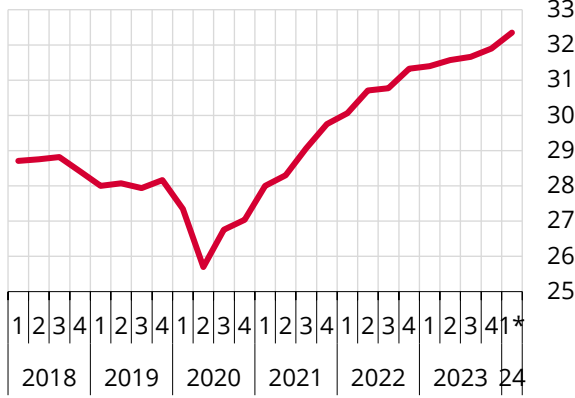
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Ocak-şubat ayları ortalamasıdır.

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

**Anket göstergeleri ve yüksek frekanslı veriler işgücü piyasasında talebin bir miktar güç kaybettiğine işaret etmektedir.** Nisan ayı itibarıyla yeni iş ilanları geçen seneki seviyelerine yakın seyretmektedir. Diğer yandan, imalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri firmaların istihdam görünümünün sınırlı kötüleştiğine, gelecek üç ay içindeki istihdam beklentilerinin ise tarihsel ortalamasının altına gerilediğine işaret etmektedir (Grafik 2.3.12).

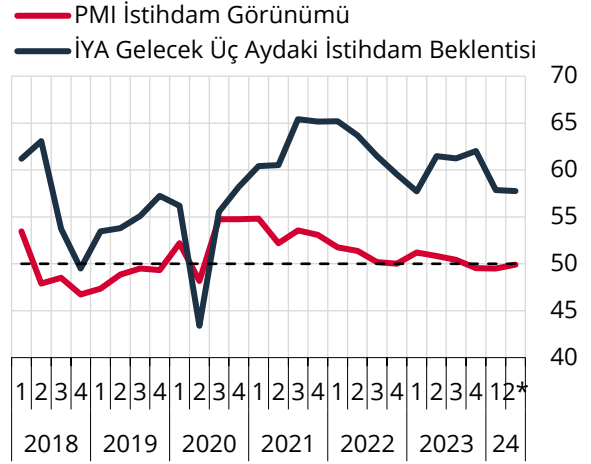
**Grafik 2.3.11: Toplam İstihdam**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

\* Ocak-şubat ayları ortalamasıdır.

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



Kaynak: S&P Global, TCMB.

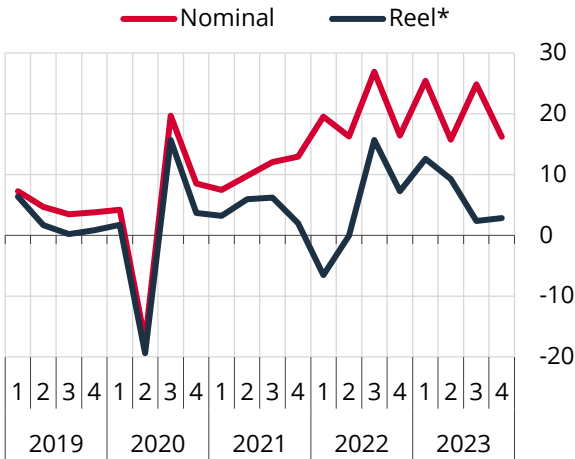
\* Nisan ayı verisidir.

\*\* İYA göstergesi PMI ile uyumlu olarak nötr seviyesi 50 olacak şekilde ayarlanmıştır.

**Tarım dışı brüt ücret ve maaş endeksinin reel artışı 2023 yılının son çeyreğinde ılımlı seyretmiştir**

(Grafik 2.3.13). Diğer yandan, mevsimsellikten arındırılmış reel kazanç endeksindeki ılımlı artış son çeyrekte sektörlerin geneline yayılmıştır (Grafik 2.3.14). 2023 yılında nominal ücret artış oranının bir önceki yıla göre daha yüksek olmasında, asgari ücret ayarlamasının yılda iki defa yapılması ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışı etkili olmuştur. Asgari ücret artışının yurt içi talebi desteklediği ilk çeyrek sonrasında iktisadi faaliyette öngörülen daha ılımlı seyir ve ilave ücret güncellemesi olmamasının reel birim ücretler kanalıyla dezenflasyon sürecini destekleyeceği değerlendirilmektedir.

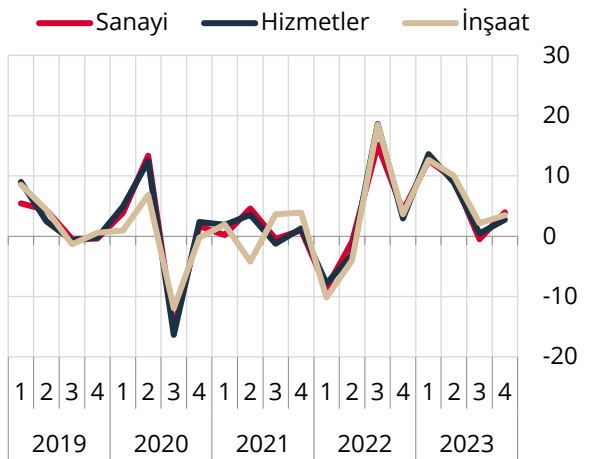
**Grafik 2.3.13: Tarım Dışı Sektörlerde Brüt Ücret Maaş Endeksi** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

**Grafik 2.3.14: Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik Kazanç Endeksi** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim, Reel\*)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

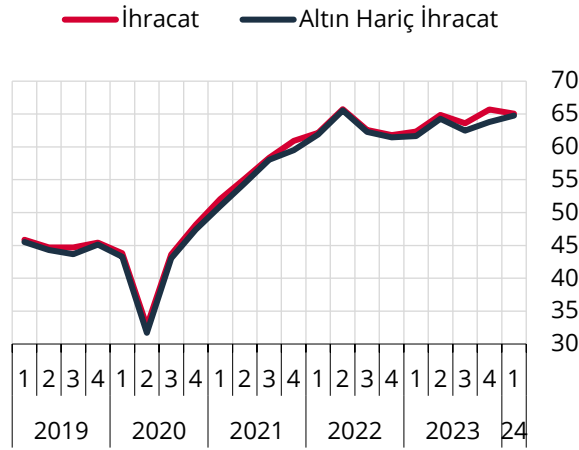
\* Reelleştirmede TÜFE kullanılmıştır.

**Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü**

**2024 yılının ilk çeyreğinde ihracat altın hariç olarak artmış, ithalat ise azalış eğilimini sürdürmüştür.** Ana ticaret pazarlarımızda iktisadi faaliyetteki kısmi toparlanmaya rağmen dış talep koşulları ilk çeyrekte zayıf seyrini sürdürmüştür, buna karşın mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olan altın hariç ihracat artışına devam etmiştir (Grafik 2.3.15). Önceki yılın son çeyreğinde ihracat büyümesine önemli katkı veren altın

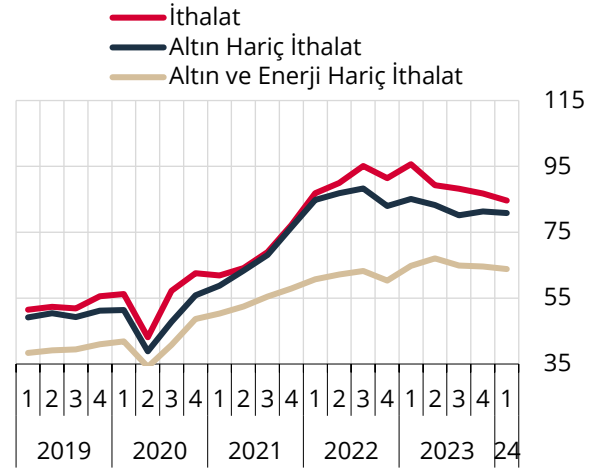
ihracatı ise bu yılın ilk çeyreğinde yurt içi altın talebindeki artışın etkisiyle kayda değer biçimde gerilemiş ve çeyreklik bazda toplam ihracatta görülen sınırlı azalışta rol oynamıştır. Söz konusu dönemde gıda, kimya, eczacılık ile giyim ve tekstil sektörleri ihracata pozitif katkı sağlamıştır. Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracatta toparlanma görülürken Orta Doğu ve Afrika bölgelerine yapılan ihracat görece yatay seyretmiştir. İthalat tarafında, ilk çeyrekte yurt içi talebin dirençli seyretmesiyle altın ve enerji hariç ithalat mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak yataya yakın seyretmiştir (Grafik 2.3.16). Altın ithalatı gerilemiş, enerji ithalatı ise mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak önceki çeyrekteki seviyesine yakın gerçekleşmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış altın hariç ithalat yılın ilk çeyreğinde önceki çeyrekteki seviyesini korumuş, toplam ithalat ise azalış eğilimini sürdürmüştür. Bu çerçevede, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığındaki azalış yılın ilk çeyreğinde de devam etmiş, altın dış ticaret açığı düşüş kaydederken enerji dış ticaret açığı ise bir miktar yükselmiştir. Öte yandan, geçici dış ticaret verileri nisan ayında dış ticaret açığının ilk çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleştiğine işaret etmekte ve diğer iç piyasa göstergelerinde izlenen yavaşlama sinyallerinin aksine, tüketim malları ithalatının güçlü seyrettiğini ima etmektedir. Bu çerçevede çeyreğin geri kalanında tüketim malları başta olmak üzere ithalatın izleyeceği seyir talepteki dengeleme açısından yakından izlenmeye devam edecektir.

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



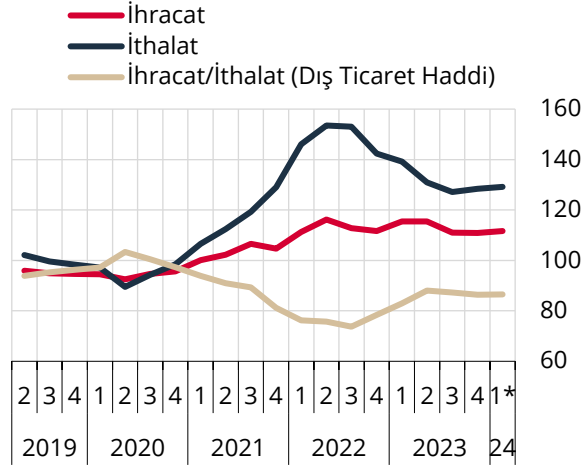
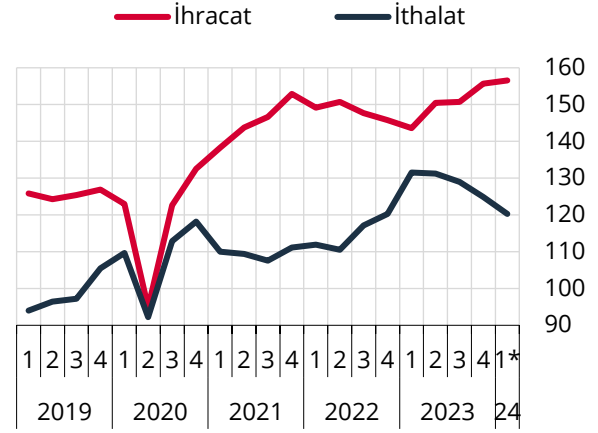
Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

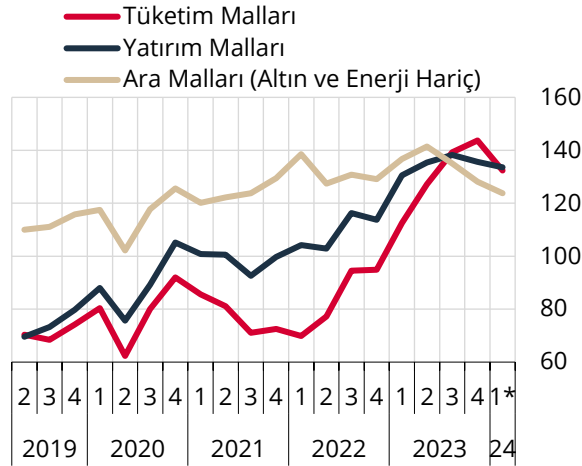
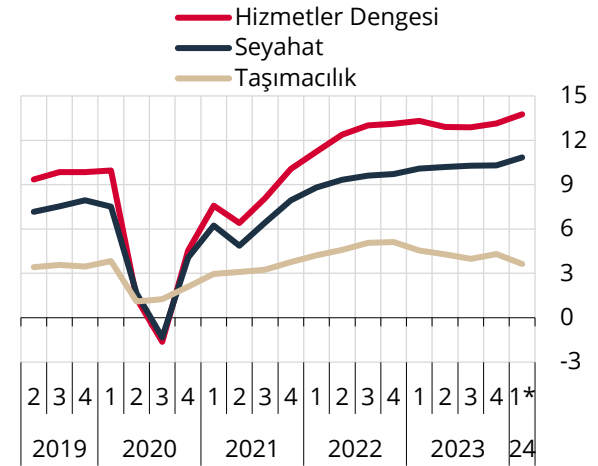


Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Şubat ayı itibarıyla dış ticaret haddinin yatay seyrini koruması ve dış ticaretteki reel dengeleme, dış ticaret açığındaki iyileşme eğilimini desteklemiştir.** Ocak-şubat ortalamasına göre hesaplanan ilk çeyrek dış ticaret birim değer endekslerine göre ihracat ve ithalat fiyatları önceki çeyreğe kıyasla sınırlı oranda yükselmiştir (Grafik 2.3.17). Dış ticaret haddi son üç çeyrekte bulunduğu görece yüksek seviyesini koruyarak dış ticaret açığındaki azalış eğilimini desteklemiştir. Diğer taraftan, yine ocak-şubat ortalaması olarak hesaplanan dış ticaret miktar endekslerine göre mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat miktarı artmış, ithalat miktarı ise azalmıştır (Grafik 2.3.18). Böylelikle, dış ticarete gerçekleşen reel dengeleme dış ticaret dengesine iyileştirici yönde etki etmiştir. Mal grupları bazında incelendiğinde, ara malları ile yatırım malları ithalat miktarlarında önceki çeyrekte başlayan düşüş eğilimlerine, ilk çeyrekte uzun bir süreden sonra ilk kez gerileme gösteren tüketim malları miktarı da eşlik etmiştir (Grafik 2.3.19).

**Grafik 2.3.17: Dış Ticaret Birim Değer Endeksleri (2015=100)****Grafik 2.3.18: Dış Ticaret Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)**

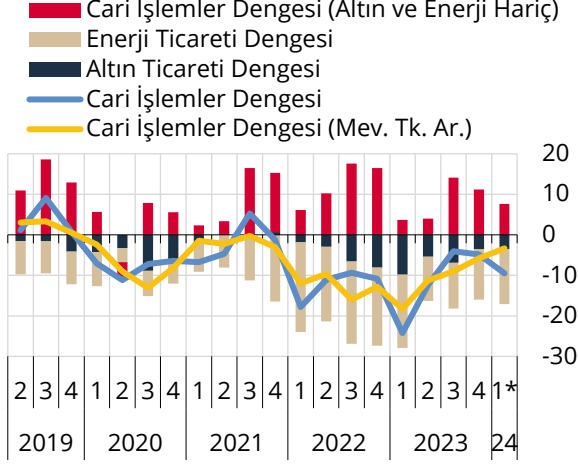
**Hizmetler dengesindeki olumlu seyir seyahat gelirlerinin katkısıyla güçlenerek devam etmektedir.** Şubat ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış net seyahat gelirlerindeki artışın sürmesiyle, hizmetler dengesi fazlası yılın ilk çeyreğinde artmaya devam etmiş, önemli diğer bir kalem niteliğindeki taşımacılık gelirleri ise bir miktar düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.3.20). Önceki iki çeyrekte ortaya çıkan bölgesel jeopolitik sorunlara rağmen yabancı ziyaretçi sayısında mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak devam eden artış eğilimi, seyahat gelirlerindeki artışta en temel etken olmayı sürdürmüştür. Öncü veriler, mart ayında da yabancı ziyaretçi sayısının görece yüksek seviyesini koruyacağına ve net seyahat gelirlerinin ulaştığı tarihi yüksek seviyeleri sürdüreceğine işaret etmektedir.

**Grafik 2.3.19: Mal Grupları İtibarıyla İthalat Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)****Grafik 2.3.20: Hizmetler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)**

**Cari işlemler dengesindeki iyileşme eğilimi dış ticaret açığındaki azalışın ve hizmetler dengesindeki güçlü görünümün etkisiyle ilk çeyrekte ivme kazanmıştır.** Ödemeler dengesi tanımlı mal ticareti dengesinde süregelen artış eğiliminin ve hizmetler dengesinin cari dengeye sunduğu olumlu katkının artarak devam etmesiyle cari açık mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak ilk çeyrekte bir önceki çeyreğe göre belirgin biçimde azalmaktadır (Grafik 2.3.21). Ana eğilim göstergesi niteliğindeki altın ve enerji hariç cari işlemler dengesindeki fazla ise mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak artmaktadır. İç talep kaynaklı yukarı yönlü baskıların devam ettiği ilk çeyrek sonrasında, finansal koşullardaki sıkılaştırmanın, kredi

büyümesindeki normalleşmenin ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin iç talebe yansımalarının belirginleşeceği ve dengelenme sürecini destekleyeceği, bu suretle cari açığı düşürme süreci değerlendirilmektedir.

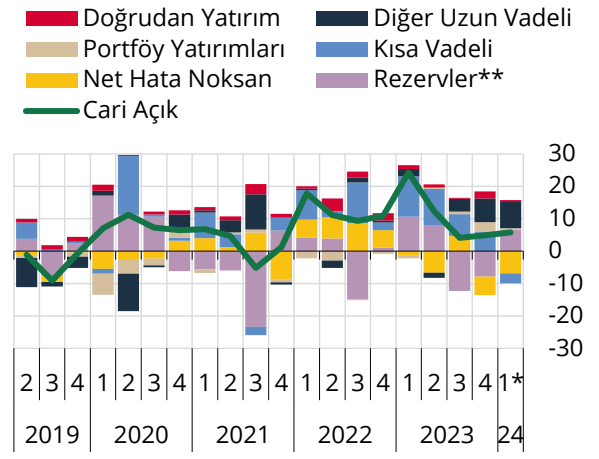
**Grafik 2.3.21: Cari İşlemler Dengesi (Çeyreklik, Milyar ABD Doları)**



Kaynak: TCMB.

\* Mart ayı için dış ticaret verilerinin ima ettiği değerler kullanılmıştır.

**Grafik 2.3.22: Cari Açığın Finansmanı (Milyar ABD Doları)**



Kaynak: TCMB.

\* Ocak-şubat ayları toplam değeridir.

\*\* 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 artarken ilk çeyrekte net hata ve noksan kaleminden çıkış gözlenmiş, rezervler azalmıştır.** Şubat ayı itibarıyla yurt dışı yerleşiklerin doğrudan yatırımları ilk çeyrekte önceki çeyreğe kıyasla sermaye girişlerindeki azalış kaynaklı gerilemiştir. Hisse ve borçlanma senedi piyasalarına portföy girişleri ile yurt dışı yerleşiklerin mevduatları gibi kısa vadeli yatırım kalemleri kaynaklı girişler ise önceki çeyreğe kıyasla sınırlı kalmıştır. Sermaye girişleri, ağırlıklı olarak uzun vadeli yurt dışı tahvil ihraçları kaynaklı olmuştur (Grafik 2.3.22). Yılın ilk iki ayında net hata ve noksan kalemi kaynaklı çıkışlar artmış, para politikasındaki sıkılaştırmanın ardından önceki iki çeyrekte belirgin artış gösteren rezervler ise bu dönemde azalmıştır. Öncü veriler, resmi rezervlerin mart ayında azalış kaydettikten sonra, nisan ayında yeniden arttığına işaret etmektedir. Mevsimsel etkilerle cari işlemler açığının gerileyeceği önümüzdeki dönemde finansman ihtiyacındaki azalış ve finansman kompozisyonundaki sermaye girişleri lehine iyileşme rezerv birikimine de katkıda bulunacaktır.

## Kamu Maliyesi Gelişmeleri

**Yılın ilk çeyreğinde merkezi yönetim bütçesi 513,5 milyar TL bütçe açığı ve 263,0 milyar TL faiz dışı açık kaydetmiştir.** 2023 yılı sonunda yüzde 5,2 seviyesinde olan milli gelire oranla yıllıklandırılmış bütçe açığının mart ayı itibarıyla yüzde 5,6 olduğu tahmin edilmektedir. Bu dönemde finansman ihtiyacının karşılanmasında hem iç hem de dış borçlanma kullanılmış; uluslararası sermaye piyasalarından yaklaşık 5,2 milyar ABD doları tutarında finansman sağlanmıştır. Merkezi yönetim borç stokunun milli gelire oranının 2024 yılı mart ayında yüzde 25,6; iç ve dış borç stokunun milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 12,2 ve yüzde 13,4 olduğu tahmin edilmektedir.

**Yılın ilk üç ayında merkezi yönetim bütçe harcamalarında ödeneklerin yüzde 19,4'ü kullanılmış olup harcamaların GSYİH'ye oranının ise geçen yılın aynı dönemine göre 6,3 puan artarak yüzde 26,2 düzeyinde gerçekleştiği tahmin edilmektedir.** İlk üç ayda faiz dışı harcamalar geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 101,3 oranında artmıştır. Faiz dışı harcamalardaki yıllık büyümeye en belirgin katkı, cari transfer harcamaları ve personel giderlerinden gelmiştir. Yılın ilk çeyreğinde KİT'lere doğal gaz kaynaklı bir transfer olmazken Elektrik Üretim A.Ş.'ye görevlendirme giderleri kapsamında yapılan toplam aktarım tutarı 55,3 milyar TL olmuştur. Merkezi yönetim bütçe gelirleri ise bu dönemde yıllık yüzde 106,0 oranında artmıştır. Geçen yılın aynı döneminde yüzde 17,5 olan milli gelire oranla yıllıklandırılmış bütçe gelirlerinin, mart ayı itibarıyla yüzde 20,6'ya yükseldiği tahmin edilmektedir. Vergi gelirleri, yurt içi talep görünümü, enflasyondaki seyir ve Temmuz 2023'te yapılan düzenlemelere bağlı olarak güçlü seyretmeye devam etmiştir. Nitekim yurt içi

talebe duyarlılığı yüksek olan ÖTV ile KDV kalemleri, vergi gelirlerindeki yıllık artışa en belirgin katkı yapan gruplar olmuştur. Vergi gelirlerinin güçlü performansı bütçe dengesini olumlu yönde etkilerken vergi dışı gelirlerdeki zayıf seyir bu etkiyi sınırlamıştır.

**Deprem kaynaklı harcamaların seyri, 2024 yılı bütçe açığının temel belirleyicilerinden olacaktır.** Bu çerçevede 2024 yılı bütçesinde yer alan 1 trilyon 28 milyar Türk lirası tutarındaki deprem harcama ödeneğinin kullanılma durumu yakından takip edilmektedir. Yılın ilk çeyreğinde deprem konutlarının inşasıyla ilgili maliyetlerin de yer aldığı sermaye transferi kaleminde başlangıç ödeneklerinin yüzde 0,7'si kullanılmıştır.

## Mercek Altı 2.2

### Perakende Satış Hacim Endeksi Baz Yılı ve Yöntem Değişikliği

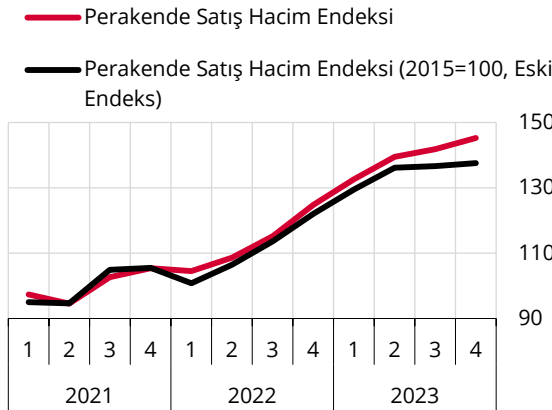
**TÜİK tarafından Kısa Dönemli İş İstatistiklerinde yapılan güncellemeler kapsamında Perakende Satış Hacim Endeksi (PSHE) verilerinde baz yılı ve yöntem değişiklikleri gerçekleştirilmiştir.** TÜİK 4 Mart 2024 tarihinde yayımladığı duyuruda Avrupa Birliği (AB) İş İstatistikleri mevzuatında yapılan değişikliklerin Kısa Dönemli İş İstatistiklerine yansıtılması ve yeni göstergeler üretilmesi çalışmalarını tamamladığını belirtmiştir. Bu kapsamda daha önce 2015=100 temel yılı olacak şekilde yayımlanan PSHE verileri, mart ayında ilk defa yayımlanmaya başlayan Ticaret Satış Hacim Endeksi Haber Bülteni içerisinde 2021=100 temel yılı olarak kamuoyu ile paylaşılmaya başlanmıştır.

**TÜİK tarafından "Yıllık Ürün Detayında Ciro Araştırması" sonuçları kullanılarak her bir sektörün ürün yapısı tespit edilmekte ve uygun fiyat verileriyle sektörlerle ilişkin deflatörler hesaplanmaktadır.**

Ciro değerleri söz konusu deflatörler kullanılarak fiyat değişimlerinden arındırılmaktadır. Bu çerçevede, daha önce yayımlanan 2015 temel yıllık endekslerde üçlü, dördü ve özel gruplar faaliyet düzeyinde yapılan fiyat etkisinden arındırma işlemi, yeni endeksle birlikte dördü faaliyet düzeyinde yapılmaya başlanmıştır. Ayrıca, 2021 yılı ve sonrasındaki veri kaynağındaki değişimler ve girişimlerin ana faaliyet değişimleri de endekslere yansıtılmıştır. Bu kapsamda, PSHE 2010 yılından itibaren revize edilmiştir.

**Yeni yöntemle hesaplandığında perakende satış hacim endeksinin seviyesi yukarı yönlü güncellenmiştir.** Bunun yanı sıra, 2023 yılının ikinci yarısından itibaren PSHE'nin çeyreklik değişimleri yeni seride belirgin yükselerek, bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki görünümün aksine, çeyreklik bazda ivmelenme ima etmiştir (Grafik 1 ve 2).

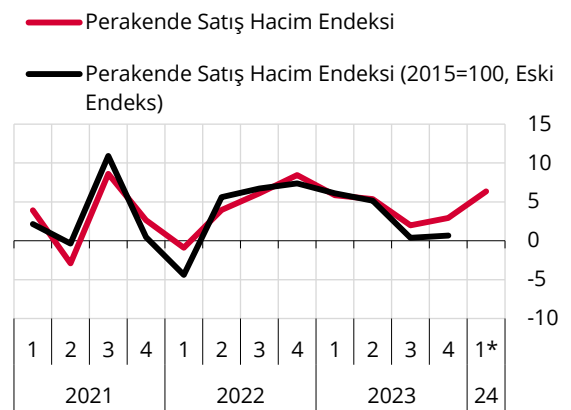
**Grafik 1: Perakende Satış Hacim Endeksi\***  
(2021=100)



Kaynak: TÜİK.

\* 2015=100 temel yıllık eski endeks, seviye karşılaştırması yapabilmek adına 2021=100 olacak şekilde ayarlanmıştır.

**Grafik 2: Perakende Satış Hacim Endeksi**  
(Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TÜİK.

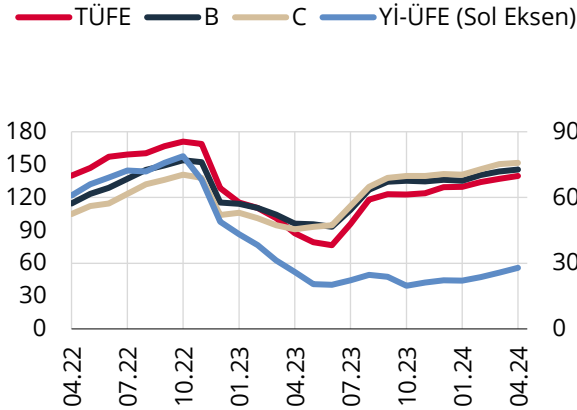
\* Şubat ayı itibarıyla.



## 2.4 Enflasyon

**Tüketici yıllık enflasyonu 2024 yılı ilk çeyreğinde 3,73 puan artışla yüzde 68,50'ye yükselmiş ve Enflasyon Raporu 2024-I'de sunulan tahmin aralığının 0,9 puan üzerinde gerçekleşmiştir.** Yıllık enflasyon nisan ayında da yüzde 69,80'e yükselerek artış eğilimini sürdürmüştür. ABD doları bazındaki emtia fiyatları ilk çeyrekte enerji grubunda daha belirgin olmak üzere artmış, jeopolitik gelişmeleri takiben ocak ayında yükselen navlun ücretlerinin ilerleyen aylarda gerilemekle beraber yüksek seyrettiği izlenmiştir. Ocak ayında uzayan tedarikçilerin teslimat sürelerinde takip eden dönemde kısmi normalleşme gözlenmiştir. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi ise yılın ilk çeyreğinde tarihsel ortalamasında seyretmiştir. Bu dönemde döviz kuru sepetindeki artış yüzde 9,8 ile önceki çeyreğe kıyasla bir miktar daha yüksek olmuştur. Maliyet yönlü etkilerinin yanı sıra ücret güncellemeleri yılın ilk çeyreğinde talebin dirençli kalmasında önemli bir rol oynamış ve bu durum ücret dışı diğer maliyet artışlarının fiyatlara geçişini kolaylaştırmıştır. Bu gelişmelerle, üretici fiyatları kaynaklı baskılar güçlenmiştir. Orta vadeli enflasyon beklentileri gerilemekle beraber orta vadeli hedeflerin üzerinde seyrederek, enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk teşkil etmeye devam etmiştir. İlk çeyrek gelişmeleri alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık tüketici enflasyonundaki yükselişe en belirgin katkı hizmet sektöründen gelirken bunu enerji grubu izlemiştir (Grafik 2.4.2). Zamana bağlı fiyatlama davranışına sahip, yönetilen/yönlendirilen gruplar gibi geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi güçlü kalemler ile ücretlere duyarlılığı yüksek olan grupların etkisiyle bu dönemde hizmet fiyatlarının artışı belirgin olmuştur (Kutu 2.4). Enflasyonun ana eğilimi ocak ayındaki artış sonrası gerilemekle beraber hizmet enflasyonu öncülüğünde bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülenden yüksek gerçekleşmiştir.

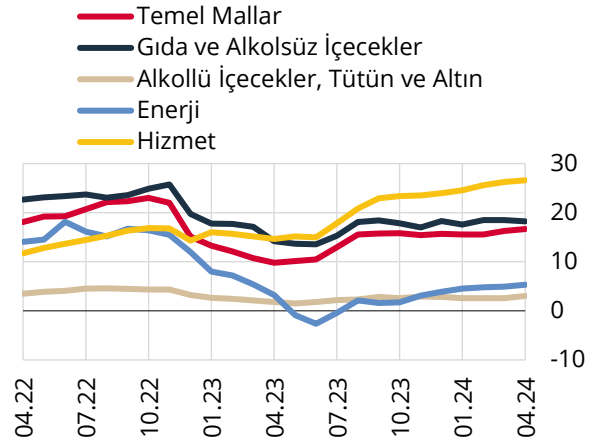
**Grafik 2.4.1: TÜFE, Yİ-ÜFE, B Endeksi ve C Endeksi\* (Yıllık % Değişim)**



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)**

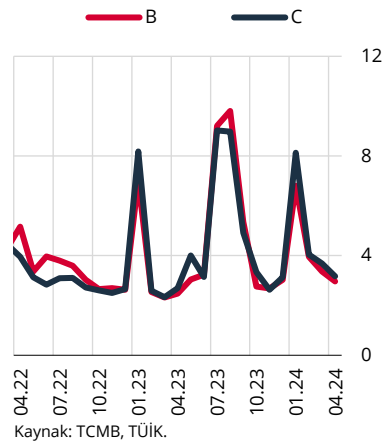


Kaynak: TCMB, TÜİK.

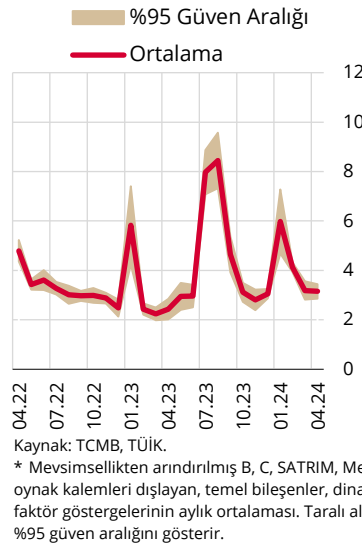
**Çekirdek göstergelerin aylık artış oranları ocak ayındaki yüksek seviyeden sonra izleyen dönemde yavaşlayarak aralık ayındaki değerlerine dönmekle beraber öngörülenin üzerinde bir seyir izlemiş, yıllık enflasyon oranları bir önceki çeyreğe kıyasla yükselmiştir.** Mevsimsellikten arındırılmış verilerle, 2023 yılı son çeyreğinde öngörülerin üzerinde gerileyen B ve C endekslerinin aylık artışları ocak ayında temelde ücret ayarlamaları ve zamana bağlı fiyat belirleme ile geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi yüksek hizmet kalemlerinin etkisiyle belirgin olmuş, izleyen aylarda yavaşlarsa da tahminlerin üzerinde seyretmiştir (Grafik 2.4.3). İlk çeyrekte B ve C endeksinin mevsimsellikten arındırılmış ortalama aylık artış oranları sırasıyla yüzde 4,7 ve yüzde 5,3 olmuştur (2023 son çeyrekte sırasıyla yüzde 2,8 ve yüzde 3,0). Medyan enflasyon, SATRIM, Dinamik Faktör gibi alternatif göstergeler de benzer bir eğilim sergileyerek bu görünümü teyit etmiştir. Nisan ayı itibarıyla çekirdek göstergelerin mevsimsellikten arındırılmış aylık artışlarında yavaşlama devam etmiş ve 2023 yılı Aralık ayı seviyelerine yakın gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.4). B endeksini oluşturan alt gruplar incelendiğinde, yılın ilk üç ayında çeyreklik bazda fiyat artışları tüm alt gruplarda hızlanırken enflasyonda kaydedilen güçlü artışın ana sürükleyicisi hizmetler sektörü olmuştur (Grafik 2.4.5). Hizmet grubunda fiyat artışları bir önceki çeyreğe kıyasla alt gruplar genelinde belirgin olarak yükselmiştir. Çeyreklik bazda en yüksek fiyat artışı kira alt grubunda kaydedilmiştir. Lokanta-otel grubundaki yükselişte başta kırmızı et olmak üzere gıda fiyatlarına ve asgari ücret gelişmelerine duyarlılığı

yüksek olan yemek hizmetleri etkili olmuştur (Tablo 2.4.1). Bu dönemde öne çıkan bir diğer alt grup olan diğer hizmetler alt grubunda endeksleme davranışının yaygın olduğu eğitim, sağlık ve sigorta hizmetlerinin yanı sıra işgücü giderlerini kapsayan bakım-onarım hizmetleri öne çıkmıştır. Sözleşmeye bağlı fiyat katılıklarının olduğu haberleşme hizmetlerinde fiyat artışları internet ve telefonla görüşme ücretlerine istinaden güçlü seyrini sürdürmüştür. Zamana bağlı fiyatlama eğilimi yüksek olan ulaştırma hizmetleri fiyatlarında akaryakıt fiyatlarındaki görünümün yanı sıra, asgari ücret gelişmeleri de etkili olmuştur. Bu gelişmelerle, hizmetlerin yıllık tüketici enflasyonuna katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla 2,24 puan artarak 26,23 puana yükselmiş ve böylelikle tüketici enflasyonuna en belirgin katkı hizmetler grubundan gelmiştir (Grafik 2.4.2). Temel mallar grubunda fiyat artışı B endeksini oluşturan diğer alt kalemlere kıyasla görece daha ılımlı seyretmiştir (Grafik 2.4.5). Dayanıklı mal grubunda fiyat artışları dalgalı bir seyir izlemiş, iç talep koşullarının güçlü seyri dayanıklı tüketim mallarında maliyet artışlarının fiyatlara geçişini kolaylaştırmıştır. Bu grupta görülen fiyat artışını temelde elektrikli ve elektriksiz ev aletleri ile emek yoğun bir sektör olan mobilya kalemleri sürüklemiştir. İlk çeyrekte otomobil fiyat artışı görece daha ılımlı gerçekleşmiştir. B endeksini oluşturan bir diğer alt kalem olan işlenmiş gıdada fiyat artışları ocak ve şubat aylarında güçlü bir seyir izlerken mart ayında ılımlı seyretmiş, grup fiyatları üzerinde kırmızı etteki görünüme bağlı olarak işlenmiş et ürünleri, süt ve süt ürünleri, katı-sıvı yağlar ile ekmek-tahılların etkisi belirgin olmuştur. İşlenmiş gıda fiyatları nisan ayında görece ılımlı seyrini korumuştur. Nisan ayında mevsimsellikten arındırılmış verilerle temel mal fiyat artışı Aralık 2023 seviyesine yakınsarken hizmet grubu fiyat artışı yavaşlamakla beraber güçlü seyretmiştir.

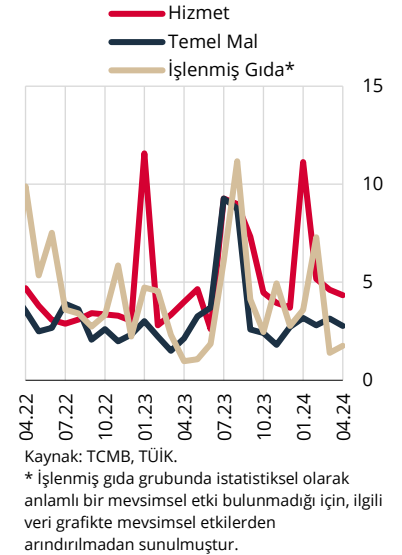
**Grafik 2.4.3: B ve C Endeksleri**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim)



**Grafik 2.4.4: 7 Farklı Ana Eğilim Göstergesi\*** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim)



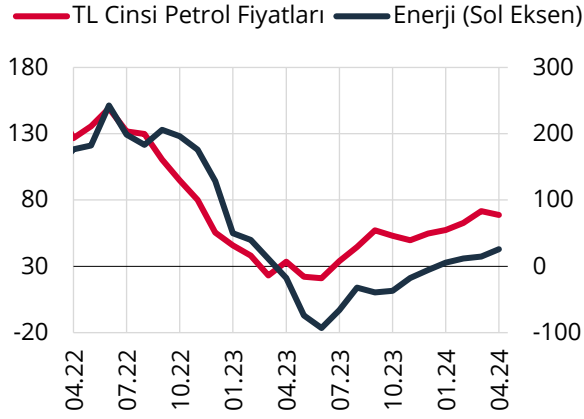
**Grafik 2.4.5: B Endeksi Alt Grupları**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim)



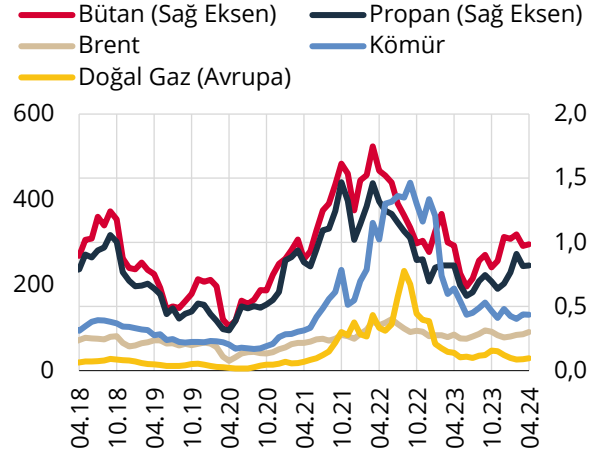
**İlk çeyrekte, enerji fiyatlarının seyrinde doğal gaz ile petrol görünümüne paralel olarak akaryakıt fiyatları öne çıkarken grup yıllık enflasyonu yükselmeye devam etmiştir.** Enerji grubunda fiyatlar nisan ayında yatay seyretse de yıllık enflasyon baz etkileriyle yükselmiştir (Grafik 2.4.6). Yurt içi enerji fiyatları yılın ilk çeyreğinde yüzde 10,80 oranında yükselmiştir (Tablo 2.4.1). Aralık ayında ortalama 78 ABD doları düzeyinde olan uluslararası Brent tipi ham petrol fiyatı, mart ayını ortalama yaklaşık 85 ABD doları seviyesinde tamamlamıştır. Bu dönemde ABD doları kurunda da yaklaşık yüzde 10 artış gözlenmiştir. 2023 yılı ikinci yarısında oluşan üretici enflasyonu ocak ayında akaryakıt ve tüp gazda maktu ÖTV'ye yansıtılmış, ilgili aydaki enerji enflasyonunda vergi artışının önemli bir etkisi olmuştur. İlk 25 metre küpü bedelsiz olarak kullanılan doğal gaz kaleminin tüketim kaynaklı gelişmeler sonucu yıllık tüketici enflasyonuna etkisi ocak ayında belirgin olurken bu mekanik etki şubat ve mart aylarında oldukça sınırlı kalmıştır. Böylelikle, doğal gazın ilk çeyrekte yıllık tüketici enflasyonuna etkisi toplamda 0,38 puan olmuştur. Enerji emtia fiyatlarında son çeyrekte gözlenen düşüş eğilimi ocak ayında petrol fiyatlarındaki görünüm doğrultusunda sona ermiş ve fiyatlar ilk çeyrekte artmıştır. Bu dönemde propan fiyatları yükselirken bütan, kömür ve doğal gaz fiyatları gerileyerek bu görünümünden ayrılmıştır (Grafik 2.4.7). Küresel enerji fiyatlarıyla uyumlu şekilde katı yakıt fiyat artışları yavaşlarken şebeke suyu fiyat artışının da ilk çeyrekte zayıfladığı izlenmiştir. Söz konusu gelişmeler neticesinde, enerji grubunun yıllık tüketici enflasyonuna katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla 1,01 puan artışla 4,91 puan olmuştur (Grafik 2.4.6 ve Grafik 2.4.2). Enerji fiyatları nisan ayında küresel

gelişmelere paralel olarak yükselen akaryakıt fiyatlarındaki artışa karşın doğal gaz fiyatlarındaki tüketim kaynaklı düşüş yönlü mekanik etki ile dengelenerek yatay seyretmiştir. Enerji yıllık enflasyonu nisan ayında baz etkisi kaynaklı olarak yüzde 42,83 seviyesine yükselse de diğer ana grupların gerisinde kalmaya devam etmiştir.

**Grafik 2.4.6: Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)**



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



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

**Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları**

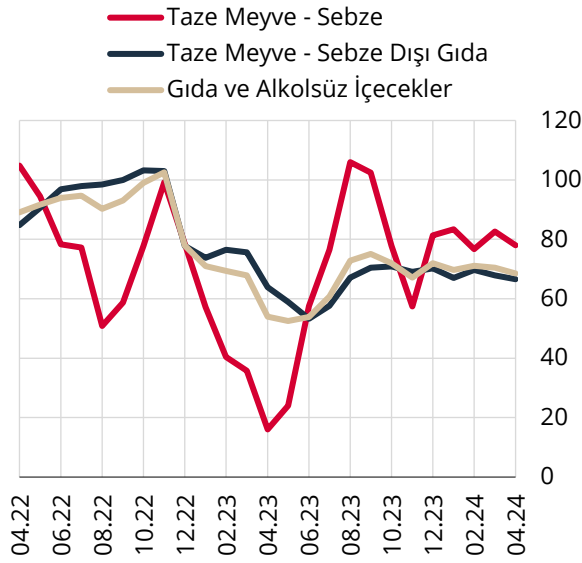
	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2023			2024	2023			2024
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
<b>TÜFE</b>	<b>6,01</b>	<b>26,49</b>	<b>10,32</b>	<b>13,78</b>	<b>38,21</b>	<b>61,53</b>	<b>64,77</b>	<b>68,50</b>
<b>B</b>	<b>8,83</b>	<b>26,26</b>	<b>8,83</b>	<b>14,99</b>	<b>46,63</b>	<b>67,22</b>	<b>68,02</b>	<b>71,89</b>
<b>C</b>	<b>9,99</b>	<b>24,55</b>	<b>9,47</b>	<b>16,92</b>	<b>47,33</b>	<b>68,93</b>	<b>70,64</b>	<b>75,21</b>
<b>1. Mallar</b>	5,40	24,86	9,12	10,01	30,92	52,39	55,46	58,17
<b>Enerji*</b>	<b>-20,84</b>	<b>33,71</b>	<b>17,08</b>	<b>10,80</b>	<b>-16,52</b>	<b>10,25</b>	<b>27,19</b>	<b>37,32</b>
<b>Gıda ve Alkolsüz İçecekler</b>	<b>12,63</b>	<b>22,36</b>	<b>10,49</b>	<b>11,89</b>	<b>53,92</b>	<b>75,14</b>	<b>72,01</b>	<b>70,41</b>
İşlenmemiş Gıda	21,69	23,74	8,93	12,27	68,44	96,17	91,23	84,14
Taze Meyve ve Sebze	29,32	35,32	-1,69	6,15	57,49	102,46	81,29	82,67
İşlenmiş Gıda*	3,96	22,81	10,50	12,68	43,36	59,95	58,05	58,97
<b>Temel Mallar</b>	<b>9,15</b>	<b>21,98</b>	<b>7,22</b>	<b>9,55</b>	<b>36,69</b>	<b>53,23</b>	<b>52,81</b>	<b>56,46</b>
Giyim ve Ayakkabı	6,95	16,33	9,04	9,15	20,04	31,36	39,74	49,12
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	12,55	23,61	5,55	9,80	43,30	65,61	60,70	61,11
Mobilya	4,14	21,99	7,84	16,72	37,52	62,08	55,21	60,00
Otomobil	17,16	29,15	3,88	5,09	46,61	72,91	72,24	66,93
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler*	7,56	22,01	6,56	10,79	42,53	57,63	47,89	54,94
Diğer Dayanıklı Mallar*	6,51	23,07	9,30	13,75	36,33	53,37	55,64	62,98
Diğer Temel Mallar*	4,13	22,69	9,17	11,31	37,75	50,10	50,42	55,25
<b>Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın*</b>	<b>12,25</b>	<b>26,24</b>	<b>9,45</b>	<b>6,58</b>	<b>40,14</b>	<b>67,19</b>	<b>71,18</b>	<b>65,30</b>
<b>2. Hizmetler</b>	<b>11,50</b>	<b>27,80</b>	<b>12,71</b>	<b>22,44</b>	<b>59,45</b>	<b>86,46</b>	<b>90,66</b>	<b>96,48</b>
Kira	17,50	24,52	19,47	28,05	75,91	95,03	108,58	123,95
Lokanta ve Oteller	13,95	24,31	12,38	22,64	67,22	92,48	93,24	94,97
Ulaştırma	3,20	59,37	5,34	12,35	36,25	95,97	92,44	94,41
Haberleşme	14,48	14,16	13,21	16,09	43,84	55,04	63,92	71,99
Diğer Hizmetler	9,88	27,83	12,44	20,45	57,42	81,64	85,20	90,41

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Mevsimsellik saptanmayan kalemler.

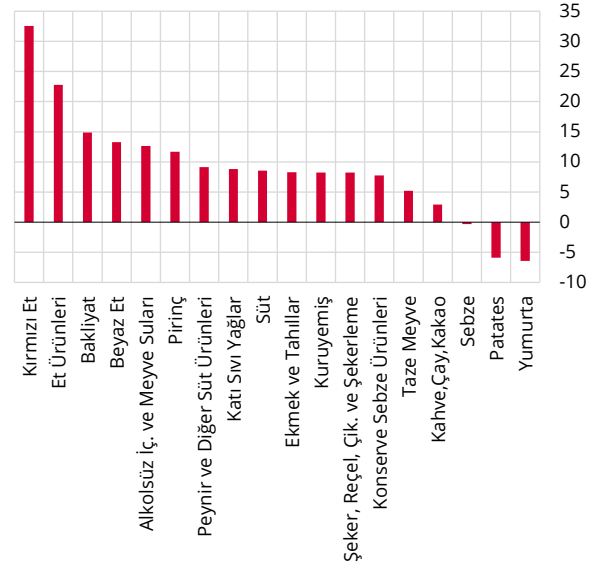
**İlk çeyrekte, yıllık bazda manşet enflasyonun üzerinde seyreden gıda enflasyonu nisan ayında manşet enflasyonun sınırlı bir miktar altında gerçekleşmiştir.** Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu 2023 yılı ikinci yarısında artış eğilimi sergileyerek eylül ayında yüzde 75,14 seviyesine ulaşmış, takip eden altı aylık dönemde ise yüzde 70 etrafında dalgalanan dirençli bir seyir izlemiştir (Grafik 2.4.8). Mevsimsellikten arındırılmış veriler, gıda grubu enflasyonunda önceki çeyreğe kıyasla hızlanmaya işaret etmiştir (Tablo 2.4.1). Önceki çeyrekte gerileyen taze meyve ve sebze grubu fiyatları ilk çeyrekte yüzde 6,15 oranında yükselmiştir. Bu dönemde sebze fiyatları tarihsel ortalamasına yakın bir oranda artış gösterirken meyve fiyatları eğiliminin üzerinde bir oranda yükselmiştir. Yılın ilk çeyreğinde gıda fiyat görünümünde öne çıkan ana unsur kırmızı et fiyatları olmuştur (Grafik 2.4.9). Kırmızı et fiyatları ikame bir ürün olan beyaz et fiyatlarını da olumsuz yönde etkilerken işlenmiş et ürünleri fiyatlarını da önemli ölçüde yukarı çekmiştir. Çeyreklik bazda güçlenen taze meyve ve sebze dışı gıda fiyatlarının görünümünde, et fiyatlarına ek olarak, bakliyat, alkolsüz içecekler, pirinç, süt ve süt ürünleri ile sıvı yağ ürünlerindeki fiyat gelişmelerinin etkisi belirgin olmuştur. Pirinç fiyatları üzerinde dış fiyatların da etkisi gözlenirken çiğ süt referans fiyatına ocak ayında yapılan artışın (yüzde 17,4) süt ve süt ürünleri fiyatlarına etkileri ilk çeyrekte izlenmiştir. Dış talebin ve rekorla düşüşünün de etkisiyle 2023 yılının ikinci yarısından itibaren fiyatlarında ivmelenme görülen ve ihracatına yönelik tedbirler alınan zeytinyağında ilk çeyrekte de fiyatlar artış eğilimini sürdürmüştür. Yılın ilk çeyreğinde patates ve yumurta kalemlerinde ise fiyatlar tarihsel ortalamasının altında artış kaydetmiştir (Grafik 2.4.9). Gıda fiyat artışı nisan ayında yavaşlarken işlenmemiş gıda fiyatları aylık artışı sürükleyen alt grup olmuş, kırmızı ve beyaz et fiyatlarında yüksek artışlar sürmüştür.

**Grafik 2.4.8: Gıda Fiyatları (Yıllık % Değişim)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 2.4.9: Gıda Alt Kalemleri Fiyatları\* (2024Ç1 % Değişiminin Tarihsel Ortalamasından Sapması, Sıralanmış)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Gıda alt kalemleri bazında, 2024Ç1 çeyreklik yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021 dönemi ilk çeyrek ortalaması) farkı.

**Yılın ilk çeyreğinde alkollü içecek ve tütün ürünleri fiyatları yüzde 5,42 oranında artarken grubun nisan ayındaki aylık artışı tütün ürünlerindeki üretici firma kaynaklı yükselişle yüzde 9,56 oranında olmuştur.**

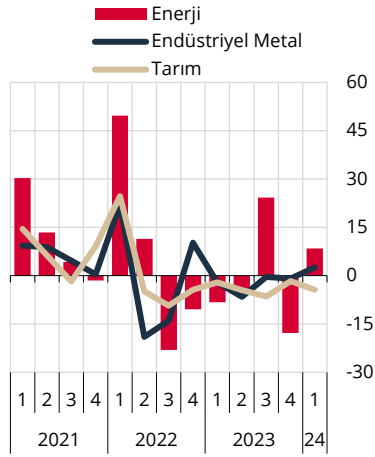
Ocak ayında tütün ürünlerindeki vergi reformu sonucu fiyat artışı sınırlı olmuştur. Vergi artışının da etkisiyle alkollü içecek fiyatları ilk çeyrekte yüzde 30,39 oranında artarken tütün ürünleri fiyatları yüzde 3,49 ile düşük bir oranda yükselmiştir. Böylelikle, alkollü içecekler ve tütün grubunda yıllık enflasyon önceki çeyreğe kıyasla 8,28 puan gerileyerek yüzde 62,98 olmuş, alkol-tütün grubunun yıllık enflasyona katkısı 0,33 puan gerilemiştir. Nisan ayında, üretici firma kaynaklı fiyat artışlarının etkisiyle alkollü içecekler ve tütün grubunda fiyatlar yüzde 9,56 oranında yükselmiş, yıllık enflasyon 15,56 puan artışla yüzde 78,53 olmuştur.

## Enflasyonun Belirleyicileri

### **Küresel emtia fiyatları yılın ilk çeyreğinde artış sergilerken bu gelişmede enerji grubu öne çıkmıştır.**

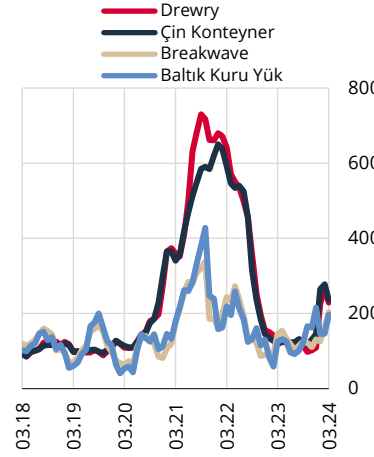
Küresel ham petrol fiyatları, jeopolitik gelişmelerin yanı sıra üretim kesintilerinin etkisiyle yükselerek enerji emtia fiyatlarını yukarıya çeken temel kalem olmuştur. Yurt içi akaryakıt fiyatları, küresel gelişmelerle birlikte vergi ve kur artışlarından da olumsuz etkilenecek yılın ilk üç ayında önemli ölçüde yükselmiştir. Akaryakıt fiyatlarındaki artış doğrudan etkilerinin yanı sıra üretim maliyetleri ve taşımacılık üzerinden dolaylı bir şekilde de tüketici enflasyonunu yükseltmiştir. Öte yandan, küresel doğal gaz fiyatları yılın ilk çeyreğinde gerileyerek enerji emtia fiyat artışını sınırlamıştır. 2023 yılında ılımlı fiyat hareketleri sergileyen endüstriyel metal fiyatları yılın ilk üç aylık döneminde bir miktar yükselirken tarım grubu fiyatlarındaki gerileme eğilimi sürmüştür (Grafik 2.4.10). Yılın ilk çeyreğindeki bu gelişmelerin ardından nisan ayında emtia fiyatlarında genele yayılan artışlar gözlenmiş, endüstriyel metal ve enerji gruplarındaki yükselişler daha güçlü olmuştur. Artan jeopolitik sorunlar uluslararası taşımacılık maliyetlerini olumsuz etkilemiştir. Alternatif rotaların tercih edilmesiyle teslimat süreleri uzarken navlun ücretleri de artış kaydetmiştir. Takip edilen göstergeler navlun ücretlerindeki yükselişin 2021 ve 2022 yılındaki gerçekleştirmelere kıyasla ılımlı olduğuna işaret etmiştir (Grafik 2.4.11). İthalat birim değer endeksi ise ara malları alt endeksindeki sınırlı artışın yatırım ve tüketim malları alt endekslerindeki düşüşler ile telafi edilmesi sonucu şubat ayı itibarıyla 2023 yılı son çeyreğine yakın bir değer almıştır (Grafik 2.4.12).

**Grafik 2.4.10: Emtia Fiyat Endeksleri**  
(Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: Goldman Sachs.

**Grafik 2.4.11: Küresel Navlun Ücretleri**  
(2016-2019 ortalaması=100)



Kaynak: Bloomberg

**Grafik 2.4.12: İthalat Birim Değer Endeksi\***  
(2019Ç4=100, ABD Doları bazlı)

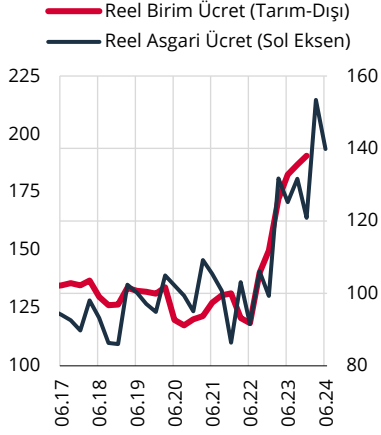


Kaynak: TÜİK.

\* Çeyrek verileri ilgili dönemin son ay verisinden oluşmaktadır. 2024 yılı ilk çeyrek verisi şubat ayı itibarıyla.

**Asgari ücret artışının ardından üretici enflasyonu ana eğilimi yeniden güç kazanmıştır.** 2023 yılında asgari ücretin yılda iki kez ve yüksek oranlarda artması sonucu ekonomi genelinde nominal ücretteki yükselişler süreklilik kazanmış ve reel birim ücreti yukarıya çekmeye devam etmiştir. Nitekim reel birim ücret, 2023 yılı ortasında gerçekleşen asgari ücret artışının da etkisiyle üçüncü çeyrekte belirgin bir şekilde yükselmiş, takip eden üç aylık dönemde artışını yavaşlayarak da olsa sürdürmüştür. Benzer bir şekilde, 2024 yılı başında yapılan asgari ücret artışını takiben reel birim ücretin yılın ilk çeyreğinde önemli ölçüde yükseldiği, yılın ikinci çeyreğinde ise artışın zayıflayacağı öngörülmektedir (Grafik 2.4.13). Döviz kuru sepetinde 2023 yılı son çeyreğinde gerçekleşen yüzde 8,8 oranındaki artışın ardından bu yılın ilk çeyreğindeki artış oranı yüzde 9,8 olmuştur (Grafik 2.4.14). Türk lirasındaki değer kaybının dönem enflasyonunun altında kalmasıyla reel kurda sınırlı bir değerlenme gerçekleşmiştir. Jeopolitik sorunlarla başta enerji olmak üzere, belirli emtia ürünlerinde küresel fiyatların yükseldiği, navlun ücretlerinin artış kaydettiği bir dönemde Türk lirasındaki değer kaybının bir önceki çeyreğe yakın olması ithal yoğunluğu yüksek kalemler kaynaklı enflasyonist baskının daha sınırlı olmasını sağlamıştır. Jeopolitik gelişmeler kaynaklı riskler son aylarda daha önemli hale gelirken küresel gelişmelerin yurt içi maliyetlere etkisinin enerji grubunda öne çıktığı enerji dışındaki gruplarda sınırlı olduğu gözlenmektedir. Ücret gerçekleştirmeleri başta olmak üzere gıda fiyatlarındaki artışlar gibi yurt içi gelişmeler üretici enflasyonu ana eğilimini yükselten diğer temel unsurlar olmuştur (Grafik 2.4.15).

**Grafik 2.4.13: Reel Çalışılan Saat Başına Ücret\*** (Katma Değer Üzerinden, 2015=100, Mevsimsellikten Arındırılmış) **ve Reel Asgari Ücret\*\*** (2015=100)

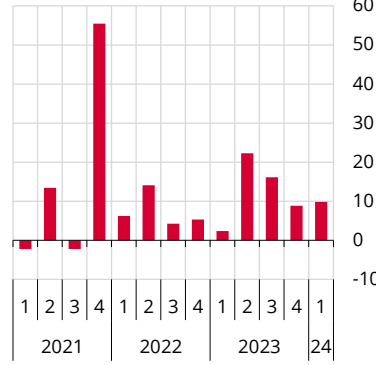


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Reelleştirilmede TÜFE kullanılmıştır. Reel Çalışılan Saat Başına Ücret/Verimlilik.

\*\* Net asgari ücret verisi mevsimsellikten arındırılmış TÜFE serisi ile deflate edilmiştir. 2024 yılı ikinci çeyrek enflasyon verisi için tahmin kullanılmıştır.

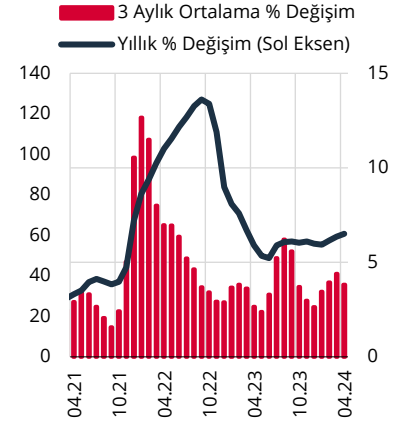
**Grafik 2.4.14: Sepet Kur\*** (Çeyreklik % Değişim)



Kaynak: TCMB.

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

**Grafik 2.4.15: Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları**

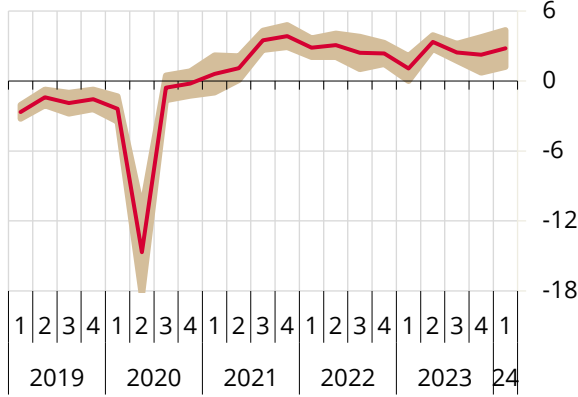


Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Talep koşullarının yılın ilk çeyreğinde güçlü seyretmeye devam ettiği değerlendirilmektedir.** 2023 yılı son çeyreğinde GSYİH büyümesi beklenen ücret artışı ve yapılan kampanyaları takiben iç talep öncülüğünde hızlanmış ve potansiyele yakın bir seviyede gerçekleşmiştir. Bu görünümle uyumlu olarak baz çıktı açığı göstergesi yataya yakın bir seyir izlemiştir. Öncü göstergeler, 2024 yılı ilk çeyreğinde büyümenin bir miktar güçlendiğine, çıktı açığının ise yükseldiğine işaret etmektedir. Diğer yandan, TCMB bünyesinde takip edilen çıktı açığı serilerinden elde edilen belirsizlik bandı yılın ilk çeyreğinde bir miktar daha genişlemiştir (Grafik 2.4.16). Anket bazlı göstergeler yukarı yönlü, istatistiki filtrelemeye dayalı göstergeler aşağı yönlü hareket ederek bandın genişlemesinde belirleyici olmuştur.<sup>1</sup> Ücret düzenlemeleri maliyet kanalının yanı sıra talep kanalı üzerinden de etkide bulunmakta ve enflasyona atalet kazandıran temel unsurlar arasında yer almaktadır. Ücret artışlarının yılın ilk çeyreğinde iç talebi destekleyen önemli bir etken olduğu değerlendirilirken toplam kredi değişimi tarihsel eğiliminin üzerindeki seyrini korumuştur. Kredi değişimi atılan parasal sıkılaştırma adımlarına rağmen güçlenmiştir (Grafik 2.4.17). Yılın ilk üç aylık döneminde gerek firma gerekse de tüketici kredilerinde, başta kredi kartı olmak üzere, artış izlenirken nisan ayında özellikle bireysel kredilerde yavaşlama gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.13). Para politikasının gecikmeli etkilerinin daha belirgin hale gelmesiyle yılın ikinci çeyreğinden itibaren kredi büyümesinin daha sınırlı olacağı, buna ek olarak ücret artışlarının yavaşlamasıyla çıktı açığının gerilemeye başlayarak dezenflasyonist patikayı destekler hale geleceği öngörülmektedir.

<sup>1</sup> Daha detaylı bilgi için Enflasyon Raporu 2024-I Kutu 3.1 incelenebilir.



**Grafik 2.4.16: Çıktı Açığı\* (%)**

Kaynak: TCMB.

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

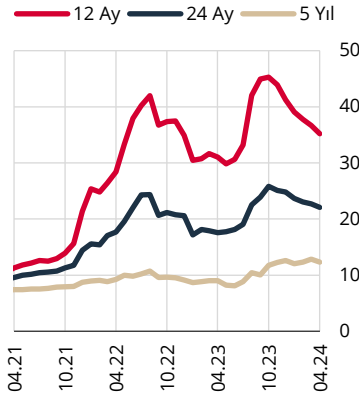
**Grafik 2.4.17: Toplam Kredi Değişimi\* (13 Haftalık Ortalama, Reel, Standart Değer)**

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.

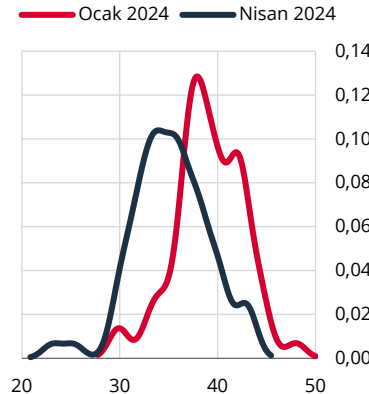
### **Enflasyon beklentileri gerilemeye devam etmiş, ancak bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerinin**

**üzerindeki seyir korunmuştur.** Nisan ayı Piyasa Katılımcıları Anketi sonuçlarına göre, 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 3,92 puan düşerek yüzde 35,17; 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi 1,64 puan azalarak yüzde 22,05 olmuştur. Diğer yandan, 5 yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi 0,31 puan yükselişle yüzde 12,32 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.18). Beklentilerdeki olumlu gelişmelere rağmen 2024 yılı sonu enflasyon beklentisi yüzde 44,16 ile bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminin üzerinde kalmıştır. İktisadi Yönelim Anketi ve Tüketici Eğilim Anketi verileri ise reel sektör ile tüketici kesiminin enflasyon beklentilerinin daha yüksek ve daha katı olduğuna işaret etmektedir. Piyasa Katılımcıları Anketi'nde yer alan 12 ay sonrası TÜFE enflasyon beklentisi sorusuna verilen yanıtlardan elde edilen dağılım sola kayarken değişim katsayısı gibi beklentilerin yayılımına dair göstergeler sınırlı bir şekilde gerilemiştir (Grafik 2.4.19). Asgari ücret ve yönetilen/yönlendirilen fiyat düzenlemeleriyle beraber tüketici fiyatlarına ilişkin yayılım endeksi yeniden yükselmiş, takip eden aylarda ise yataya yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 2.4.20). Önümüzdeki dönemde hizmetler sektörünün şokların etkisini zamana yayma özelliğini korumaya devam edeceği, dolayısıyla sektöre ait yayılım endeksinin yüksek değerler alacağı; diğer taraftan temel mal sektöründe yayılım endeksinin gerilemeye başlayacağı öngörülmektedir.

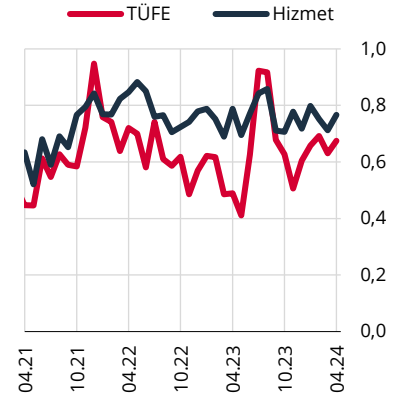
**Grafik 2.4.18: Tüketici Enflasyonu Beklentileri\* (%)**

Kaynak: TCMB.

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

**Grafik 2.4.19: Piyasa Katılımcıları Anketi Dağılımı (12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)**

Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.4.20: TÜFE ve Hizmetler Sektörü Yayılım Endeksleri\* (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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



**Vergi ve yönetilen kalemler kaynaklı etki, yıl başında yapılan güncellemelere rağmen doğal gaz kaynaklı gelişmelere bağlı olarak yılın ilk çeyreğinde gerilemiştir.** Ocak ayında yönetilen ve yönlendirilen kalemlerde belirgin fiyat artışları gerçekleşmiştir. Yeniden değerlendirme oranında belirli vergi ve harçlar yukarıya çekilirken maktu ÖTV'nin yükseltilmesiyle akaryakıt ve tüp gaz fiyatları artış kaydetmiştir. Asgari ücret düzenlemesi ve akaryakıt fiyatlarındaki yükseliş sonucu belirli ulaştırma hizmetleri kalemlerinde ücretler ocak ve şubat aylarında önemli ölçüde artmıştır. Türk Tabipler Birliği ve Türk Diş Hekimleri Birliği tarifelerinde yapılan güncellemeler sonucu sağlık hizmetleri kalemlerinde, özellikle ocak ayında, güçlü fiyat artışları gerçekleşmiştir. Düzenlemeler gereği ücretlerin geçmiş enflasyona endekslendiği eğitim hizmetlerinde, okul öncesi ile ilk ve orta öğretim kaynaklı olarak şubat ve mart aylarında fiyatlar belirgin bir şekilde yükselmiştir. Şebeke suyu tarifelerindeki artışlar ocak ayında yüksek olmuş ancak takip eden aylarda önemli ölçüde zayıflamıştır. Ocak ayının son haftasından geçerli olmak üzere çiğ süt referans fiyatının yukarı çekilmesiyle şubat ayında süt ve süt ürünlerinde belirgin fiyat artışları izlenmiştir. Mayıs ayı başından itibaren geçerli olmak üzere çiğ süt referans fiyatında, ocak ayına kıyasla daha sınırlı olmakla birlikte, bir artış daha yapılmıştır. Ocak ayında vergi kaynaklı artışların yaşandığı tütün ürünlerinde fiyatlar nisan ayında firmalar kaynaklı olarak yeniden yükselmiştir. Vergi ve yönetilen fiyatlar yılın ilk dört aylık dönemde manşet enflasyonu yukarıya çekerken bir önceki çeyrekle kıyaslandığında toplam etki doğal gaz kaynaklı olarak zayıflamıştır. Nitekim, 2023 yılı son çeyreğinde, artan tüketime paralel olarak bedelsiz kullanım sınırlarının aşılmasıyla doğal gaz kalemi manşet enflasyonu önemli ölçüde yukarıya çekmiştir. Endekse yansıyan fiyatlar yavaşlayarak da olsa artışını ocak ayında korurken takip eden iki ayda yataya yakın seyretmiştir. Öte yandan, nisan ayında tüketimdeki düşüşe paralel olarak gerileyen doğal gaz fiyatlarının, mayıs ayında bedelsiz kullanım uygulamasının sona ermesiyle önemli ölçüde yükseleceği tahmin edilmektedir.

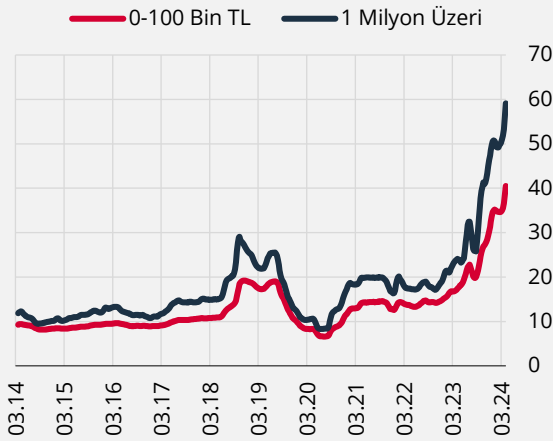
## Kutu 2.1

### Yüksek ve Düşük Montanlı Mevduata Uygulanan Faiz Farkı ve Nedenleri

TL mevduat büyüklüğü, bankalarca mevduat için teklif edilen faiz oranının belirlenmesinde önemli bir faktör olmaktadır. 100 bin TL altı tutara sahip mevduat düşük montanlı ve 1 milyon TL üzeri mevduat yüksek montanlı olarak gruplandırılarak iki grubun mevduat faizleri incelendiğinde, düşük montanlı mevduata son 10 yıllık dönemde yüksek montanlı mevduata kıyasla bankalarca daha düşük faiz verildiği görülmektedir (Grafik 1). Yüksek montanlı mevduat sahibinin bankadan mevduatını çekmesi durumunda bankanın likidite rasyoları düşük montanlı mevduatın çekilmesine kıyasla daha fazla etkileneceği için, bu mudilerin bankalar karşısındaki pazarlık gücü daha yüksektir. Ayrıca, yüksek montanlı mevduat sahibinin finansal okur yazarlığı ve mevduata alternatif yatırım araçlarına yönelme ihtimali daha yüksek olduğu için mevduat faiz esnekliğinin de daha fazla olduğu değerlendirilmektedir. Öte yandan, sayıca daha fazla düşük montanlı mevduat sahibini bankada birikimlerini tutması için ikna etmek operasyonel yük getirirse de likidite riskini azaltması açısından düşük montanlı mevduat sahibi sayısının artması bankalar için önem taşımaktadır. Bu nedenle, mudinin pazarlık gücünün görece daha yüksek olduğu yüksek montanlı mevduat grubuna kıyasla, operasyonel yüküne rağmen likidite elde etmek ve likiditesindeki olası oynaklıkları azaltmak amacıyla dönemsel olarak bankaların düşük montanlı mevduat grubuna yönelebileceği ve bu gruba da yüksek montanlı gruba benzer faizler önerebileceği değerlendirilmektedir.

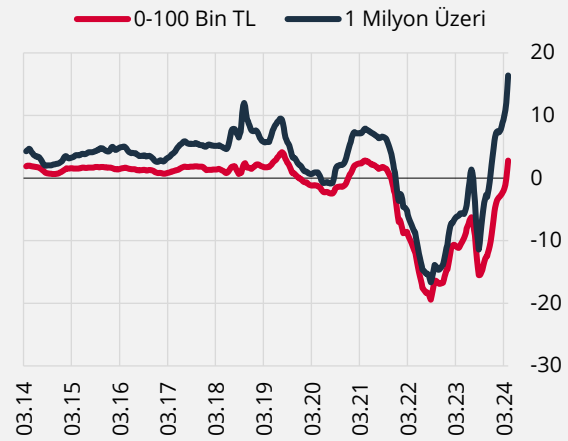
Yüksek ve düşük montanlı mevduat sahiplerinin nominal faizleri arasındaki farkın dönemsel olarak değiştiği görülmektedir (Grafik 1). 2014-2022 yılları arasında düşük ve yüksek montanlı mevduat faizleri arasındaki fark 3,7 yüzde puan iken sonraki dönemde bu fark 10,7 yüzde puana yükselmiştir. 2022 yılı sonrasında enflasyon beklentilerindeki artış da iki grubun nominal faiz farklarının yükselmesinde etkili olmaktadır. Yüksek ve düşük montanlı mevduat faizlerinin 12 aylık enflasyon beklentilerine göre reelleştirilmiş farkı 2014-2022 yıllarında ortalama 3,3 yüzde puan iken 2023-2024 yılları arasında bu fark 7,8 yüzde puan ile daha yüksek olmaya devam etmektedir (Grafik 2).

**Grafik 1: Düşük ve Yüksek Montan Nominal TL Gerçek Kişi Mevduat Faizleri (4HO, %)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 2: Düşük ve Yüksek Montan Reel TL Gerçek Kişi Mevduat Faizleri (4HO, %)**

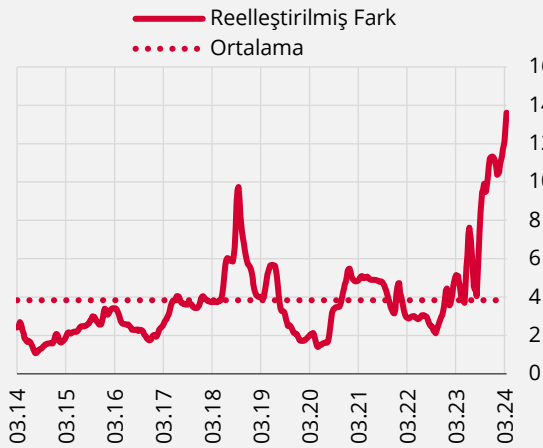


Kaynak: TCMB.

Reelleştirilmiş yüksek ve düşük montanlı mevduat faiz farkının analiz edilen son on yıllık sürede 3 dönem boyunca uzun dönem ortalamasının üzerinde gerçekleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 3). Bu dönemlerden ilki, 2018 yılı kur şokunun yaşandığı, enflasyon beklentilerinin arttığı ve sıkı para politikasının uygulandığı Haziran 2018 - Temmuz 2019 arasındadır (Grafik 4). İkincisi, Kasım 2020 - Ekim 2021 dönemi olup, Kasım 2020 - Mart 2021 dönemi arasında para politikasının kademeli olarak

sıkılaştırıldığı, sonrasında ise politika faiz indirimleri ile enflasyon beklentilerinin artmaya başladığı bir döneme denk gelmektedir. Üçüncü dönemin ise 2023 yılı Ocak ayı sonrasında başladığı ve bu dönemin de diğer iki döneme benzer şekilde para politikasının sıkılaştırıldığı 2023 yılı Haziran ayı ve sonrasında içerdiği görülmektedir. Ayrıca, bu dönemdeki iki grup arasındaki faiz farkının diğer iki döneme kıyasla daha yüksek olduğu gözlenmektedir. Özetle, para politikasının sıkılaştığı ve bankaların fonlama maliyetlerinin yükseldiği dönemlerde yüksek ve düşük montan arasındaki faiz farklarının arttığı görülmektedir. Bilindiği gibi bankaların aktif durasyonları pasif durasyonlarına göre daha yüksektir; bu durum vade uyumsuzluğu (maturity mismatch) problemi doğurmaktadır. Faizlerin arttığı dönemlerde bankaların kârlılıkları vade uyumsuzluğu nedeniyle olumsuz etkilenmektedir. Bunun yanı sıra döviz kuru oynaklığının yükseldiği ve enflasyon beklentilerinin bozulduğu dönemlerde mevduat sahiplerinin TL ve YP tercihi değişmektedir. Bankalar bu gibi dönemlerde TL ve YP likidite pozisyonlarını korurken kârlılıklarındaki düşüşü azaltmak için yüksek montanlı mudilere yönelebilmekte ve onlara daha yüksek faiz vermeyi tercih edebilmektedir. 2022 yılı Ekim ayında bankaların TL mevduat payına göre YP mevduat için tutulan zorunlu karşılıklar üzerinden komisyon ödemesi alınmaya başlanırken 2023 yılı Ocak ayında ise TL mevduat payına göre menkul kıymet tesis oranı farklılaştırılmıştır. Bu nedenle, 2022 yılı Ekim ayından 2023 yılı Haziran ayındaki para politikasındaki sıkılaşmaya kadar olan sürede, reelleştirilmiş yüksek ve düşük montanlı mevduat faizleri arasındaki farkın yükselmesinde TL mevduat payının<sup>1</sup> artırılmasına yönelik hedeflerin etkili olabileceği düşünülmektedir. Bu dönemde bankaların hedeflerine hızlıca ulaşabilme amacıyla yüksek montanlı mevduata yönelmiş olabileceği değerlendirilmektedir.

**Grafik 3: Yüksek ve Düşük Montan TL Reel Mevduat Faiz Farkı (4HO, % Puan)**

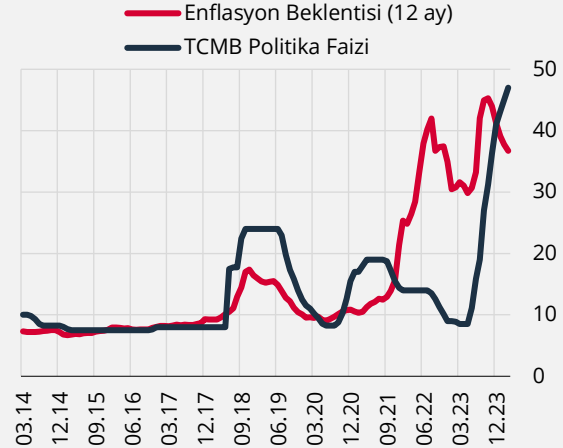


Kaynak: TCMB.

Reelleştirmede 12 aylık enflasyon beklentisi kullanılmıştır.

2023 yılı sonrasında reelleştirilmiş yüksek ve düşük montanlı faiz farkının oldukça yükseldiği ve 5 Nisan itibarıyla 13,6 yüzde puana çıktığı görülmektedir. Bu dönemdeki artışta, 2023 yılı Ağustos ayında uygulamaya alınan kur korumalı hesaplardan TL mevduata geçiş hedeflerinin de etkili olduğu değerlendirilmektedir. Yüksek montanlı mevduatın toplam mevduattaki payının kur korumalı hesaplarda (KKM ve DDM) daha yüksek olduğu görülmektedir (Grafik 5). Ayrıca TL mevduata geçiş hedeflerinin etkisiyle, bankaların diğer TL mevduata ödedikleri faiz, kur korumalı hesapların faizlerine kıyasla daha yukarıda oluşmaktadır (Grafik 6). Özetle, TL mevduata geçiş hedeflerinin etkisiyle kur korumalı hesaplardan TL hesaplara geçişte payı görece daha fazla olan yüksek montanlı mudileri ikna etmek için bankaların çok daha yüksek faiz oranları sunması neticesinde, yüksek ve düşük montanlı faiz farkının açıldığı değerlendirilmektedir.

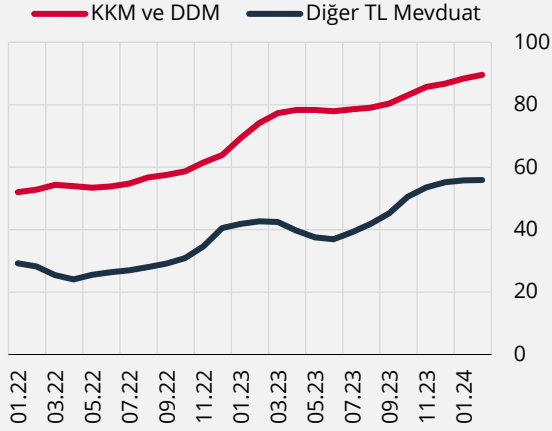
**Grafik 4: Enflasyon Beklentileri ve Politika Faizi (%)**



Kaynak: TCMB.

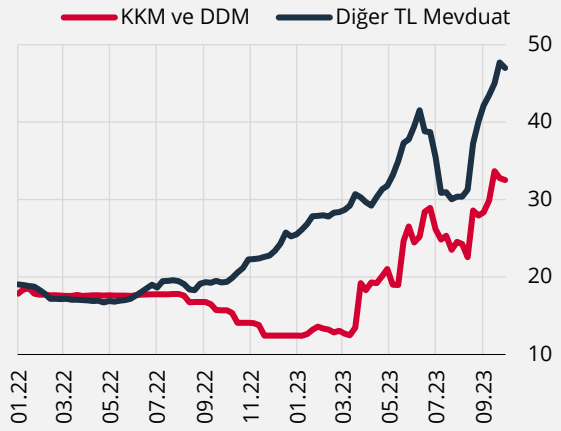
<sup>1</sup> 2023 yılı Ağustos ayı öncesindeki TL pay hedeflerinde kur korumalı ve döviz dönüşümlü mevduat TL mevduat olarak kabul edilmekteydi.

**Grafik 5: Yüksek Montanlı TL Gerçek Kişi Mevduatın TL Toplam Gerçek Kişi Mevduattaki Payı (% Pay)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 6: Kur Korunmalı Hesaplar ve Diğer TL Mevduat Faizleri (%)**

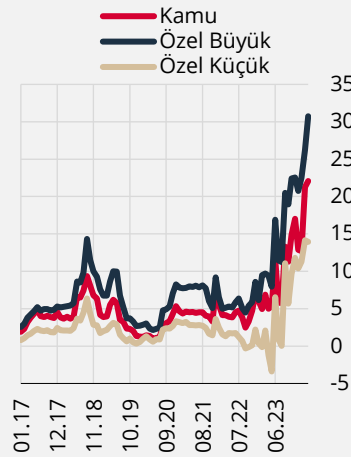


Kaynak: TCMB.

\* Diğer TL mevduatta, kur korunmalı hesaplardan TL mevduata geçenlerin faizleri ile birikimlerini standart TL mevduatta değerlendirmeye devam eden müşterilerin faizleri yer almaktadır.

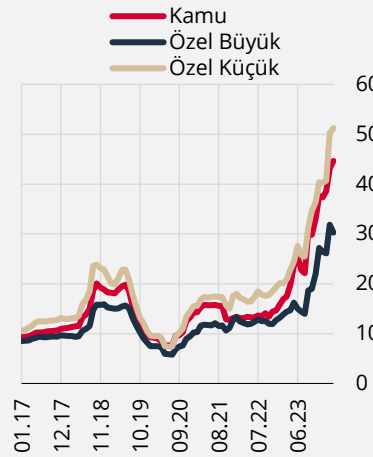
Bankalarca yüksek ve düşük montanlı mevduata ödenen faiz farklarının bankaların likidite durumları, banka büyüklükleri, bankaların sahiplik yapısı ve iş modelleri ile de yakından ilişkili olabileceği değerlendirilmektedir. Bunun için katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankaları analiz dışı bırakılarak bankacılık sektörünün aktif büyüklüğünün yüzde 84'ünü oluşturan 19 bankanın verileri analiz edilmiştir. Banka büyüklükleri ve bankaların sahiplik yapısının etkisini incelemek için bankalar, kamu mevduat bankaları, büyük ölçekli özel mevduat bankaları ve küçük ölçekli özel mevduat bankaları olarak gruplandırılmıştır. Bankaların likidite durumlarının faiz farklılaşmasına etkisini analiz etmek için likit varlık oranı ve TL piyasa fonlaması payı olmak üzere iki farklı değişken kullanılmıştır. Likit varlık oranı, nakit değerler, repoya ve teminata konu olmayan serbest menkul değerler, yurt dışı serbest mevduat, para piyasalarından alacaklar, yurt içi bankalardan alacaklar, ters repo alacakları ve zorunlu karşılıkların aktiflere oranı olarak hesaplanmıştır TL piyasa fonlaması payı ise bankaların swap ve açık piyasa işlemleri yoluyla elde ettiği TL fonlamanın aktifine oranı olarak tanımlanmıştır. Likidite durumuna ilişkin oranları medyan değerler üzerindeki bankalar yüksek, diğerleri düşük olarak gruplandırılarak bu iki grubun mevduat faizlerindeki ayrışma incelenmiştir.

**Grafik 7: Yüksek ve Düşük Montan TL Nominal Mevduat Faiz Farkı, Banka Gruplarına Göre (4HO, % Puan)**



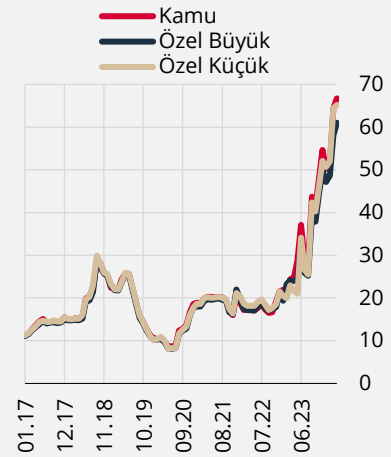
Kaynak: TCMB.

**Grafik 8: Düşük Montan TL Nominal Mevduat Faizleri, Banka Gruplarına Göre (4HO, %)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 9: Yüksek Montan TL Nominal Mevduat Faizleri, Banka Gruplarına Göre (4HO, %)**



Kaynak: TCMB.

Yüksek ve düşük montanlı mevduat faizleri arasındaki farkta banka gruplarının da önemli bir belirleyici olduğu görülmektedir. İncelenen tüm dönemde, küçük ölçekli özel bankalardaki mevduat faiz farkı diğer banka gruplarına kıyasla daha düşükken büyük ölçekli özel bankalardaki faiz farkı ise daha yüksektir. Bununla birlikte, montana göre faiz farkının banka grupları arasında ayrışmasında, yüksek montanlı mevduata uygulanan faiz oranlarından ziyade, bankaların düşük montanlı mevduata uyguladıkları faiz oranlarındaki ayrışmasının daha belirgin olduğu görülmektedir. Büyük ölçekli özel bankalar diğer bankalara kıyasla düşük montanlı mevduata daha az mevduat faizi önermekte olup, bu durum da ayrışmada etkili olmaktadır (Grafik 7, Grafik 8 ve Grafik 9).

**Grafik 10: Yüksek ve Düşük Montan TL Nominal Mevduat Faiz Farkı, Likit Varlık Oranı Grubuna Göre (4HO, % Puan)**



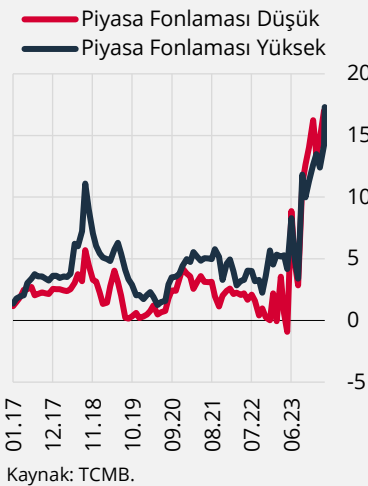
**Grafik 11: Düşük Montan TL Nominal Mevduat Faizleri, Likit Varlık Oranı Grubuna Göre (4HO, %)**



**Grafik 12: Yüksek Montan TL Nominal Mevduat Faizleri, Likit Varlık Oranı Grubuna Göre (4HO, %)**



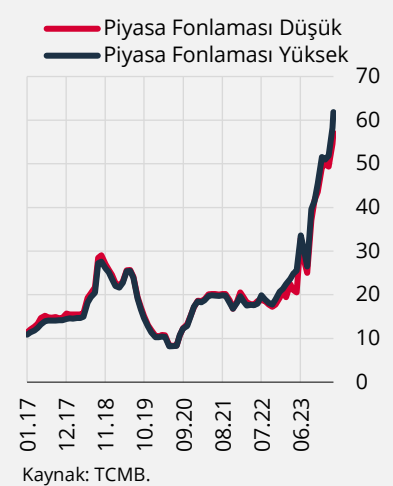
**Grafik 13: Yüksek ve Düşük Montan TL Nominal Mevduat Faiz Farkı, Piyasa Fonlamasına Göre (4HO, % Puan)**



**Grafik 14: Düşük Montan TL Nominal Mevduat Faizleri, Piyasa Fonlamasına Göre (4HO, %)**



**Grafik 15: Yüksek Montan TL Nominal Mevduat Faizleri, Piyasa Fonlamasına Göre (4HO, %)**



Likit varlık oranı düşük ve yüksek olan bankaların, yüksek ve düşük montanlı mevduat faizleri arasında bir ayrışma olmadığı görülmektedir (Grafik 10, Grafik 11 ve Grafik 12). Diğer taraftan, TL piyasa fonlaması payı yüksek bankaların 2023 yılı Haziran ayına kadar TL piyasa fonlaması payı düşük bankalara kıyasla faiz farkının daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu farklılaşmaya da banka gruplarına benzer şekilde, yüksek montanlı mevduata önerilen faizlerden ziyade düşük montanlı

mevduat faizlerindeki ayrışma etki etmektedir. TL piyasa fonlaması payı yüksek olan bankaların düşük montanlı mevduata diğer bankalara kıyasla 2023 yılı Haziran ayına kadar daha düşük faiz önerdiği görülmektedir. Bu bankaların bu dönemde likidite ihtiyaçlarını piyasa fonlaması ile yapmayı tercih etmeleri, TL mevduata olan taleplerini azaltmış ve düşük montanlı mevduata daha düşük faiz vermelerine neden olmuştur. Diğer taraftan, 2023 yılı Haziran ayı sonrasında bu ayrışmanın kaybolduğu görülmektedir. Kur korumalı mevduatların bakiyesinin TL'deki değer kaybının etkisi ile yükselmesi ve piyasadaki TL likiditenin artmasının bu durumda etkili olabileceği değerlendirilmektedir (Grafik 13, Grafik 14 ve Grafik 15).

Özetle, bankalarca yüksek ve düşük montanlı mevduat sahiplerine verilen faizlerin para politikasının sıkılaştığı, enflasyon beklentilerinin bozulduğu ve kur oynaklığının arttığı dönemlerde yükseldiği izlenmektedir. Kur korumalı hesapların yüksek montanlı mevduat grubunda yoğunlaşması ve 2023 yılı Ağustos ayında bu hesaplardan TL mevduata geçiş hedeflerinin getirilmesinin de sonraki dönemde faiz farklılaşmasına katkı verdiği değerlendirilmektedir. Ayrıca, bankaların sahiplik yapısının, büyüklüğünün ve piyasa fonlaması payının da montana göre faiz farklılaşmasında etkili olduğunu görülmektedir. Kur korumalı hesapların azaltılması yönündeki politikaların katkısı ile kur korumalı hesapların mevduattaki payı düştükçe ve enflasyon beklentileri iyileştikçe söz konusu faiz farkının azalacağı değerlendirilmektedir. Düşük montanlı mevduata sahiplerinin yüksek montanlı mevduata benzer faizler alması, söz konusu mevduat sahiplerinin tüketim yerine tasarruf tercihini artırarak enflasyon görünümüne olumlu katkıda bulunacaktır.

## Kutu 2.2

### Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular

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

#### ***İktisadi faaliyet koşullarındaki olumlu görünümün yılın ilk çeyreğinde sürdüğü gözlenmiştir.***

Yurt içi talep ağırlıklı nihai tüketicilerin dayanıklı ürün talebine bağlı olarak canlı seyredirken ana pazarlar dışındaki satışların desteğiyle ihracat görünümü korunmuştur. Bu gelişmeler neticesinde toplam talep koşullarının önceki çeyreğe kıyasla daha olumlu olduğu değerlendirilmiştir. Diğer yandan, ilk çeyrek görüşmelerinde iç talebin ikinci çeyrekte itibaren yavaşlayacağına ilişkin beklentiler yaygın olarak iletilirken nisan ayında sahadan edinilen ilk gözlemler de ivme kaybına işaret etmiştir.

Yatırım duruşundaki zayıf seyir sürerken yatırım planı olan firmaların daha çok maliyet düşürücü ve verimlilik artırıcı yatırımlara odaklandığı dikkat çekmiştir. Bu çeyrekte, firmaların işçilik başta olmak üzere artan maliyetlerini önemli ölçüde fiyatlara yansıttığı gözlenmiştir.

#### ***Yurt içi satışlarda ocak ayı ortasından itibaren başlayan canlılık çeyrek genelinde devam etmiştir.***

Bir yandan ücret artışları ve kampanyaların tüketici talebini uyardığı, diğer yandan beklentilere bağlı olarak talebin öne çekildiği ve harcama eğiliminin güçlendiği gözlenmiştir. Özellikle ikinci çeyreğin başı itibarıyla döviz kuru gelişmelerine ve sıkı ekonomi politikaları kapsamının genişleyeceğine ilişkin beklentilerin tüketicilerin talebini öne çekmesine neden olduğu yaygın olarak vurgulanmıştır. Nihai tüketici talebinin özellikle beyaz eşya ve otomobilde güçlü olduğu, konut tarafında satışların zayıf seyrettiği görülmüştür. Firmalar arası ticarete ise iç talep gelişmelerine paralel olarak inşaat bağlantılı bazı sektörlerde zayıflık dile getirilse de makine sektöründeki zayıflık öne çıkmıştır.

**Gıda ve hızlı tüketim** ürünlerinde ocak ayındaki ücret artışlarının etkisiyle satışların önceki çeyreğe kıyasla canlı seyrettiği belirtilmiştir. **Hazır giyim** satışlarının kampanyaların desteğiyle canlı seyrettiği, uygun fiyatlı ürün satan mağazalarda satışların daha olumlu olduğu gözlenmiştir. **Beyaz eşya** ürünlerinde, özellikle kredi kartı taksitlerinin sınırlanabileceğine yönelik beklentilerle talebin güçlü olduğu aktarılmıştır. **Mobilya** ürünlerinde beyaz eşyaya benzer etkilerin görüldüğü, şubat ayında başlayan hareketlenmenin mart ayında daha belirgin hale geldiği belirtilmiştir. Organize satış ağı olan ve görece uygun fiyatlı firmaların satışlarının olumlu ayrıştığı da not edilmiştir. **Otomotiv** sektöründe yıla yüksek satış rakamlarıyla başlandığı ve bu güçlü seyrin çeyrek genelinde korunduğu iletilmiştir. ÖTV muafiyetli araç talebi, geçmiş yıllardan ertelenen filo alımlarının desteği ve azalmakla birlikte devam eden kampanyalar, sektördeki canlılığın arkasında yatan etkenler olarak öne çıkarılmıştır. **Konut** sektöründe, yüksek konut fiyatları ve kredi koşullarının ikamet amaçlı talebi baskılamaya devam ettiği görülmüştür.

#### ***Yılın ilk çeyreğinde ihracatın önceki çeyreğe benzer seyrettiği gözlenmiştir.***

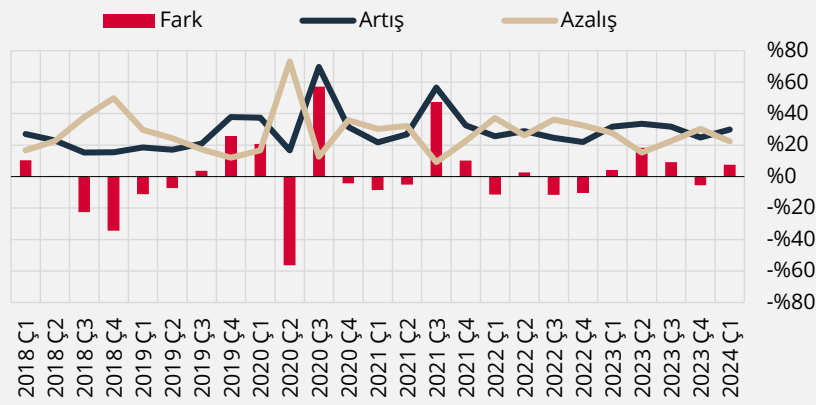
Yurt dışı talep koşullarındaki baskının önceki dönemlere kıyasla hafiflemeye başladığı değerlendirilirken ihracatçı firmaların yeni pazarlara erişim ve ürün geliştirme konusundaki faaliyetlerinin fırsatlar yaratmaya devam ettiği görülmüştür. Öte yandan, jeopolitik riskler ve TL cinsi yüksek maliyetler ihracat görünümü üzerinde risk oluşturan faktörler olarak öne çıkarılmaya devam etmiştir.

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



Sektörel bazda bakıldığında, **tekstil ve hazır giyim** sektöründe maliyet yönlü baskıların devam ettiği ancak katma değerli ürün gruplarında Türkiye'nin payının korunduğu not edilmiştir. Ek olarak, Kızıldeniz'de yaşanan gelişmeler nedeniyle tekstilde daha fazla olmak üzere Türkiye'ye kayan talebin satışları desteklediği aktarılmıştır. **Mobilya** sektörü ihracatında çeyreklik bazda yatay seyrin korunduğu gözlenmiştir. Sektörde, yeni pazarlara erişim ve ihracata yönelim motivasyonunun güçlü olduğu, bu çerçevede Amerika kıtasının ihracat açısından potansiyel pazar olarak görüldüğü belirtilmiştir. **Beyaz eşya** sektöründe Avrupa ülkelerinin talep koşullarındaki zayıflık sürerken üretim maliyetlerindeki artış sektör ihracatında bir risk unsuru olarak vurgulanmıştır. **Otomotiv** sektöründe ocak ayındaki üretim duruşlarına bağlı zayıf gelen otomobil ihracatının, şubat ayında yeniden olağan seyrine döndüğü ifade edilmiştir. Ana sanayide devam eden projelerle yatay bir görünüm hakimken yan sanayi firmalarında küresel ana üretici firmalardaki projelerin devreye alınmasıyla daha olumlu bir seyrin olduğu gözlenmiştir. **Ana metal sanayi** ihracatında yüksek enerji maliyetleri, kotalar ve artan Uzak Doğu rekabeti satışları olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Öte yandan Kızıldeniz'de yaşanan sorunlar nedeniyle ortaya çıkan tedarik sorunu, gecikme ve navlun artışlarının son dönemlerde çelik ihracatını desteklediği aktarılmıştır.

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



Kaynak: TCMB RESİM.

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

**2024 yılının ilk çeyreğindeki talep koşulları, 2023 yılının ikinci yarısında yavaşlamaya başlayan üretimi bir miktar desteklemiştir.**

İlk çeyrekte iç talebin üretimi desteklediği sektörler arasında otomotiv, beyaz eşya, kimya ve gıda sektörleri öne çıkmıştır. Öte yandan, yılın ikinci çeyreğinden itibaren iç talepte zayıflama öngörülerini üretimi baskılamıştır. İhracatçı firmalarda ise üretim önceki çeyreğe göre seyrini korumuştur.

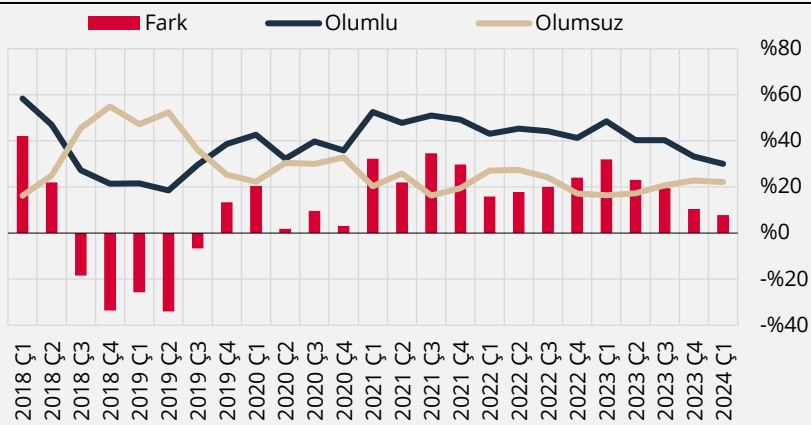
Sektörel gelişmelere bakıldığında; **otomotiv ana sanayinde**, iç pazarda yılın ilk çeyreğindeki güçlü satışlar yıl geneline ilişkin üretim planlamalarının değiştirilmemesine olanak sağlamıştır. İhracat tarafında ise hem ana sanayi hem de yan sanayide güçlü dış talebe yönelik üretim planlamaları doğrultusunda faaliyet canlı seyretmiştir. **Beyaz eşya ve tüketici elektroniğinde**, dış talep çeyreklik bazda yatay seyrederken iç talepteki güçlü seyir kapsamında üretim canlı izlenmiştir. **Mobilyada**, dış talep önceki çeyreğe benzer seyrederken iç piyasanın şubat ayından itibaren hareketlenmesinin etkisiyle üretim önceki çeyreğin sınırlı bir miktar üzerinde gözlenmiştir. **Makine-teçhizat**, ihracat tarafında firmalar AB dışı pazarlardaki görece olumlu talep koşullarından faydalanırken iç piyasada yatırım mali talebindeki yavaşlamanın sınırlayıcı etkileri üretim üzerinde hissedilmiştir. **Kimyada**, iç ve dış pazardaki canlılık kapsamında üretim çeyreklik bazda artış eğilimi göstermiştir. **Tekstil ve hazır giyimde**, dış talepte Kızıldeniz'deki gelişmeler kaynaklı olduğu iletilen ve geçici olarak değerlendirilen ilave siparişler haricinde hareketlenme olmaması nedeniyle üretimdeki zayıflık devam etmiştir. **Ana metalde**, dış talepte Kızıldeniz'deki gelişmelerin etkisiyle siparişlerdeki hareketlenmeye karşın, iç piyasadaki zayıf seyrin etkisiyle üretim önceki çeyreğe benzer izlenmiştir. **İnşaat yan sanayinde**, iç pazarda kentsel dönüşüm projelerinin ve deprem bölgesindeki inşaat-altyapı faaliyetlerinin üretimi desteklediği görülmektedir.

### **Firmaların yatırım duruşundaki zayıflama yılın ilk çeyreği itibarıyla sürmüştür.**

Bu dönemde yatırım planı olmayan firmaların gerekçeleri arasında finansman maliyetlerindeki artış ve iç talebe ilişkin belirsizlikler öne çıkarılmıştır. Mevcut dönemde yeni yatırımlara başlama konusunda daha ihtiyatlı olan firmaların daha önce başladıkları yatırımlara ise büyük oranda devam ettikleri görülmüştür.

Ürün çeşitlendirmesi yapan, yeni müşteri ve pazar kazanımları sağlayan firmaların yatırım iştahının daha olumlu olduğu anlaşılmaktadır. Artan üretim ve işgücü maliyetleri, özkaynak yapısı güçlü firmaları makine-teçhizat yatırımlarına yöneltmektedir. Ayrıca, maliyetleri azaltmanın yanı sıra daha sürdürülebilir ve rekabetçi üretim yapma motivasyonu enerji yatırımları önceliklendirilmeye devam etmektedir.

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



Kaynak: TCMB RESİM.

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

Sektörel bazda bakıldığında; imalat sanayi sektöründe özellikle gıda, makine-teçhizat ve otomotiv yan sanayi sektörlerinde yatırım duruşunun pozitif ayrıştığı gözlenmiştir. Gıda imalat sanayi sektöründe üretim kapasitesini artırıcı ve yeni ürün sunumuna yönelik yatırımlar ön plandadır. Otomotiv yan sanayi sektöründe talep koşullarına bağlı olarak yatırım iştahının görece güçlü olduğu görülmüştür. Zayıf talep görünümünün yatırım duruşunu baskıladığı sektörler arasında tekstil ve hazır giyim ile inşaat sektörleri öne çıkmıştır. Tekstil sektöründeki olumsuz yatırım duruşunun, sektörün bir süredir atıl kapasiteyle çalışmasından da kaynaklandığı aktarılmaktadır. İnşaat sektöründe ise yüksek arsa fiyatları, konut talebindeki zayıf seyir ve finansal koşullardaki sıkılaşma yatırım iştahını baskılayan unsurlar olarak aktarılmıştır.

### **Yılın ilk çeyreğinde ağırlıklı ihracat yapan firmalar öncülüğünde istihdam planlarının korunduğu gözlenmiştir.**

Yatırım duruşundaki zayıf seyre rağmen talebi görece güçlü seyreden firmalarda genişleme yatırımları istihdam planlarını desteklemektedir. Firmaların çalışan sirkülasyonundaki yüksek seyre vurgusu sürerken yetişmiş personeli elde tutma güdüsü sektörler genelinde istihdamın korunmasında etkili olmaktadır. Bu dönemde; artan maliyetler, finansal sıkılaşma süreci, firmaların üretim sürecinde otomasyon ve verimlilik artırma çabaları istihdam artış planlarını baskılayan unsurlar olarak öne çıkmıştır.

### **Firmaların finansman ihtiyacı yılın ilk çeyreğinde yüksek seyrini sürdürmüştür.**

Ağırlıklı olarak işletme sermayesi kaynaklı oluşan finansman ihtiyacı, küresel emtia fiyatlarının etkisiyle ocak ayında bir miktar düşüş gösterse de takip eden aylarda artış göstermiştir. Yüksek işletme sermayesi ihtiyacında; başta ücret artışları olmak üzere, hammadde ve döviz kuru kaynaklı maliyetler ile artan iş hacmi etkili faktörler olarak öne çıkarılmıştır. Yatırım finansmanı ile ilgili olarak özellikle geçmiş dönemlerde başlanan yatırımlar kaynaklı finansman ihtiyacına vurgu yapılmıştır.

Kredi koşullarında çeyrek genelinde faiz oranları kaynaklı sıkılaşıma devam ederken işletme sermayesine yönelik kredi vadelerinde ise uzama gözleendiği aktarılmıştır. Bankaların kredi verme iştahının çeyreğin ilk iki ayında yüksek seyrettiği, mart ayındaki ilave sıkılaşıma adımları sonrasında ise azalmaya başladığı ve bu durumun ilgili ayda limit kullandırmalarına da yansdığı iletilmiştir.

TL kredi maliyetlerinin yüksek bulunması firmaların kredi taleplerini baskılamaya devam etmiştir. Bununla birlikte, ikinci çeyrekte sonra krediye erişimin zorlaşacağı beklentileri kredi talebinin artmasında rol oynamıştır. Daha uygun maliyetli olması sebebiyle reeskont kredilerine yönelim sürmüş, ihracatçı firmalar söz konusu kredilerin kendileri için önemini dile getirmiştir.

Firmalar arası ticarete koşulların büyük ölçüde bir önceki çeyreğe benzer seyrettiği belirtilmekle birlikte, koşulların zorlaştığına yapılan vurgunun mart ayında arttığı gözlenmiştir. Faiz oranlarına paralel şekilde vade farkları ve peşin iskonto oranlarındaki artışlar, firmalar arası ticarete peşin alımın yaygınlaşmasına neden olmaktadır. Diğer taraftan bazı firmaların nakitte kalma güdüsüyle ödeme vadelerini uzatmaya çalıştıkları da belirtilmiştir. Vadelerdeki sıkılaşıma ve alacaklardaki gecikmelere karşın, çeyrek genelinde alacak tahsilatında önemli bir sorun yaşanmadığı iletilmiştir. Bununla birlikte finansman maliyetlerindeki artış ve talepte zayıflama beklentileri ile birlikte çek kullanımının da yaygınlaşmasının, sektörler genelinde tahsilatlarla ilgili endişelerin artmasına yol açtığı görülmektedir.

***Yılın ilk çeyreğinde firmalar üzerindeki maliyet baskısında artış gözlenirken fiyat artışı planlayan firmaların oranında sınırlı bir gerileme görülmüştür.***

Maliyet artışlarının temel gerekçesi olarak ücret artışları öne çıkmış, bunu kur etkisi hariç girdi maliyetleri ile kur kaynaklı maliyetler izlemiştir. Girdi maliyetlerine yapılan atıflardaki artışta, işçilik giderlerinin hammadde fiyatlarına yansıtılmasının yanı sıra, Kızıldeniz'deki gelişmeler nedeniyle tedarik gecikmelerinin ve navlun bedellerinin artmasının etkili olduğu görülmüştür. Ayrıca kur gelişmeleri nedeniyle doğrudan ve dolaylı ithal girdi kullanan kura duyarlılığı yüksek sektörlerin maliyetlerinde artış olduğu iletilmiştir.

Firmaların işçilik başta olmak üzere artan maliyetlerini çeyrek içinde önemli ölçüde fiyatlara yansıttığı belirtilse de fiyat artış planlarındaki gerilemenin sınırlı kaldığı görülmüştür. Fiyat artış planlarındaki gerilemenin sınırlı kalmasında maliyetlerin yansıtılmayan kısmının yanı sıra beklentilerin de rol oynadığı anlaşılmıştır.

## Kutu 2.3

### Hizmet Üretim Endeksi: Arz ve Talep İlişkisi

TÜİK, Avrupa Birliği (AB) İş İstatistikleri mevzuatında son dönemde yapılan değişikliklerin Kısa Dönemli İş İstatistikleri'ne yansıtılması çalışmaları kapsamında, Hizmet Üretim Endeksi'ni (HÜE) 2024 yılı Mart ayı itibarıyla yayımlamaya başlamıştır. Yeni endeks, 2021 yılı ortalaması 100 olacak şekilde hesaplanmakta ve 2017 yılından başlamak üzere aylık frekansta yayımlanmaktadır. Hizmet Üretim Endeksi, aşağıda listelenen hizmet sektörlerini kapsamaktadır:

- H - Ulaştırma ve depolama
- I - Konaklama ve yiyecek hizmeti faaliyetleri
- J - Bilgi ve iletişim
- L - Gayrimenkul faaliyetleri
- M - Mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler
- N - İdari ve destek hizmet faaliyetleri

HÜE, hizmet sektöründe belli bir dönemde üretilen çıktının hacmine ilişkin bilgi vermeyi amaçladığından fiyat etkilerinden arındırılmaktadır. Fiyat etkilerinden arındırma (reelleştirme) sürecinde NACE Rev.2 sınıflamasına göre dörtlü faaliyet düzeyindeki ciro değerleri ile çoğunlukla Hizmet Üretici Fiyat Endeksi'nden elde edilen uygun deflatörler kullanılmaktadır.<sup>1</sup> HÜE, zincirleme endeks yöntemine göre hesaplanmakta, NACE Rev. 2 sınıflamasına göre üst seviye endekslerin toplulaştırılmasında ilgili sektörlerin GSYİH katma değer ağırlıkları kullanılmaktadır.

Hizmetlerin çoğunun doğası gereği stoklanamadığı göz önünde bulundurulduğunda HÜE'nin hem hizmet talebine hem de arzına ilişkin zamanlı ve değerli bilgiler barındırdığı değerlendirilmektedir. Hizmet katma değerinin milli gelir içindeki payı, 1998-2023 döneminde ortalama yüzde 57 civarındayken hizmetlere ilişkin harcamalar nihai hanehalkı tüketiminin yaklaşık yarısını oluşturmaktadır (2009-2023 dönem ortalaması yüzde 45,9). Milli gelire ilişkin istatistiklerin referans döneminden iki ay gecikmeli olarak açıklandığı düşünüldüğünde, bu yeni endeksin hizmet üretimi ve tüketimine ilişkin fikir vererek üretim ve talep koşullarını zamanlı olarak takip etmede faydalı olacağı ve para politikası karar süreçlerinde gözetilen bilgi setine girdi oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Bu istatistiğin arz ve talep ile olan bağlantısının daha iyi anlaşılması HÜE'nin daha sağlıklı yorumlanmasını ve kullanılmasını sağlayacaktır. Bu çerçevede, kutu HÜE ile hizmet arzı ve talebinin ilişkisini incelemektedir.

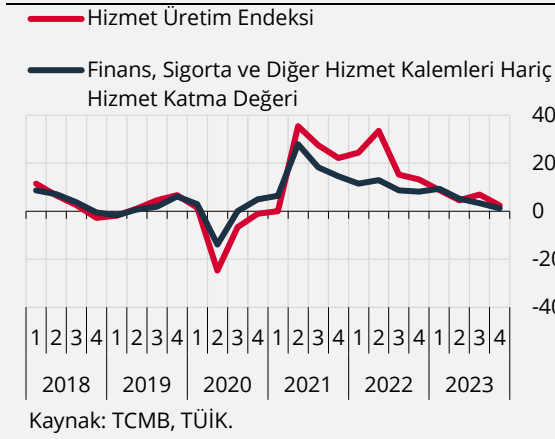
#### Hizmet Üretim Endeksi ve Hizmet Üretimi

HÜE; finans, sigorta ve diğer hizmet kalemleri hariç GSYİH hizmet alt kalemlerinin tümünü içermektedir. Dolayısıyla, HÜE'nin hizmet üretimini öncüleme gücüne bakılırken üretim yönünden GSYİH altındaki eşleşen hizmet kalemlerinin incelemeye dahil edilmesi daha doğru bir yaklaşımdır. Bu nedenle HÜE ile karşılaştırma yapılırken finans, sigorta ve diğer hizmet kalemleri hariç GSYİH reel hizmet katma değeri tercih edilmiştir. HÜE ve ilgili hizmetlerin reel katma değerinin yıllık ve çeyreklik değişimleri incelendiğinde serilerin birbiriyle büyük oranda uyumlu hareket ettiği gözlenmektedir (Grafik 1 ve Grafik 2). İki seri arasındaki eşbağıntı katsayısı yıllık değişimler için 0,93, çeyreklik değişimlere için ise 0,95 olarak hesaplanmaktadır.

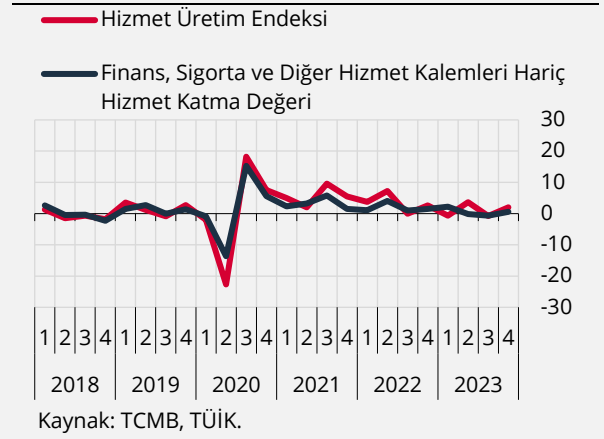
İki seri arasındaki yüksek eşbağıntı, HÜE'nin hizmet reel katma değeri için iyi bir öncü gösterge olabileceğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, arz yönlü bakış açısıyla değerlendirildiğinde endeks, seçilmiş hizmet katma değeri kalemleriyle uyumlu seyretse de bazı farklılaşmalar mevcuttur. Bu farklılaşmaların önemli bir kısmının HÜE'nin cirolardan derleniyor olması nedeniyle tam olarak katma değeri ifade etmemesinden kaynaklandığı değerlendirilmektedir.

<sup>1</sup> Deflatör olarak %94,1 oranında Hizmet Üretici Fiyat Endeksi, %5,9 oranında diğer fiyat endeksleri (TÜFE, Yi-ÜFE, YD-ÜFE, Tarım Ürünleri ÜFE ve İnşaat Maliyet Endeksi) kullanılmaktadır.

**Grafik 1: HÜE ile Finans, Sigorta ve Diğer Hizmetler Hariç Reel Hizmet Katma Değeri (Yıllık % Değişim)**



**Grafik 2: HÜE ile Finans, Sigorta ve Diğer Hizmetler Hariç Reel Hizmet Katma Değeri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)**

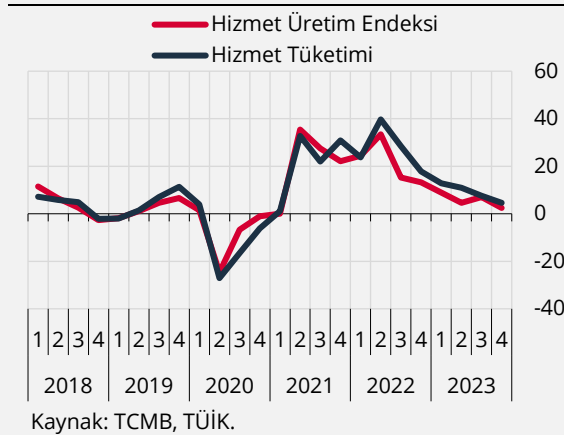


### Hizmet Üretim Endeksi ve Hizmet Tüketimi

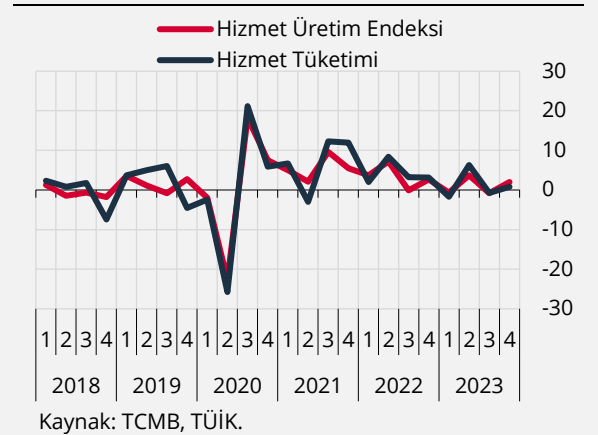
HÜE, toplam satışı işaret eden cirolar üzerinden hesaplanması ve hizmetlerin doğası gereği stoklanamayacağı dikkate alındığında üretimin yanı sıra dolaylı bir talep göstergesi olarak da ele alınmaktadır. Nitekim, reel hizmet tüketimi ile HÜE'nin yıllık değişimleri arasındaki eşbağıntı katsayısı 0,95 civarındayken çeyreklik değişimleri arasındaki eşbağıntı katsayısı 0,92 olmaktadır.

Hanehalkının nihai tüketim harcamaları içinde yer alan hizmet tüketimi ile HÜE'nin seyri yıllık ve çeyreklik değişimler üzerinden karşılaştırıldığında iki serinin oldukça yakın seyrettiği ancak serilerde dönemsel olarak ayrışmaların olduğu görülmektedir (Grafik 3 ve Grafik 4). Bu ayrışmaların, yukarıda da bahsedilmiş olduğu gibi alt grupların katma değer ağırlıklarıyla toplulaştırılması ve fiyat arındırmasının büyük ölçüde üretici fiyatlarıyla yapılmasından kaynaklanmış olabileceği değerlendirilmektedir. Bunun yanında, hizmet özel tüketimi içinde finans ve sigorta ile diğer hizmetler kaleminin ayrıştırılmaması da buradaki dönemsel farklılaşmada rol oynamaktadır.

**Grafik 3: HÜE ve Hizmet Tüketimi (Yıllık % Değişim)**



**Grafik 4: HÜE ve Hizmet Tüketimi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Çeyreklik % Değişim)**



Özetlemek gerekirse, TÜİK tarafından açıklanmaya başlanan Hizmet Üretim Endeksi, hesaplanma yöntemi, içeriği ve hizmetlerin çoğunlukla stoklanamayan yapısı dikkate alındığında hem bir üretim/arz hem de bir tüketim/talep göstergesi olarak kullanılabilir. Nitekim dönem dönem ayrışmalar olmakla birlikte HÜE'nin hem hizmet katma değeri hem de hizmet tüketimi ile yıllık ve çeyreklik değişimleri yüksek benzerlik sergilemektedir. Bu çerçevede HÜE'nin, para politikası karar süreçlerinde hizmet arz ve talebine ilişkin koşulların daha zamanlı takip edilebilmesine katkı sağlayacak önemli bir öncü gösterge niteliğinde olduğu değerlendirilmektedir.

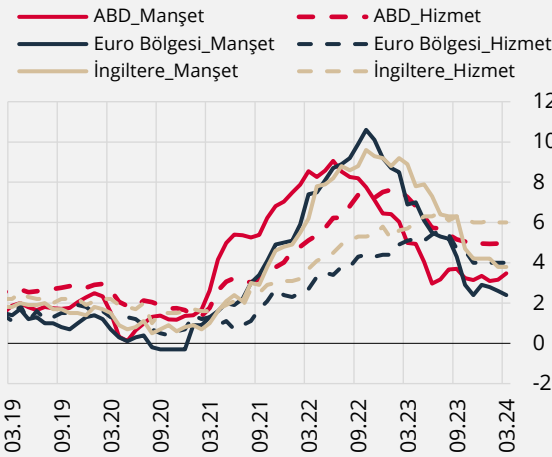
## Kutu 2.4

### Hizmet Enflasyonu Görünümü

Çekirdek enflasyonunun iki ana bileşeni olan mal ve hizmet grupları yapısal farklılıklar sergilemektedir. Verimlilik, dış rekabete açıklık, krediye duyarlılık ve emek yoğunluk seviyeleri söz konusu yapısal farklılıkların ana eksenleri olarak öne çıkmaktadır. Öte yandan, sektörlerin fiyatlama davranışlarındaki ayrışma da büyük önem arz etmektedir. Geriye doğru endeksleme, başta kira alt grubu olmak üzere, hizmetler sektöründe daha yaygındır. Hizmetler sektöründe zamana bağlı fiyat belirleme eğilimi daha baskınken yürürlükteki bazı düzenlemeler söz konusu durumu güçlendirmektedir. Eğitim ve sağlık hizmetleri gibi kalemlerde yılda bir veya iki kez fiyat belirlenmekte ve özellikle eğitim sektöründe, düzenlemelerin etkisiyle geçmiş enflasyona bağlı fiyat artışları yapılmaktadır. Enflasyonun yüksek seyrettiği dönemlerde çalışanların satın alma gücünün korunması için ücretlerin enflasyon gerçekleştirmeleriyle telafi edilmesi, daha emek yoğun olan hizmet sektöründe geçmiş enflasyonun önemini artıran bir başka unsurdur. Son olarak, yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarında da büyük ölçüde enflasyon gerçekleştirmelerinin dikkate alındığı izlenmektedir.

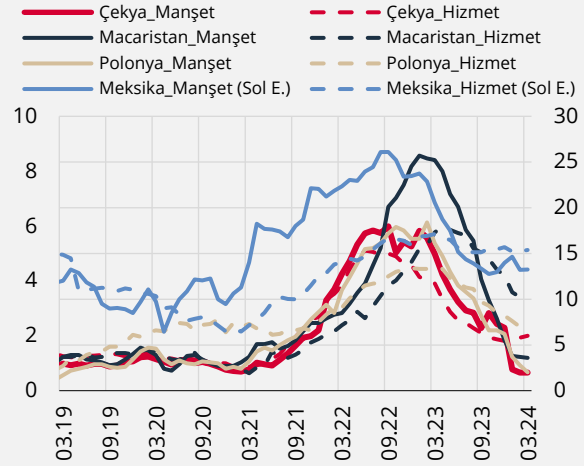
Hizmetler sektöründe hâkim olan fiyatlama davranışının etkisi dezenflasyon dönemlerinde daha belirgin hale gelmekte, sektör dinamikleri enflasyondaki düşüşü yavaşlatan ana unsur olarak öne çıkmaktadır.<sup>1</sup> Söz konusu durum sadece Türkiye'ye özgü olmayıp gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ülkelerde de gözlenmektedir (Grafik 1 ve 2). Son aylarda hizmetler sektörü enflasyonunda gözlenen atalet, başta ABD olmak üzere bazı ülkelerde dezenflasyon sürecini sekteye uğratmış, politika faizi indirim beklentilerinin ötelenmesine neden olmuştur.

**Grafik 1: Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde Manşet ve Hizmet Enflasyon Oranları (Yıllık, %)**



Kaynak: OECD.

**Grafik 2: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde Manşet ve Hizmet Enflasyon Oranları (Yıllık, %)**

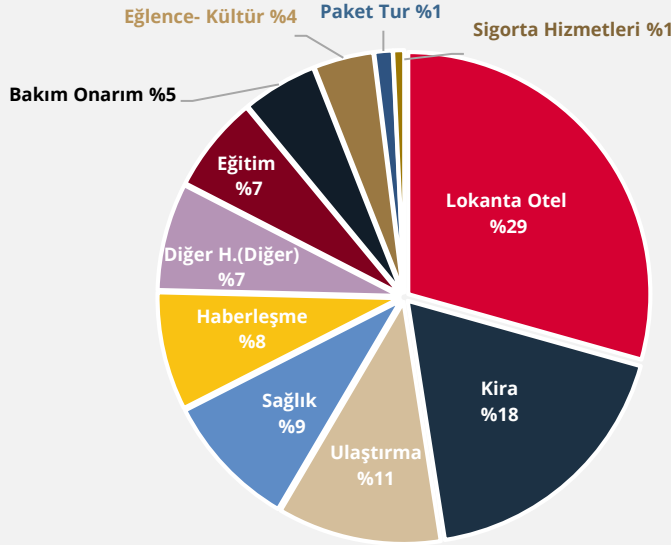


Kaynak: OECD.

#### Son Dönem Gelişmelerine Yakından Bir Bakış

Hizmetler grubu belirli özellikleriyle tüketici sepetini oluşturan diğer gruplardan ayrıştığı gibi kendi içinde de heterojenlik sergilemektedir. Söz konusu durumun kaynaklarından ilki ağırlık yapısıdır. Hizmetler sektörü içinde belirli alt gruplar yüksek ağırlıklarıyla dikkat çekmektedir. Lokanta-otel alt grubu çok büyük kısmı dışarıdan yenen yemek olmak üzere sektörün yaklaşık üçte birini oluşturmaktadır. Lokanta-otel alt grubunu yaklaşık yüzde 18 ağırlıkla kira, yüzde 11 ağırlıkla da ulaştırma alt grubu izlemektedir. Bu üç alt grup hizmetler sektörünün yarısından fazlasını (yüzde 58,5) oluşturmaktadır (Grafik 3).

<sup>1</sup> Amatyakul, İgan ve Lombardi (2024) çalışması, covid sürecinde mal fiyatlarının artışı ile birlikte görelî fiyat yapısının bozulduğunu, hizmet fiyatlarının pandemi öncesi görelî fiyat eğilimini yakalamaya çalışıyor olabileceğini öne sürerek, böyle bir durumda hizmet enflasyonunun bir süre daha güçlü seyredebileceğini ima etmektedir.

**Grafik 3: Hizmet Sektörü Alt Grupları 2024 Yılı Ağırlıkları (%)**

Kaynak: TÜİK.

Hizmetler sektörü içinde heterojen yapının ikinci kaynağı fiyatlandırma dinamikleriyle ilişkilidir. Zamana bağlı fiyat belirleme davranışı bazı alt gruplarda daha baskınken alt gruplar emek yoğunluğu, girdi kullanımı, geçmiş enflasyona endeksleme ve döviz kuruna duyarlılık gibi unsurlar açısından farklılaşmaktadır. Belirli bir alt grup için önem arz eden bir girdinin fiyatında ani ve belirgin bir yükseliş olduğunda, firmaların fiyatlarını gözden geçirme ve değiştirme sıklığı artış kaydedebilmektedir. Ücret gelişmelerinden en belirgin etkilenen kalemler olarak lokanta-otel ve bakım-onarım öne çıkarken ayrıca lokanta-otelde gıda fiyatları, bakım-onarımda ise döviz kuru gelişmeleri önem arz etmektedir. Kira kaleminde geçmiş enflasyona endeksleme davranışı yaygın olmakla birlikte konut fiyatları, asgari ücret ve enflasyon beklentilerinin etkisi de hissedilmektedir.<sup>2</sup> Eğitim hizmetlerinde fiyatlar yılın belirli bir döneminde düzenlemeler gereği geçmiş enflasyona göre belirlenme eğilimindedir. Ulaştırma hizmetleri fiyatları üzerinde akaryakıt fiyatları yanında ücret gelişmeleri de etkili olabilmektedir. Enflasyon gerçekleşmelerinin gerek doğrudan gerekse de dolaylı olarak ücretler üzerinden hizmet sektörü fiyatlandırma davranışı üzerinde etkili olması, grup enflasyonunun atalet sergilemesine neden olmaktadır. Söz konusu atalet enflasyonun tırmanışa geçtiği dönemlerde genel fiyat artışlarını sınırlarken dezenflasyon dönemlerinde tersi bir etkide bulunmakta ve para politikasının etkinliğini zayıflatmaktadır.

Nisan ayı itibarıyla temel mal enflasyonu yüzde 57,1 olarak ölçülürken hizmet enflasyonu yaklaşık 40 puan farkla yüzde 97,0 seviyesindedir. Alt grup gelişmeleri incelendiğinde, sektör içindeki heterojen yapının izleri takip edilebilmektedir. Kira (yüzde 124,5) ve ulaştırma hizmetlerinin (yüzde 100,8) sektör enflasyonunu yukarıya çektiği gözlenmektedir. Lokanta-otel (yüzde 95,8) ve diğer hizmetler (yüzde 90,5) yıllık enflasyonu hizmet grubu enflasyonunun bir miktar altındayken haberleşme hizmetleri (yüzde 66,3) genel hizmet enflasyonunun altında seyretmektedir. Diğer hizmetler içinde ise özel sektör ağırlıklı olan eğitim hizmetleri (yüzde 103,9) yüksek yıllık enflasyonu öne çıkarmaktadır.

Hizmet sektörünün yakın dönem enflasyon dinamiklerini değerlendirebilmek üzere Tablo 1'de sunulan denklem tahmin edilmiştir. Açıklayıcı değişkenler olarak hizmet enflasyonunun gecikmeli değeri (atalet), sepet döviz kuru, çıktı açığı, taze meyve ve sebze dışı gıda fiyatları, akaryakıt fiyatları ve ücretlere vekil değişken olarak net asgari ücret seçilmiştir. Sepet kur, taze meyve sebze dışı gıda, akaryakıt ile asgari ücret değişkenleri çeyreklik yüzde değişim olarak modele girmiştir. Yılın ilk çeyreğinde fiyatları zamana bağlı belirlenen ve geçmiş enflasyona duyarlı hizmet kalemlerindeki gelişmeler ile otomatik vergi güncellemeleri ve yönetilen/yönlendirilen kalem fiyatlarındaki artışların etkisini dikkate almak için, yıl

<sup>2</sup> Özmen, M.U., Yüksel Yücel, C. (2017). Türkiye'de Yakın Dönemde Kira Enflasyonunu Etkileyen Faktörler. TCMB Ekonomi Notları 2017-07.



sonundaki yıllık tüketici enflasyonu değerlerine karşılık gelen "endeksleme" kukla değişkeni (bu değişken birinci, ikinci ve üçüncü çeyreklerde sıfır, son çeyrekte ise yıl sonu yıllık tüketici enflasyonu şeklindedir) oluşturulmuştur. Model, 2005Ç4 - 2024Ç1 dönemi için üç aylık frekansta en küçük kareler (OLS) yöntemi ile tahmin edilmiştir. Hizmet sektörü fiyatları katma değer vergisi (KDV) etkileri düzeltilmiş olarak kullanılmıştır. Model ayrıca mevsimsel kukla değişkenleri ile 2023 yılı üçüncü ve dördüncü çeyrekleri için birer kukla değişken içermektedir.

Tahmin sonuçları, hizmet enflasyonunda ataletin<sup>3</sup> yanı sıra endeksleme davranışı ve asgari ücretin önem arz eden açıklayıcılar olduğunu göstermektedir (Tablo 1). Geçmiş hizmet enflasyonun yaklaşık yüzde 40'ı bir sonraki çeyreğe aktarılmaktadır. Manşet enflasyona endeksleme etkisini yakalamaya çalışan kukla değişkenin katsayı tahmini, bir önceki yıldaki yıllık manşet enflasyonun yaklaşık beşte birinin ilk çeyrekte hizmet enflasyonuna geçtiğine işaret etmektedir. Diğer yandan, model sonuçları hizmetlerin emek-yoğun bir sektör olması nedeniyle ücret duyarlılığının da yüksek olduğunu teyit etmektedir. Atalet ve endeksleme davranışı ile birlikte ücret gelişmeleri de dikkate alındığında, yılın ilk çeyreğinde gerçekleşen hizmetler grubu enflasyonun çok büyük kısmı açıklanabilmektedir. Bu doğrultuda, hizmetler sektöründe, gerek ücretlerin enflasyon gerçekleşmeleri ile etkileşimi ve gerekse geriye dönük endeksleme mekanizmalarının yaygın oluşu gibi sebeplerle enflasyon ataletinin güçlü olduğu izlenmektedir. Ayrıca, gıda fiyatları yemek hizmetlerini, akaryakıt fiyatları ise ulaştırma hizmetleri fiyatlarını maliyet kanalından etkileyebilmektedir. Bakım-onarım hizmetlerinin ise kur gelişmeleri ile bağlantısının belirgin olduğu izlenmektedir. Son olarak, hizmet enflasyonu, başta yurt içi talep koşulları olmak üzere, toplam talep koşullarından da etkilenmektedir.

**Tablo 1: Hizmet Sektörü Fiyat Dinamikleri**

**Bağımlı Değişken: Tüketici Hizmet Fiyatları Çeyreklik % Değişimi** (KDV Etkisi Düzeltilmiş)  
(2005:Ç4 - 2024:Ç1)

	Sabit Terim	Hizmet Fiyatları	Manşet Enflasyona Endeksleme	Net Asgari Ücret <sup>a</sup>	Taze Meyve Sebze Dışı Gıda	Çıktı Açığı	Sepet Kur	Akaryakıt	Kukla 2023Ç3	Kukla 2023Ç4	R <sup>2</sup>
<b>Katsayı Tahmini</b>		(t-1)	(t-1)		(t)	(t)	(t)	(t)			
	-0.3	<b>0.42***</b>	<b>0.21***</b>	<b>0.11***</b>	0.14***	0.05***	0.03***	0.02***	13.06***	-5.08***	0.98

\*\*\* yüzde 1 anlamlılık düzeylerine karşılık gelmektedir.

a: t ile t-2 arasındaki gecikmelerin ortalaması.

Hizmet sektörünün fiyat dinamiklerinde yüksek enflasyon döneminde gerçekleşen değişimi anlamak amacıyla model parametreleri yinelemeli<sup>4</sup> (recursive) olarak yeniden tahmin edilmiştir (Grafik 4- Grafik 9).<sup>5</sup> Hizmet enflasyonu ataletinin 2019'dan 2021 yılı sonuna kadar belli bir seviyede görece yatay seyrettikten sonra, 2022Ç1'de yükseldiği ve sonrasında artış eğilimine girdiği izlenmektedir (Grafik 4).<sup>6</sup> Manşet enflasyona endeksleme katsayısında ise kademeli bir artış gerçekleşmiştir. Örneklem başında istatistiksel olarak anlamlı olmayan ve 2021 sonuna kadar sınırlı artışlar sergileyen endeksleme katsayısı, yıllık manşet enflasyondaki güçlenme paralelinde yükselmiştir (Grafik 5). Bu iki unsur hizmet sektöründe talep ve maliyet şoklarının etkilerinin daha uzun süreye yayılmasına sebep olmaktadır. Son yıllarda ücret ayarlamalarında geçmiş enflasyonunun daha önemli rol oynaması ve asgari ücretin yılda

<sup>3</sup> Hizmetler Sektöründe Atalet başlıklı kutu için bakınız Enflasyon Raporu 2023 III, Kutu 2.3.

<sup>4</sup> Parametrelerin zaman içindeki değişimine yönelik olarak yinelemeli tahminin yanı sıra kayan pencereler (rolling windows) yöntemi de denenerek, model katsayıları 48 çeyreklik kayan pencereler kullanılarak tahmin edilmiştir. Bu tahminler genelde yinelemeli tahminlere benzer sonuçlar vermiştir. Kayan pencere yöntemi ile elde edilen katsayılar yinelemeli tahminlere kıyasla sepet kur ve taze meyve-sebze dışı gıdada bir miktar daha yüksek, asgari ücret, çıktı açığı ve akaryakıtta ise bir miktar daha düşük tahminler ortaya koymaktadır.

<sup>5</sup> Grafiklerde zamana göre değişen katsayıların uzun dönem değerleri raporlanmıştır. Bunun için atalet dikkate alınarak katsayı tahminleri (1-atalet)'e bölünerek hesaplanmıştır.

<sup>6</sup> Modelde yer alan endeksleme değişkeninin atalet katsayısını aşağıya çektiği göz önünde bulundurulmalıdır.

iki kere güncellenmesi, asgari ücretin katsayısında artışı beraberinde getirmiştir (Grafik 6). Ücret artışlarının maliyet yönlü etkisi fiyatlara nispeten hızlı bir biçimde yansırken talep yönlü etkisi zamana yayılmakta ve maliyet yönlü etkilere kıyasla daha fazla belirsizlik içermektedir. Covid döneminde hizmetler sektörüne olan talepteki azalışa paralel olarak gerileyen çıktı açığı katsayısının, salgın hastalıktan çıkışı ile birlikte toparlanma eğiliminde olduğu gözlenmektedir (Grafik 7). Hizmet sektöründe ulaştırma ve bakım-onarım hizmetleri ile paket tur gibi fiyatları döviz kuruna duyarlı bazı kalemler bulunmasına rağmen, sektörün genel olarak ithal girdi kullanımının düşük olduğu göz önüne alındığında kur geçişkenliği sınırlıdır (Grafik 8).<sup>7</sup> Bununla birlikte, kur etkisi zamanla artış eğilimi göstermektedir. Gıda fiyatlarının katsayısı, gıda fiyatlarının göreceli eğilimini de yansıtır şekilde, zaman içerisinde artış göstermiş, 2022 sonrasında yataylaşarak yüksek katkı vermeye devam etmiştir (Grafik 9).

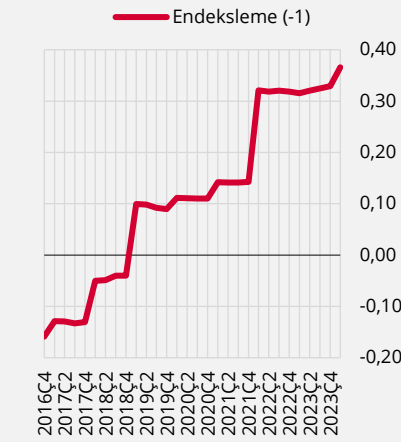
### Yinelemeli Model Katsayı Tahminleri (Uzun Dönem)

**Grafik 4: Hizmet Fiyatları Atalet Katsayısı**



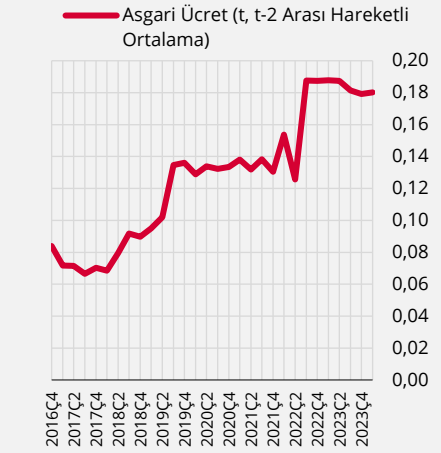
Kaynak: TCMB.

**Grafik 5: Manşet Enflasyona Endeksleme Katsayısı**



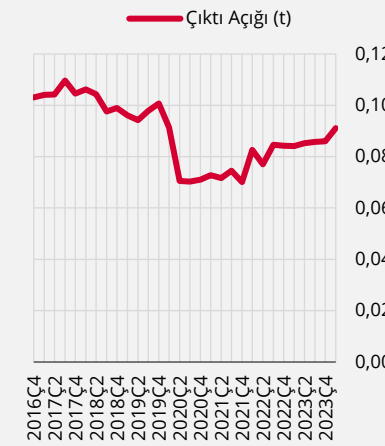
Kaynak: TCMB.

**Grafik 6: Net Asgari Ücret Katsayısı**



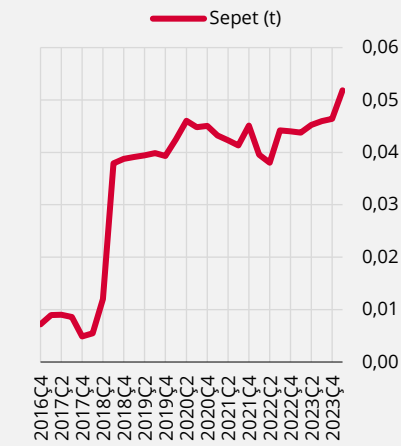
Kaynak: TCMB.

**Grafik 7: Çıktı Açığı Katsayısı**



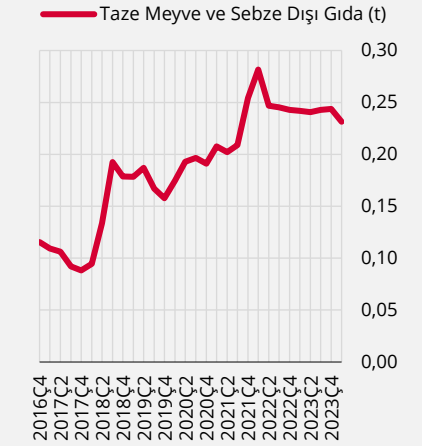
Kaynak: TCMB.

**Grafik 8: Sepet Kur Katsayısı**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 9: Taze Meyve-Sebze Dışı Gıda Katsayısı**



Kaynak: TCMB.

Özetle, 2024 yılı ilk üç aylık dönemde hizmetler grubunda çeyreklik enflasyon yaklaşık yüzde 23,5 seviyesindeyken atalet ve manşet enflasyona endeksleme kaynaklı etki 18,2 yüzde puan olarak tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, 2024 yılı ilk çeyreğindeki dönemlik hizmet enflasyonunun önemli bölümü geriye

<sup>7</sup> Model akaryakıt, gıda ve manşet enflasyon gibi kurdan etkilenen değişkenleri içerdiğinden, kur etkisinin bir bölümü bu değişkenler kanalıyla modelde halihazırda içermektedir. Bu bakımdan kur katsayısı mutlak büyüklük olarak yorumlanırken ihtiyatlı olunmalıdır.

dönük endeksleme etkisi ile açıklanabilmektedir. Söz konusu iki faktöre ek olarak ücret etkisi de dikkate alındığında, geçmiş enflasyonun etkisi daha da büyümektedir. Bu bakımdan, fiyatlama davranışında enflasyon beklentilerine atfedilen payın artması ve bu beklentilerin enflasyon hedeflerine yakınsaması büyük önem arz etmektedir. Bu amaç doğrultusunda, para ve ekonomi politikaları arasındaki koordinasyon güçlenerek devam edecektir.

### **Kaynakça**

Amatyakul, P., Deniz, I. ve Lombardi, M. J. (2024). Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation, BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, March.

Özmen, M.U., Yüksel Yücel, C. (2017). Türkiye'de Yakın Dönemde Kira Enflasyonunu Etkileyen Faktörler. TCMB Ekonomi Notları 2017-07.

TCMB (2023). Hizmetler Sektöründe Atalet, Enflasyon Raporu 2023 III, Kutu 2.3.

## 3. Orta Vadeli Öngörüler

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

#### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

***İktisadi faaliyet, 2023 yılının son çeyreğinde bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla daha güçlü seyretmiş ve iç talebin dirençli olduğu görülmüştür.*** Çeyreklik bazda büyüme görünümüne bakıldığında, son çeyrekte özel tüketimin büyümeye katkısında hızlanma, net ihracatın büyümeye pozitif katkısında ise bir önceki çeyreğe kıyasla azalma gözlenmiştir. 2024 yılı ilk çeyreğinde yurt içi talepteki güçlü seyir; ücret gelişmeleri, firmaların satış kampanyaları ve öne çekilen talep etkisiyle devam etmiştir. Perakende satış hacim endeksindeki hesaplama değişikliği de (Mercek Altı 2.2) eski endeksin ima ettiği aksine yılın ilk çeyreğinde perakende satışlarda hızlanmaya işaret etmiştir. Bu çerçevede, 2023 yılının dördüncü ve 2024 yılının ilk çeyreği için çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.1).

***Nisan ayında tüketici enflasyonu yüzde 69,8 oranında gerçekleşerek bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının üst bandının üzerinde kalmıştır.*** İç talepteki güçlü seyir, hizmet enflasyonundaki katılık, enerji fiyatlarındaki artış ve gıda fiyatlarındaki gelişmeler neticesinde enflasyon, öngörülenden daha yüksek bir seyir izlemiştir (Tablo 3.1.1). İlk çeyrekte zamana bağlı fiyat belirleme ile geçmiş enflasyona endeksleme eğilimi yüksek kalemlerin etkisiyle hizmet enflasyonundaki artış belirgin olmuş ve B enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla yükselmiştir. Enerji fiyatlarında gözlenen artışta, jeopolitik gelişmelerin yanı sıra üretim kesintilerinin etkisiyle yükselen küresel ham petrol fiyatları da etkili olmuştur. Gıda fiyatlarındaki artış eğilimi ise kırmızı et öncülüğünde gücünü korumuştur. Nisan ayında ise yıllık enflasyon gıda kaleminde gerilerken diğer gruplarda yükselmiştir. 12 ve 24 ay sonrası enflasyon beklentileri, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla gerilemesine rağmen, 2024 yıl sonu enflasyon beklentisi bir önceki Enflasyon Raporu tahmininin üzerinde kalmıştır. Diğer yandan, 2023 yılının son çeyreğinde belirgin bir şekilde gerileyen enflasyonun ana eğilimi, hizmet enflasyonu öncülüğünde bu dönem öngörülenden yüksek gerçekleşmiştir.

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

	2023-IV	2024-I
Çıktı Açığı (Yüzde)	2,3 (1,6)	2,8 (0,9)
Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	64,9 (64,9)	69,8 (66,0)
B Endeksi Enflasyonu** (Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	67,7 (67,7)	72,7 (68,8)

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

\*\* 2023-IV için Ocak, 2024-I için Nisan enflasyonunu belirtmektedir.

#### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

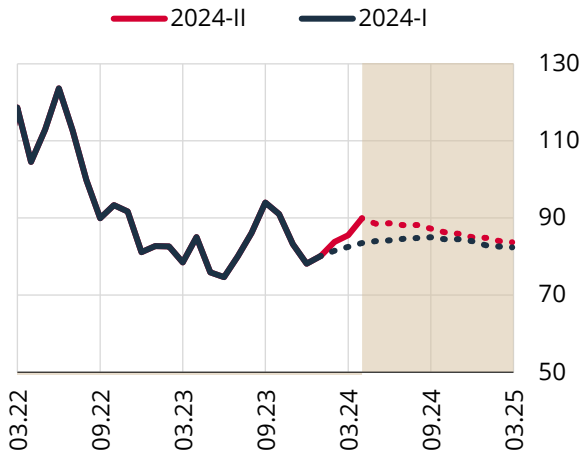
***Küresel büyüme görünümüne ilişkin varsayımlar, bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir.*** Küresel büyümeye ilişkin öncü göstergeler, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre 2024 yılında büyüme görünümünde, daha çok hizmetler kaynaklı kısmi bir iyileşmeye işaret etmektedir. Türkiye'nin ana ticaret ortaklarından Euro bölgesi için büyüme görünümü ılımlı seyrini korurken ABD ve Rusya'nın büyüme tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu gelişmeler ışığında, Türkiye'nin dış ticaret ortakları baz alınarak hazırlanan İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi varsayımı 2024 yılı için sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenerek yüzde 2,1 olmuş, 2025 yılı için ise yüzde 2,3 olarak korunmuştur.

***Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerinde daha temkinli olacakları yönündeki beklentilerin güçlenmesi ve artan jeopolitik riskler nedeniyle küresel finansal koşulların bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarına göre bir miktar sıkılaştığı bir çerçevede esas alınmıştır.*** Küresel işgücü piyasalarındaki sıkılık ve buna bağlı ücret baskısı özellikle hizmet enflasyonunda katılığa neden olurken jeopolitik gelişmeler de

enerji fiyatları ve arz koşulları aracılığı ile küresel ekonomilerdeki enflasyonun düşüş sürecini olumsuz etkilemektedir. ABD'de bu durum güçlü seyreden ekonomik aktivite ile desteklenirken İngiltere ve Euro bölgesindeki son dönem enflasyon gerçekleştirmeleri daha olumlu bir seyir izlemektedir. Bu çerçevede, gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerinde daha temkinli olmaları beklenmektedir. Gelişmekte olan ülkeler arasında ise para politikası uygulamaları heterojen olup, enflasyon oranlarının hedeflere yaklaşmaya devam ettiği ülkelerde faiz indirim süreçleri hızlanmıştır. Tüm bu gelişmeler beraber değerlendirildiğinde önümüzdeki dönemde, enflasyondaki düşüşe bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin genele yayılması olası görülmektedir. Ancak, küresel enflasyonun mevcut seviyeleri, katılıklar ve riskler değerlendirildiğinde indirim süreçlerinin bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre daha temkinli olması ve parasal sıklığı koruyacak şekilde sürdürülmesi beklenmektedir.

**Küresel büyüme ve kompozisyonu, jeopolitik gelişmeler ve arz yönlü faktörler emtia fiyatları üzerinde önemli rol oynamaya devam etmiştir.** Kızıldeniz ve Ortadoğu'daki jeopolitik gelişmeler ile OPEC+ üye ülkelerinin üretim kesintileri petrol fiyatlarında arz yönlü riskleri canlı tutarak yukarı yönlü baskıların devam etmesine neden olmaktadır. Mevcut küresel büyüme görünümü, stok seviyeleri ve finansal koşullar ise petrol fiyatlarında dalgalanmalara sebep olmaktadır. Bu doğrultuda, 2024 ve 2025 yıllarına ilişkin petrol fiyatı varsayımlarında yukarı yönlü güncelleme yapılmış; petrol fiyatlarının sırasıyla ortalama 86,4 ve 82,3 ABD doları seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır (Grafik 3.1.1). Çin'in büyüme görünümündeki iyileşme ile endüstriyel emtia fiyatlarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla önemli artışlar görülmüştür. Tarımsal emtia fiyatlarında ise homojen bir eğilim bulunmamakla birlikte, ana endeks bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre artış göstermiştir. Böylelikle, ithalat fiyatı varsayımları özellikle değerli ve endüstriyel metaller başta olmak üzere bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre önemli ölçüde yukarı yönde güncellenmiştir. İthalat fiyatlarının 2024 ve 2025 yılında sırasıyla yüzde 0,8 ve 2,6 oranında artacağı öngörülmüştür (Grafik 3.1.2).

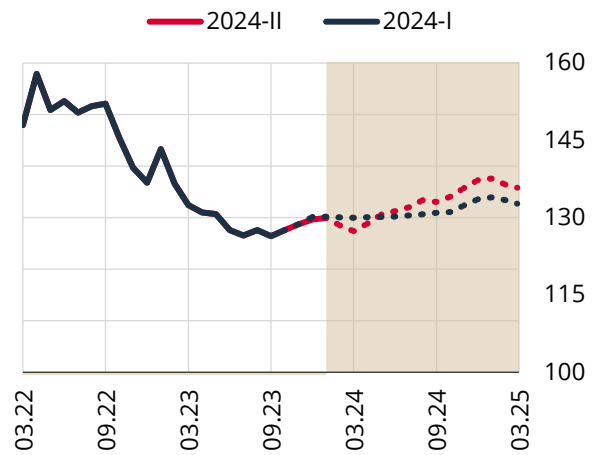
**Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

**2024 yılı gıda fiyatlarına ilişkin varsayım sınırlı miktar yukarı yönlü güncellenmiştir.** Gıda grubunda yıllık enflasyon 2024 yılının ilk çeyreğinde yüzde 70,4 ile bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarının üzerinde kalmıştır. Nisan ayında ise gıda fiyatları yıllık enflasyonu yüzde 68,5'e gerilemiştir. Son dönemdeki görünümü göz önünde bulundurarak, gıda fiyatları enflasyonuna ilişkin varsayım 2024 yılı için 0,9 puan artırılmış, 2025 yılı için ise yüzde 15 olarak korunmuştur (Tablo 3.1.2).

**Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

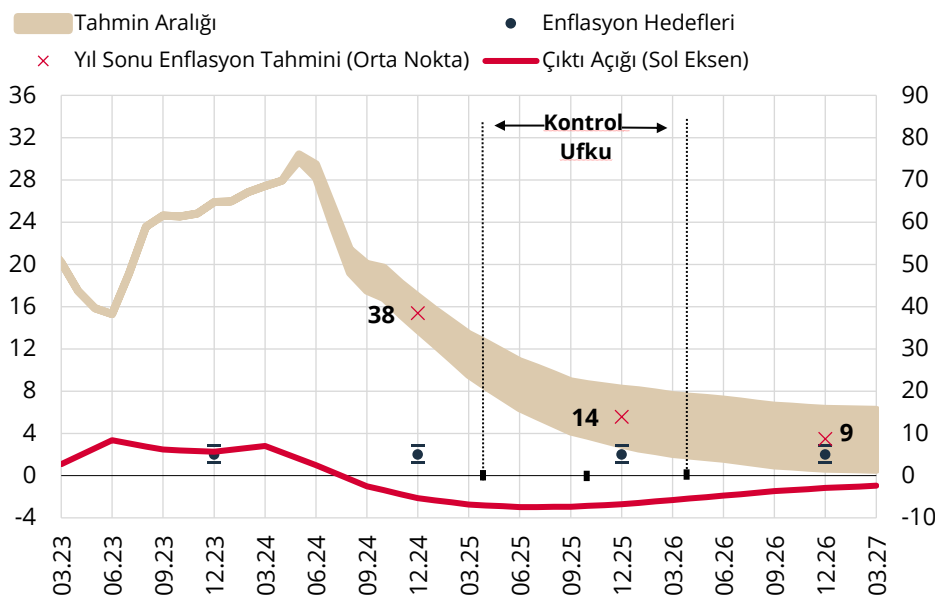
	2024	2025
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,1 (2,0)	2,3 (2,3)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	86,4 (83,6)	82,3 (81,2)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,8 (-0,1)	2,6 (0,7)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	35,5 (34,6)	15,0 (15,0)

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

**Tahminler üretilirken makroekonomik politikaların orta vadeli bir perspektifle enflasyonu düşürmeye odaklı koordineli bir şekilde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır.** Bu bağlamda, Orta Vadeli Program çerçevesinde maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyat, borçlanma, vergi ve gelirler politikaları ile ücret ayarlamalarının enflasyondaki düşüş sürecini destekleyecek şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Bunlara ilave olarak, deprem ile ilgili harcamaların dengeli ve uzun bir zamana yayılmış bir şekilde yapılacağı, bu sayede bütçe disiplini ve makrofinansal istikrarı olumsuz etkilemediği bir görünüm esas alınmıştır.

### 3.2 Orta Vadeli Görünüm

**Yıl sonu enflasyon tahmini 2024 yılı için yüzde 38 olarak güncellenirken 2025 ve 2026 yılları için sırasıyla yüzde 14 ve yüzde 9 olarak korunmuştur.** Enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2024 yılı sonunda orta noktası yüzde 38 olmak üzere, yüzde 34 ile yüzde 42 aralığında; 2025 yılı sonunda orta noktası yüzde 14 olmak üzere yüzde 7 ile yüzde 21 aralığında gerçekleşeceği; 2026 yılı sonunda tek haneli seviyelere gerileyip yüzde 9'a düşükten sonra orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.1). Tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eşgüdümün korunacağı bir görünüm esas alınmıştır.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

**Tahmin patikasının güncellenmesinde bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının üzerinde kalan enflasyon gerçekleştirmeleri ve güçlü talep görünümünün etkisiyle yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının başlangıç koşulları üzerindeki etkisi belirleyici olmuştur.** Petrol fiyatlarına ve ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlar yukarı yönlü güncellenirken jeopolitik gelişmelerin emtia fiyatları üzerinde belirsizliği arttırdığı değerlendirilmektedir. 2024 yılına ilişkin enflasyon tahminindeki yukarı yönlü güncelleme kaynakları Tablo 3.2.1'de sunulmaktadır.

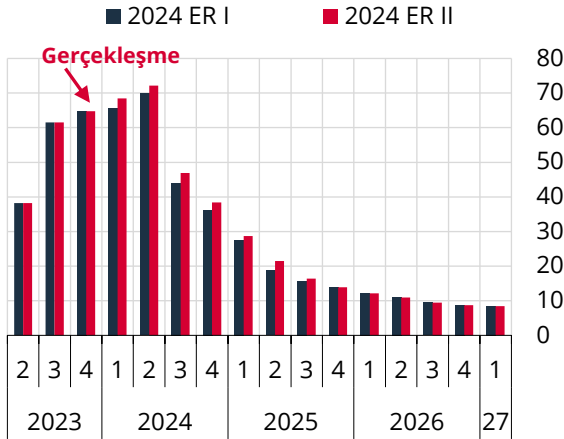
**Tablo 3.2.1: 2024 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları**

	2024
2024-I ER Tahmini (%)	36
2024-II ER Tahmini (%)	38
<b>2024-I Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	2.0
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)</b>	
Enflasyonun Ana Eğilimi	+1,8
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	-0,2
Çıktı Açığı	+0,4
Gıda Fiyatları	+0,2
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	-0,2

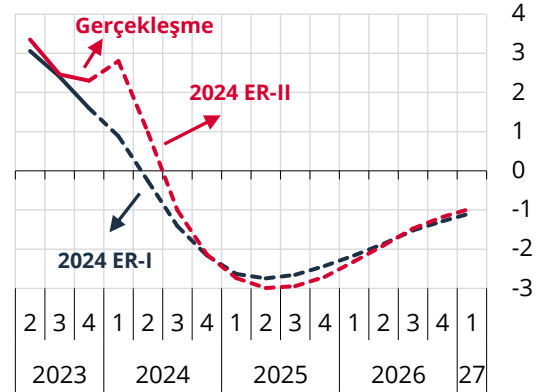
Kaynak: TCMB.

**2024 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 38 seviyesine yükseltilmiştir** (Grafik 3.2.2). 2024 yılı tahmin güncellemesinde öne çıkan başlıca unsur başlangıç koşullarındaki güncelleme olmuştur. Şubat ve mart aylarında görülen döviz kuru beklentilerindeki geçici bozulma döviz kuru, talep ve beklenti kanalıyla enflasyonu etkilemiş ve enflasyon ana eğiliminde ocak ayından sonra öngörülen yavaşlamanın sınırlı kalmasına neden olmuştur. Talep koşullarının yılın ilk çeyreğinde daha güçlü seyrettiği ve talep koşullarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemi öngörülerine yılın son çeyreği itibarıyla yakınsayacağı değerlendirilmektedir (Grafik 3.2.3). Sıkı para politikası ve maliye politikasının eşgüdümünün katkısıyla iç talepteki dengelenme sürecinin devam edeceği öngörülmektedir. Bu görünüm altında, çıktı açığı tahmini güncellemesi 2024 yılı enflasyon tahminini 0,4 puan artırıcı yönde etkilemiştir. Buna ek olarak, Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarından gelen güncelleme tahminleri 0,2 puan aşağı çekmiştir. Gıda enflasyonundaki artış ise tahminleri 0,2 puan yukarı yönlü etkilemiştir. 2024 yılında alkol-tütün ve enerji fiyatlarına ilişkin otomatik vergi güncellemeleri gibi unsurlardan yıl sonu enflasyonuna gelecek nihai etkinin aşağı yönlü olduğu değerlendirilmiştir. Böylece, yönetilen yönlendirilen fiyatlar bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla daha sınırlı artacağı varsayımıyla, yıl sonu tahminlerini 0,2 puan aşağı yönlü etkilemiştir (Tablo 3.2.1). Son dönemde, enflasyonun ana eğilimi öngörülerimizden daha yüksek gerçekleşmiştir. Sıkı para politikası duruşunun ve politika eşgüdümünün başlangıç koşullarındaki bu bozulmayı telafi etmesiyle ana eğilimin yıl sonu enflasyonuna etkisinin 1,8 puan ile sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir.



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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Kaynak: TCMB.

**Tahminler oluşturulurken küresel finansal koşulların bir önceki Enflasyon Raporu döneminde öngörülenden daha sıkı, küresel büyüme görünümünün ise büyük ölçüde geçmiş projeksiyonlarla uyumlu olacağı varsayılmıştır.** Gelişmiş ülke merkez bankaları hizmet enflasyonu katılığı ve işgücü piyasalarındaki sıkılığa vurgu yaparak yılın ilk aylarındaki piyasa fiyatlamalarının aksine faiz indirim döngülerinde daha temkinli olacakları yönünde sözlü yönlendirmede bulunmuşlardır. Küresel finansal piyasalarda veri duyarlılığının ve buna bağlı oynaklıkların artacağı bir döneme girilmiştir. Bu bağlamda, Türkiye'de para politikasındaki sıkı duruşun kalıcı fiyat istikrarı sağlanana kadar sürdürülecek olması, küresel finansal piyasalardaki oynaklıkların ülke risk primine olası olumsuz etkilerini sınırlamaya yardımcı olacaktır.

**Aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sıkı kalacak bir para politikası duruşu tahminlere baz oluşturmuştur.** Parasal aktarımı destekleyecek ve güçlendirecek finansal politikalar ve kararlı sıkı duruşu vurgulayan para politikası sözlü yönlendirmeleri sayesinde enflasyon beklentilerinin kısa vadede Enflasyon Raporu tahminlerine orta vadede ise enflasyon hedefine yakınsaması enflasyonda kalıcı düşüşün sağlanması açısından kritik bir öneme sahiptir. Parasal aktarımın etkinliğini artırmak için makroihtiyati politikaların uygulanmaya devam edileceği ve finansal koşulların sıkılaşacağı değerlendirilmiştir. Kredi faizlerinin yükselmesi ile kredi büyümesinin yavaşlayarak iç talebin dengelenmesine katkı vereceği bir görünümde orta vadeli tahminler üretilmiştir. Ayrıca, tahmin döneminde mali disiplinin korunacağı ve mali politikaların para politikası ile eşgüdüm içerisinde dezenflasyonist süreci destekleyeceği varsayılmaktadır.

**Enflasyonun mayıs ayında tepe noktasını gördükten sonra yılın geri kalanında istikrarlı olarak gerileyeceği öngörülmektedir.** Enflasyonun ana eğilimine ilişkin göstergeler yavaşlamakla birlikte bir önceki Enflasyon Raporu döneminde oluşturulan tahminlere göre daha olumsuz bir görünüm sergilemektedir. 25 m<sup>3</sup> bedelsiz doğal gaz kullanımı düzenlemesinin sona ermesi mayıs ayında aylık enflasyonu 0,66 puan yukarı yönlü etkileyecektir. Bunun yanı sıra, olumsuz baz etkisiyle enflasyon mayıs ayında zirveye ulaşacaktır. Mart ayında politika faizinde yapılan güçlü artış ve alınan ilave makro ihtiyati tedbirler ile finansal koşulların sıkılaşması sayesinde yurt içi talepteki dengelenmenin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği değerlendirilmektedir (Grafik 3.2.3). Para politikasındaki kararlı duruşun yurt içi talepte dengelenmeyi, Türk lirası varlıklara olan talebi güçlendirerek Türk lirasında reel değerlenmeyi ve enflasyon beklentilerinde düzelmeyi sağlayacağı tahmin edilmektedir. Tüm bu unsurların aylık enflasyonun ana eğilimini düşüreceği, 2024 yılının ikinci yarısında dezenflasyonu tesis edeceği değerlendirilmektedir. Bu süreçte, mevsimsellikten arındırılmış ortalama aylık enflasyonun yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 2,5 civarına, son çeyrekte ise yüzde 1,5'in bir miktar altına gerileyeceği öngörülmektedir. Hizmet enflasyonundaki katılığın da bu süreç içerisinde zayıflaması ve parasal duruşun hedeflerle uyumlu şekilde sürdürülmesiyle birlikte, enflasyonun ana eğiliminde tarihsel ortalamalara gerileme süreci 2025 yılında da devam edecektir.

**Parasal sıkılaştırma sürecinin etkilerine dair yapılan analizler bankacılık sektörünün güçlü görünümünü koruduğuna işaret etmektedir.** Bankaların Türk lirası kredi ve menkul kıymet portföylerinin yaklaşık yarısının değişken faizli yapıdadır. Sabit faizli Türk lirası menkul kıymetlerin ağırlıklı olarak faiz

değişimlerinden etkilenmeyen itfa edilmiş maliyeti ile muhasebeleştirilmiştir. Tüm bu gelişmeler ile birlikte zorunlu karşılık uygulamalarının ve risk primindeki düşüşün desteğiyle bankaların borçlanma vadelerinin uzaması, sektörün faiz değişimlerine olan kırılabilirliğini azaltmaktadır. Bankacılık sektörünün yasal sınırların oldukça üzerinde seyreden sermaye oranlarının, faiz değişimleri kaynaklı kayıpları karşılayabilecek düzeyde olduğu değerlendirilmektedir. Bankaların aktif kalitesi ve kârlılık göstergeleri güçlü görünümünü korumakta ve bu durum parasal sıkılaştırma döneminde finansal istikrarı desteklemektedir.

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

**Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarındaki oynaklıklar enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.** Jeopolitik risklerin ve OPEC+ ülkelerinin üretim kesintilerini sürdürmelerinin petrol fiyatlarında neden olduğu oynaklığın devam edebileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, Kızıldeniz'deki gelişmelerin taşımacılık maliyetleri üzerindeki etkileri takip edilmektedir. Jeopolitik gelişmeler dış talep ve ihracat gelirleri üzerinden Türkiye'ye yönelik risk algılarını da etkileyebilmektedir.

**Gelişmiş ülkelerde çekirdek enflasyondaki gerileme devam etse de manşet enflasyondaki düşüş eğilimi mevcut Enflasyon Raporu döneminde yerini daha yatay bir seyre bırakmıştır.** Hizmet enflasyonundaki katılık, gelişmiş ülkelerde manşet enflasyonun hedeflere yaklaşmasını yavaşlatan en önemli etkenlerden biri olarak ortaya çıkmaktadır. Manşet enflasyonun seviyesi, enflasyonda gözlenen katılıklar ve yukarı yönlü risklere bağlı olarak gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerinde daha temkinli olacakları yönündeki beklentilerin güçlenmesi küresel finansal koşullar üzerinde baskı oluşturmakta ve küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Bu iki unsur sermaye akımları, dış talep ve emtia fiyatları yoluyla yurt içinde döviz kurlarını, toplam talep koşullarını ve ithalat fiyatlarını etkileyerek enflasyon dinamikleri üzerinde rol oynayabilecektir.

**Yurt içi talebin dirençli seyri enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.** Parasal sıkılaştırmanın iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin yeterince hızlı bir şekilde görülmemesi dezenflasyon sürecini zayıflatabilecektir. Yakın dönem göstergeleri 2024 yılının ilk çeyreğinde iç talebin gücünü koruduğuna işaret etmektedir. Ancak, uygulanmakta olan sıkı para politikasının finansal koşullar üzerinde oluşturduğu etkiyle iç talebin yeniden dengelenmesi beklenmektedir. İç talepteki dengelenmenin ithalat eğilimini zayıflatarak cari dengeye, tüketimdeki aşırılıkları gidererek de talep kanalı üzerinden enflasyondaki düşüşe katkı vereceği öngörülmektedir. Diğer taraftan, enflasyon beklentilerinin yüksek seyrinin tüketim eğilimi ve kredi talebi üzerinde oluşturabileceği yukarı yönlü riskler iç talebin direnç kazanarak dengelenme sürecinin sekteye uğramasına neden olabilecektir.

**Enflasyon beklentilerindeki yüksek seyir devam etmektedir.** Ekonomik birimlerin (profesyoneller, firmalar ve tüketiciler) enflasyon beklentileri fiyatlamaları, ücret kararları, portföy tercihleri ve tüketim/kredi talebi üzerinde kilit rol oynamaktadır (Kutu 3.1). Enflasyon beklentilerinin TCMB'nin kısa vadede enflasyon tahminleriyle orta vadede enflasyon hedefleri ile uyumlu seyretmesi dezenflasyon sürecinde kritik önemdedir. Piyasa Katılımcıları Anketi verilerine göre orta vadeli enflasyon beklentileri hedeflenen düzeylerin üzerinde olmakla birlikte gerilemeye devam etmektedir. Bu durumun sürmesi fiyatlamaları kanalıyla dezenflasyon sürecine katkı verecektir. Firmalar ve tüketicilerin enflasyon beklentileri ise hem yüksek seyretmekte ve hem de katılık göstermektedir. Bu durum para politikası duruşunda sabırlı ve kararlı duruşun önemli olacağına işaret etmektedir.

**Hizmet fiyatlarındaki katılığın sürmesi ve enflasyon ana eğiliminin öngörülenden daha gecikmeli yavaşlaması enflasyon baskılarını canlı tutabilecektir.** Son dönemdeki yavaşlamaya rağmen ana eğilimin bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülen düzeyin bir miktar üzerinde seyrettiği görülmektedir. Enflasyon ana eğilimindeki gerilemenin iç talepte olası canlı seyir ve başta et ürünlerini olmak üzere gıda fiyatları ile kira olmak üzere hizmet fiyatlarının yüksek seyri sebebiyle sekteye uğraması da enflasyon tahminleri üzerinde bir risk olarak değerlendirilmektedir.

**Deprem kaynaklı kamu harcamalarının finansmanı nedeniyle dolaylı vergiler üzerinden yapılabilecek ayarlamalar enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.** Deprem kaynaklı kamu harcamalarının miktarı ve zamanlaması mali disiplinin korunması açısından önemli olacaktır. Enflasyonla mücadele sürecinin başarısı para ve maliye politikaları arasında etkin bir koordinasyonu gerektirmektedir. Bu nedenle sıkı para politikası duruşunun mali disiplinle desteklenmesi; fiyatlamaları davranışlarının çözümlenmesi, iç talepteki dengelenmenin tesis edilmesi ve ülke risk priminin iyileşmesi için önem arz

etmektedir. Ayrıca, vergi gelirleri politikasında dolaylı vergilerin ağırlığının artması, tüketici fiyatlarını hem doğrudan artırabilmekte hem de enflasyon beklentilerini bozarak ikincil etkiler yaratabilmektedir. Bu açıdan, vergi toplama etkinliğinin artırılması ya da doğrudan vergilerin ağırlığının artırılmasına yönelik atılacak adımların dezenflasyon sürecini destekleyebileceği değerlendirilmektedir.

**Dezenflasyon sürecinde para ve maliye politikalarının eş güdümü büyük önem arz etmektedir.** Gelirler politikası üretim maliyeti ve talep kanalları ile enflasyon ve beklentiler üzerinde etkili olabilmektedir. Vergi ve yönetilen yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu olmaması da enflasyon üzerinde baskı yaratabilmektedir. Bu nedenle, ücretlerin güncellenme sıklığı, yönetilen yönlendirilen fiyatlar ile ücret ve vergi ayarlamalarında OVP'de sunulan enflasyon tahminlerinin gözetilmesi ve para politikasındaki sıkı duruşun ihtiyatlı maliye politikası ile desteklenmesi, öngörülen dezenflasyon patikasının tesis edilmesi açısından kritik bir önem taşımaktadır.

**Tablo 3.2.2: Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları\***

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑   ↔   ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Enerji fiyatlarının seyrine dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> <li>OPEC+ ülkelerinin üretim kesintilerini sürdürmeleri ve güçlü küresel talep görünümü hem arz hem de talep tarafından petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.</li> <li>Petrol ve emtia fiyatlarında jeopolitik risklere bağlı oynaklığın devam edebileceği değerlendirilmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ham petrol fiyatları ve arz-talep dengesi</li> <li>OPEC+ kararları</li> <li>Yurt içi enerji piyasasına ilişkin göstergeler</li> <li>Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar</li> </ul>
Küresel finansal piyasalar ve makroekonomik görünüme dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyonda gözlenen katılıklar ve yukarı yönlü risklere bağlı olarak gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerinde daha temkinli olacakları yönündeki beklentilerin güçlenmesi küresel finansal koşullar üzerinde baskı oluşturmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Küresel enflasyon oranları</li> <li>Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikası tepkisi</li> <li>Küresel risk iştahı göstergeleri</li> <li>İhracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi</li> <li>Küresel ticaret hacmi ve enflasyon gelişmeleri</li> <li>İthalat ve emtia fiyatları</li> </ul>
Talep koşulları	<ul style="list-style-type: none"> <li>İç talebin dirençli seyrini sürdürmesi enflasyon üzerinde talep yönlü baskı yaratmaya devam etmektedir. Sıkı para politikasının etkisiyle iç talebin yeniden dengelenmesi beklenmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yurt içi talep göstergeleri</li> <li>Perakende satış hacim endeksi</li> <li>Kartla yapılan harcamalar</li> <li>Beyaz eşya ve otomobil satışları</li> </ul>

Enflasyon beklentilerinin öngörülen tahmin aralığına yakınsamaması	<ul style="list-style-type: none"> <li>Orta vadeli enflasyon beklentilerindeki iyileşmeye rağmen hala yüksek seviyelerde olması enflasyon tahminleri üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Enflasyon beklentisine ilişkin göstergeler</li> <li>Enflasyon beklentilerinin dağılımı</li> <li>Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> </ul>
Enflasyonun ana eğilimi ve hizmet fiyatlarındaki katılık	<ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyon ana eğiliminin hizmet fiyatlarındaki katılık ve iç talepteki canlı seyir ile öngörülenden daha geç yavaşlaması</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Hizmet fiyatlarının ataleti</li> <li>Ücret ayarlamaları</li> <li>Vergi düzenlemeleri ve yönetilen ve yönlendirilen fiyatlar</li> </ul>
Parasal, finansal ve mali politikaların eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ekonominin toparlanma sürecinde parasal, finansal ve mali politikaların eşgüdüm hâlinde bulunmaması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturmaktadır.</li> <li>Ücret ve gelirler politikasının OVP ile uyumlu olmaması iç talepteki dengelenme üzerinde risk yaratabilmektedir.</li> <li>2024 yılında ücret politikalarının, parasal sıkılığın etkinliğini artırarak dezenflasyonist sürece önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir.</li> <li>Doğrudan vergilere ve/veya vergi toplama etkinliğine yönelik reformlar yapılması dolaylı vergilere olan ihtiyacı azaltarak fiyatlar üzerinde düşürücü etkiler yaratabilecektir.</li> <li>Deprem kaynaklı kamu harcamaları nedeniyle yapılacak vergi düzenlemeleri özellikle dolaylı vergiler üzerinden yapılması enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yaratabilecektir.</li> <li>Yönetilen ve yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu olmaması</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yönetilen fiyatlar ve vergi ayarlamaları</li> <li>Vergi gelirleri ve kamu harcamalarındaki gelişmeler</li> <li>Orta Vadeli Program ve maliye politikası tedbirleri</li> <li>Bütçe ve kamu borç stoku göstergeleri</li> <li>Yapısal bütçe dengesi tahminleri</li> <li>Doğrudan vergilerin toplam vergiler içindeki payı</li> </ul>

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

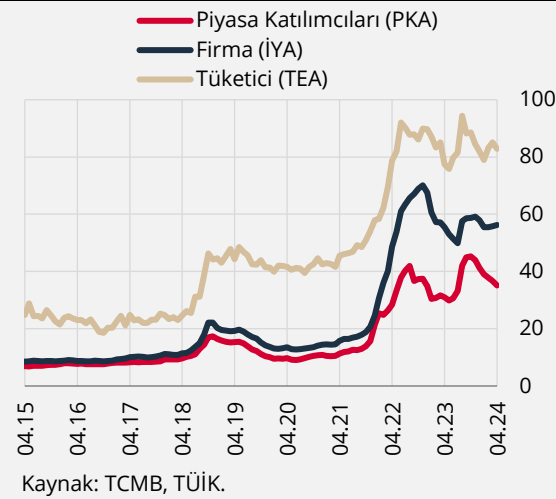
## Kutu 3.1

### Firma Enflasyon Beklentileri

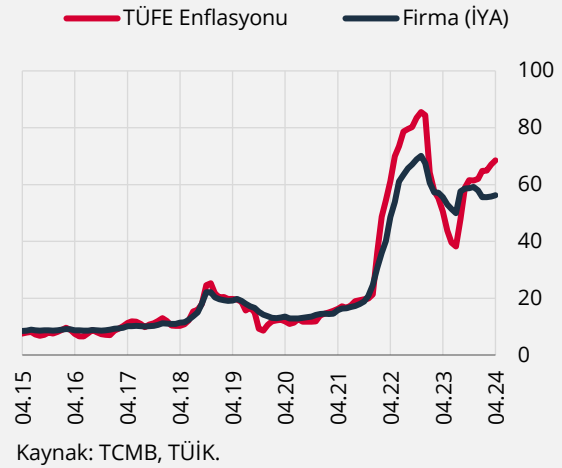
Firmaların enflasyon beklentileri, ekonomideki fiyat belirleyici rolleri nedeniyle, fiyatlama davranışlarının anlaşılmasında önemli rol oynamaktadır. Bunun yanı sıra, firmalar çalışan ücretini belirlerken stok ve yatırım stratejilerini oluştururken beklenen enflasyon oranlarını dikkate almaktadır. Bunn ve diğerleri (2022), firmaların enflasyon beklentilerindeki hata payları ile düşük karlılık ve toplam faktör verimliliğinin ilişkili olduğunu göstermiştir. Fiyat belirleme gücünü elinde tutan firmaların beklentilerinin para politikası için de önemli sonuçları olmaktadır. Örneğin, firmalar kalıcı ve yüksek enflasyon beklentisi içindeyse, kar marjlarını korumak endişesiyle fiyatları daha agresif bir şekilde artırmakta ve bunun da ekonomideki ücret seviyelerine yansımaları durumunda kendi kendini besleyen bir enflasyonist sarmal oluşturabilmektedir. Bu durum para politikası aktarım mekanizmasının etkinliğini de olumsuz etkileyebilmektedir. Bu nedenle, merkez bankaları, gelecekteki enflasyon eğilimlerinin önemli bir göstergesi olarak firmaların enflasyon beklentilerini yakından takip etmektedir. Beklentilerin çıpalanamaması ya da merkez bankasının hedefinden önemli ölçüde sapması, fiyat istikrarı hedefine ulaşmayı zorlaştırmaktadır. Bu nedenle politika yapıcılar açısından, firmaların enflasyon beklentilerine ilişkin anket verileri önemli bir bilgi değeri taşımaktadır.

Bu kutuda TCMB tarafından Türkiye’de imalat sanayinde faaliyet gösteren firmalara uygulanan İktisadi Yönelim Anketi (İYA) mikro verileri kullanılarak, firmaların TÜFE enflasyonu beklentileri analiz edilmektedir. Bu çerçevede, ilk olarak firma bazındaki beklentilerin ortalaması piyasa katılımcıları ve tüketicilerin enflasyon beklentileri ile karşılaştırılmakta, sonrasında ise firmaların enflasyon beklentilerini ifade ederken belirli sayılara yuvarlama yapma davranışı üzerinden enflasyon belirsizliği incelenmektedir. İYA’da firmalara “gelecek on iki aylık dönem sonu itibarıyla yıllık tüketici fiyatları enflasyonu beklentileri” sorulmaktadır.<sup>1</sup> Grafik 1’de söz konusu soruya verilen cevaplar kullanılarak hesaplanan firma enflasyon beklentisinin sektör ağırlıklı ortalama değerleri, Piyasa Katılımcıları Anketi (PKA) ve Tüketici Eğilim Anketi (TEA) enflasyon beklentilerinin uygun ortalamaları ile karşılaştırılmıştır.

**Grafik 1: İYA, TEA ve PKA 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri (%)**



**Grafik 2: Firma (İYA) 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri ve TÜFE Enflasyonu (%)**



<sup>1</sup> Firmaların TÜFE enflasyonu beklentilerine ilişkin veriler kamuya açıklanmamakta, ancak TCMB tarafından iç politika kullanımı için düzenli olarak toplanmaktadır. İYA’da ayrıca firmalara “gelecek on iki aylık dönem sonu itibarıyla, yıllık üretici fiyatları enflasyonu beklentileri” de sorulmaktadır. Diğer ekonomik birimlerin üretici fiyatlarına ilişkin beklentilerinin bulunmaması nedeniyle bu çalışmada tüketici enflasyonu beklentilerine odaklanılmıştır.

Enflasyon Raporu 2024-I Kutu 3.3'te incelenen tüketici enflasyon beklentileri ile karşılaştırıldığında, firmaların 2021 yılı sonuna kadar piyasa katılımcılarının daha benzer enflasyon tahminleri verdiği görülmektedir. Enflasyon ve döviz kurunun hızlı yükseliş gösterdiği 2021 yılı son çeyreğinden sonraki dönemde ise firmalar ile piyasa katılımcıları beklentileri arasındaki uyum bozulmuş ve firma enflasyon beklentilerindeki bozulma, tüketici ve profesyonellerin beklentilerindeki bozulmaya nazaran daha belirgin olmuştur. Son dönem enflasyon beklentileri incelendiğinde; 2023 yılı Haziran ve Temmuz aylarındaki döviz kuru gelişmeleri tüm ekonomik birimlerin beklentilerinde artışa neden olurken bu artış firmalarda görece daha sınırlı kalmıştır. Öte yandan, 2023 yılının ikinci yarısında başlayan parasal sıkılaştırma sonrası firma enflasyon beklentilerindeki düzelmeye tüketici ve piyasa katılımcılarında kadar güçlü olmadığı görülmektedir. Firmaların enflasyon beklentileri ile enflasyon gerçekleştirmeleri karşılaştırıldığında ise firmaların gelecek dönem tüketici enflasyon tahminlerini belirlerken geçmişe endeksleme eğiliminin belirgin olduğu ve önceki ayın gerçekleşmiş yıllık TÜFE enflasyonuna hassasiyetin yüksek olduğu görülmektedir (Grafik 2). 2021 yıl sonunda enflasyondaki yükseliş ile bu yakın ilişki zayıflamakla birlikte firmalar tüketici enflasyonu beklentilerini diğer ekonomik aktörlere kıyasla enflasyon gerçekleştirmelerine daha yakın seviyelerde oluşturmaktadır. Ancak son dönemde yıllık TÜFE enflasyonundaki artışa rağmen firma beklentilerinin yatay seyretmesi olumlu bir gelişme olarak öne çıkmaktadır.

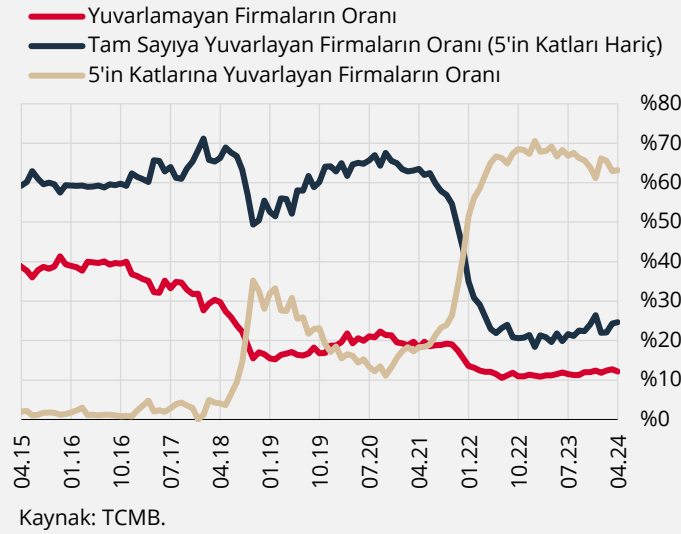
ER 2024-I Kutu 3.3'te tüketici enflasyon beklentilerindeki yuvarlama etkisi incelenmişti. Benzer şekilde, bu kutuda da İYA'da paylaşılan tüketici enflasyonu beklentilerinde firmaların tahminlerini ifade etmek için kesinlikten uzak ve yakınındaki diğer sayıları da kapsayabilecek yaklaşık bir sayı verme eğiliminde olup olmadıkları incelenmiştir. Binder (2017), çalışmasında tüketicilerin ankete verdiği enflasyon beklentisindeki yuvarlama etkisini enflasyon belirsizliğiyle ilişkilendirerek mikro düzeyde ve zaman serisi boyutunda belirsizliği ölçen bir metot ortaya koymuştur. Çalışmada, ankete katılan her tüketicinin enflasyon beklentisinin öznel olasılık dağılımından geldiği ve belirli bir seviyenin üzerinde belirsizliğe sahip tüketicilerin enflasyon tahminlerini 5'in katlarına yuvarladığı varsayılmıştır. Böylece anket katılımcılarının belirsizlik seviyeleri olasılıksal olarak hesaplanabilmekte, ayrıca her ay için tahminini yuvarlayan katılımcıların oranı tahmin edilebilmektedir. Düşük ve yüksek belirsizlik gruplarındaki tüketicilerin öznel olasılık kütle dağılım fonksiyonları aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$\Phi_t^d = P(\pi_{it}^e = j | i = \text{Düşük Belirsizlik}) = \int_{f_{\min(j)}^d}^{f_{\max(j)}^d} p_d(\pi_{it}^e, \theta^d) dx, \quad j \in S_d$$

$$\Phi_t^y = P(\pi_{it}^e = j | i = \text{Yüksek Belirsizlik}) = \int_{f_{\min(j)}^y}^{f_{\max(j)}^y} p_y(\pi_{it}^e, \theta^y) dx, \quad j \in S_y$$

Herhangi bir  $t$  anında  $i$  tüketicisi için,  $\Phi_t^d$  ve  $\Phi_t^y$  sırasıyla düşük ve yüksek belirsizliklere ait olasılık dağılım kütle fonksiyonunu,  $\pi_{it}^e$   $i$  tüketicisinin enflasyon beklentisini ifade etmektedir.  $S_d$  ve  $S_y$  ilgili belirsizlik grupları için cevap setini,  $S_d = \{1, 2, 3, 4, 5, \dots\}$  ve  $S_y = \{5, 10, 15, \dots\}$ , göstermektedir.  $f_{\min(j)}$  ve  $f_{\max(j)}$  ise ilgili belirsizlik grupları için verilebilecek en düşük ve en yüksek tahmin değerleri için kullanılmaktadır. Son olarak,  $p_d$  ve  $p_y$  olasılık dağılım fonksiyonunu,  $\theta = \{\theta^d, \theta^y\}$  ise dağılıma ait parametre setini ifade etmektedir. Her 5'in katı tahmin veren katılımcı tahminini 5'e yuvarlamadığı için, 5 ve 5'in katı tahmin veren tüketicilerin hangi grupta olduğu doğrudan gözlenmemektedir. Buna bağlı olarak, her ay katılımcıların tahminleri  $\Phi_t = (1 - \lambda_t)\Phi_t^d + \lambda_t\Phi_t^y$  iki karışımli olasılık dağılımından (mixture probability distribution) gelmektedir. Bu denklemde  $\lambda$  parametresi 5'in katlarına yuvarlayan, yani yüksek enflasyon beklentisi belirsizliğine sahip tüketicilerin oranını vermektedir. Karışımli olasılık dağılımı fonksiyonuna ait parametrelerin,  $\lambda$  ve  $\theta$ , en büyük olabilirlik (maximum likelihood) kestirimleri beklenti maksimizasyonu (Expectation-Maximization) yöntemiyle tahmin edilmiştir. Kısaca, burada 5 ve 5'in katı şeklinde cevap verenlerin içinden yuvarlama davranışında bulunanların oranı tahmin edilmektedir.

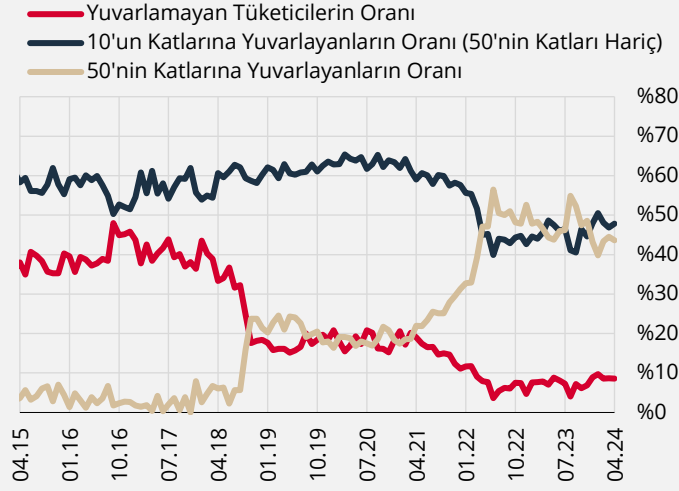
Binder'in (2017) yöntemi tüketicilerin yanı sıra farklı kesimlerin enflasyon beklentilerinin ölçüldüğü anket sonuçlarına da uygulanmaktadır (Clements, 2020). Bu kutuda da İYA'da yer alan firma beklentilerindeki yuvarlama etkisi tahmin edilmiştir. Binder (2017) çalışmasından farklı olarak, firmalar iki farklı belirsizlik grubu yerine ondalık sayı tahmin verenler (yuvarlamayanlar), tam sayıya yuvarlayanlar (5'in katları hariç) ve 5'in katına yuvarlayanlar olarak 3 farklı grupta incelenmiştir. Böylece, düşük, orta ve yüksek enflasyon belirsizliğine sahip firmaların oranı tahmin edilmiştir.

**Grafik 3: Firmaların Yuvarlama Davranışı (%)**

Firma enflasyon beklentilerindeki belirsizlik, yuvarlama davranışı üzerinden incelendiğinde (Grafik 3), düşük belirsizliğe sahip yuvarlama yapmayanların (ondalık sayı tahmin edenler) oranı enflasyon oranlarında hızlı yükselişin yaşandığı 2018 ve 2021 yıllarında kalıcı olarak gerilemiştir. Öte yandan, yüksek enflasyon belirsizliğine sahip grubun (5'in katlarına yuvarlayanlar) payı 2018 yılının ikinci yarısında yüzde 15'ten yüzde 35'e yükselmiştir. 2018 yılındaki parasal sıkılaştırmanın ardından gelen dezenflasyon süreci ve enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin etkisiyle bu grubun payında iyileşme gözlenmiş ve 2019 yılında yüzde 20 seviyesine kadar gerilemiştir. 2021 yılı son çeyreğinden itibaren ise enflasyondaki artışla paralel olarak yüksek belirsizliğe sahip firmaların payı yükselişini sürdürmüş, 2023 yılı başında yüzde 71 seviyelerine ulaşmıştır. Son dönemde gözlenen ılımlı düşüşün ardından yüzde 63 seviyesine ulaşan bu grubun payı yüksek seviyelerini sürdürmektedir.

Farklı kesimlerin enflasyon beklentilerini karşılaştırmak amacıyla aynı yöntem Tüketici Eğilim Anketi'nden elde edilen tüketici enflasyon beklentilerine de uygulanmıştır. Tüketiciler daha yuvarlak sayıları tercih etmekte, bu açıdan aslında keskin bir şekilde enflasyon tahmin değerini vermekten ziyade yuvarlak bir rakam ile daha 'kategorik' olarak adlandırılabilir şekilde tahmin değeri söylemektedirler. Bu daha az keskin tahmin değerlerini incelemek için, tüketici beklentilerindeki yuvarlama etkisi mikro veride yaygın olarak gözlenen 10'un katları (50'nin katları hariç) ve 50'nin katları üzerinden hesaplanmıştır. Burada, düşük, orta ve yüksek belirsizliğe sahip tüketicilerin sırasıyla tam sayılara (10'un katları hariç), 10'un katlarına (50'nin katları hariç) ve 50'nin katlarına yuvarladıkları varsayılmıştır. Grafik 4'de gösterilen bu üç gruba ait payların seyri firma beklentilerindeki görünüme benzer şekilde 2021 yılı sonrasında yüksek belirsizlik grubunda artış olduğu, ancak geçtiğimiz dönemdeki son aylarda yüksek seviyesini korusa da bu grubun payında bir azalış olduğu dikkat çekmektedir. Ancak, firmalardan farklı olarak tüketicilerin tahminlerini daha yüksek değerlerin katlarına yuvarladıkları görülmektedir. Bu durum, enflasyonun seviyesinden bağımsız olarak, tüketicilerin enflasyon tahminlerini kesinlikten uzak ve tüketim sepetindeki yüksek fiyat artışı görülen ürünleri de kapsayacak şekilde daha geniş bir aralıkta ifade ettiklerini göstermektedir.



**Grafik 4: Tüketicilerin Yuvarlama Davranışı (%)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Bu kutuda, firma enflasyon beklentileri incelenmiş, enflasyon beklentilerine ilişkin belirsizlikler Binder (2017) çalışmasında sunulan yöntem geliştirilerek tahmin edilmiştir. Tüketici beklentilerinde var olan yuvarlama davranışının firma beklentilerinde daha düşük kat değerlerine de olsa (50'nin katları yerine 5'in katları) gözlendiği değerlendirilmektedir. Ayrıca, her iki kesim için de enflasyon beklentilerinin hem seviyesi hem belirsizliğinin seyri dezenflasyon süreci için istenilen düzeye gelmemiştir. TCMB, iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini mikro veriler üzerinden yakından takip etmeye devam edecektir.

#### Kaynakça

Binder, C. C. (2017). "Measuring uncertainty based on rounding: New method and application to inflation expectations". *Journal of Monetary Economics*, vol. 90(C), pages 1-12.

Bunn, P., Anayi, Lena., Bloom, Nicholas., Mizen, Paul., Thwaites, Greg., Yotzov, Ivan. (2022). "Firming up price inflation". NBER Working Paper No. w30505.

Clements, M. P. (2021). "Rounding behaviour of professional macro-forecasters". *International Journal of Forecasting*, 37(4), 1614-1631.

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