

# ENFLASYON RAPORU

2024-III

8 Ağustos 2024



## İçindekiler

<b>1. Genel Değerlendirme</b> .....	<b>1</b>
1.1 Para Politikası Kararları.....	3
<b>2. Ekonomik Görünüm</b> .....	<b>11</b>
2.1 Küresel Ekonomi.....	11
2.2 Finansal Koşullar.....	14
2.3 İktisadi Faaliyet.....	21
2.4 Enflasyon.....	30
<b>3. Orta Vadeli Öngörüler</b> .....	<b>52</b>
3.1 Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar.....	52
3.2 Orta Vadeli Görünüm.....	54
3.3 Enflasyon Tahminleri Üzerindeki Temel Riskler ve Olası Etki Kanalları.....	56
<b>Kutular</b> .....	
<b>Kutu 1.1</b> Türk Lirası Likidite Gelişmeleri ve Sterilizasyon Araçları.....	<b>6</b>
<b>Kutu 2.1</b> Reel Sektör Enflasyon Beklentileri ve Kredi Davranışı.....	<b>40</b>
<b>Kutu 2.2</b> Firma Görüşmelerinden Elde Edilen Bulgular.....	<b>45</b>
<b>Kutu 2.3</b> Firma Düzeyinde Verilerle Kredi ve İhracat İlişkisi.....	<b>49</b>
<b>Kutu 3.1</b> Sektörel Enflasyon Beklentilerinin Belirleyicileri.....	<b>60</b>

# 1.Genel Değerlendirme

**Küresel ölçekte dezenflasyon süreci devam ederken enflasyon birçok ülkede hedef oranlara yaklaşmayı sürdürmüştür.** Son dönem verileri işgücü piyasalarında arz ve talep uyumunun arttığına ve hizmet sektöründeki fiyat katılıklarının zayıflamaya başladığına işaret etmektedir. Bu görünüm çerçevesinde, Avrupa Merkez Bankası (ECB) başta olmak üzere bazı gelişmiş ülke merkez bankaları faiz indirim süreçlerini başlatmışlardır. ABD'de mayıs ve haziran enflasyon verileri hizmet enflasyonu ana eğiliminde belirgin bir düşüşe işaret etmektedir. Olumlu enflasyon görünümü, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) temmuz toplantısı sonrası yaptığı açıklamalar ve son açıklanan işgücü piyasası verileri eylül ayında ilk faiz indiriminin gerçekleşeceği yönündeki beklentileri güçlendirmiştir. Gelişmiş ülkelerin genelinde daha hızlı indirim patikaları fiyatlanmaya başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin bir kısmında faiz indirimleri sürerken gerek enflasyonun gerekse politika faizlerinin tarihsel ortalamalara yaklaşması ile bazı merkez bankaları faiz indirimlerine ara vermiş veya indirim hızını düşürmüşlerdir. İlimli büyüme görünümü ile birlikte dezenflasyon sürecinde gelinen aşama, merkez bankalarının önümüzdeki dönemde de parasal sıklığı azaltma yönünde adımlar atabileceklerine işaret etmektedir. Bununla birlikte, son dönemde Orta Doğu kaynaklı artan jeopolitik riskler ve seçim süreçlerinin neden olabileceği politika belirsizlikleri gibi faktörler, enflasyondaki katılıkları tekrar güçlendirme potansiyeline sahiptir. Bu nedenle, merkez bankalarının indirim süreçlerini temkinli götürecekleri yönündeki iletişimleri devam etmektedir.

**Mevcut Enflasyon Raporu döneminde küresel risk iştahı uzun süre olumlu seyretmiş, ancak temmuz ortalarından itibaren jeopolitik gelişmelerin yanı sıra Fed'in faiz indirim sürecinde temkinli hareket edeceğine ilişkin açıklamaları ve Japonya merkez bankasının faiz artırımını nedeniyle hızlı bir bozulma kaydetmiştir.** Temmuz sonunda Japonya merkez bankasının faiz artırım kararının ardından küresel bir satış dalgası oluşmuş ve gelişmekte olan ülke risk primleri hızla yükselmiştir. Türkiye'nin risk primi de bu kapsamda haziran ve temmuz ayları boyunca seyrettiği 260 baz puan düzeylerinden 290 baz puan seviyesine yükselirken Rapor dönemi göz önüne alındığında artış daha sınırlı olmuştur. Aynı zamanda, Türk lirasının kur oynaklığı kısa vadede dalgalı bir seyir izlemiş, uzun vadeli oynaklıklar ise artışını sürdürmüştür. TCMB brüt uluslararası rezervleri 26 Temmuz itibarıyla 148 milyar ABD doları seviyesine yükselirken TCMB swap fonlaması Rapor döneminde 36,8 milyar ABD doları gerilemiş, swap hariç net rezervlerdeki iyileşme ise 63,3 milyar ABD doları düzeyinde olmuştur. Kısa vadeli DİBS getirileri gerileme eğilimini sürdürürken orta ve uzun vadelerdeki yatay seyir devam etmiştir.

**Para politikası kararları ve parasal sıkılaşma sürecini destekleyen diğer adımların sonucunda kredi büyümesindeki yavaşlama belirginleşmiştir.** Bir önceki Enflasyon Raporu döneminden bu yana, Türk lirası mevduatın payının artırılmasına yönelik düzenlemeler ile parasal aktarımı desteklemeye yönelik diğer makroihtiyati kararlar, parasal sıklığın talep koşullarına aktarımını güçlendirmiş ve bankacılık sisteminin fonlama kompozisyonunu iyileştirmeye devam etmiştir. Mevcut Rapor döneminde, yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin TL varlıklara yönelimiyle piyasada oluşan likidite fazlası, Dövizden Dönüşümlü KKM hesaplarından TL mevduata geçen hesaplarda faiz oranlarının belirgin şekilde düşmesi ve iyileşen enflasyon ve kur beklentilerini bankaların mevduat fiyatlamalarına yansıtmaları sonucunda mevduat faiz oranları bir miktar gerilemiştir. Mevduat faiz oranlarındaki gerileme ve zayıflayan TL kredi talebi, TL kredi faiz oranlarına da yansımıştır. Ancak, piyasada oluşan likidite fazlasının zorunlu karşılıklar yoluyla ters repo ve depo araçlarına kıyasla daha uzun vadeli sterilize edilmesi sonucunda TL mevduat faizlerine bu kanaldan gelen gerileme baskısı durmuştur. Mevcut Rapor döneminde, kur korumalı hesaplardaki azalma yavaşlayarak devam ederken, Türk lirasının toplam mevduat içindeki payı yükselişini sürdürmüş ve yıl sonu hedefimiz olan yüzde 50'yi aşmıştır. Ticari kredilerde, TL kredi büyümesindeki yavaşlama belirginleşirken, arz ve talep yönlü dinamiklerin desteği ile YP ticari krediler ivmelenmiştir. Ancak, mayıs ayında yapılan düzenleme ile YP kredilere aylık büyüme sınırı getirilmiş, sınırın aşılması durumunda TL cinsinden bloke olarak tutulacak zorunlu karşılık yükümlülüğü uygulamasına gidilmiştir. Aylık büyüme sınırı, temmuz ayında daha da daraltıcı olacak şekilde güncellenmiş ve söz konusu düzenlemelerin etkisiyle YP ticari kredi büyümesi yavaşlamıştır. Böylece reel sektörün aşırı kur riski almasının engellenmesi de amaçlanmıştır.

**Yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet güçlü seyretmiştir.** Söz konusu çeyrekte, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), yıllık bazda yüzde 5,7 oranında artarken çeyreklik bazda büyüme yüzde 2,4 oranında gerçekleşerek iktisadi faaliyette ivmelenmeye işaret etmiştir. Harcamalar yönünden bakıldığında, ilk çeyrekte özel tüketimin büyümeye yıllık bazdaki katkısı yüksek seyretmekle birlikte azalmıştır. Diğer taraftan, net ihracat 2022 yılının üçüncü çeyreğinden bu yana ilk kez yıllık büyümeye pozitif katkı vermiştir. Üretim yönünden ise yıllık büyümenin temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam etmiştir.

**Yılın ikinci çeyreğine ilişkin göstergeler, yurt içi talebin, halen enflasyonist düzeyde olmakla birlikte, yavaşladığına işaret etmektedir.** Bu dönemde hem perakende hem de ticaret satış hacim endeksi çeyreklik bazda düşüş kaydederken, söz konusu düşüş ticaret satış hacim endeksinde daha yüksek oranlı olmuştur. Hizmet üretim endeksi, mayıs ayı itibarıyla ikinci çeyrekte yüzde 0,5 oranında sınırlı azalış kaydetmiştir. İkinci çeyrekte imalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, iç piyasa siparişlerinde çeyreklik bazda düşüş olduğunu göstermektedir. Firma görüşmelerinden edinilen tüketim harcamalarına ilişkin tespitler de iç talepte yavaşlamaya işaret etmektedir. Diğer yandan, ikinci çeyrekte iki bayram tatili ve bunlarla bağlantılı idari izinler kaynaklı köprü günlerinin yer alması, talepteki yavaşlamanın seviyesi hakkında net bir görüntü alınmasını zorlaştırmaktadır. Kartla yapılan harcamalar nisan ayında azalırken, mayıs-haziran dönemi dâhil edildiğinde, çeyreklik bazda belirgin şekilde hız kesmekle birlikte, artışın sürdüğü gözlenmiştir. Bunun yanında, kartla yapılan harcamalarda, özellikle ihtiyari olarak sınıflandırılacak gruptaki harcamaların azalmaya başladığı izlenmektedir (Mercek Altı 2.2). Beyaz eşya ve otomobil satışları çeyreklik bazda kayda değer düşüş kaydetse de tarihsel eğilimlerin üzerindeki seyirlerini sürdürmüştür. Benzer şekilde, mevsimsellikten arındırılmış olarak tüketim malı ithalatı, mayıs-haziran döneminde azalmakla birlikte halen seviye olarak bir önceki yıl ortalamasının üzerinde kalmıştır. Üretim tarafına bakıldığında ise, mayıs itibarıyla sanayi üretiminin çeyreklik bazda düştüğü gözlenmektedir. Tipik olarak yüksek oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında ve iki bayram ile bağlantılı köprü günü etkileri de göz önüne alındığında, ikinci çeyrekte sanayi üretimindeki düşüşün genel endeksin ima ettiğinden daha az olduğu değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam ikinci çeyrekte artışını sürdürerek diğer talep ve üretim göstergelerinin genelinden ayrılmıştır. Bununla birlikte, âtil işgücü oranının mayıs ayı itibarıyla çeyreklik olarak 1,2 puan artması ve halihazırdaki yüksek seviyesi göz önünde bulundurulduğunda, işgücü piyasasının, ana göstergelerin ima ettiği ölçüde güçlü olmayabileceği değerlendirilmektedir. Ücret gelişmelerine bakıldığında yılın ilk çeyreğinde reel birim ücretlerin arttığı gözlenmektedir. Buna karşılık, yurt içi talepte gözlenmeye başlayan dengelenmenin devamı ile, yılın geri kalanında reel birim ücretlerin dezenflasyon sürecine katkı vereceği değerlendirilmektedir.

**Cari işlemler dengesi yıllık bazda iyileşmeye devam ederken, çeyreklik bazdaki iyileşme eğilimi, hizmetler dengesindeki güçlü görünüme karşın, dış ticaret açığındaki artışın etkisiyle duraksamıştır.** Yılın ikinci çeyreğinde, ithalatta ihracattakine kıyasla daha fazla artış gerçekleşmesi sonucunda dış ticaret açığı çeyreklik bazda yükselmiştir. Bu dönemde ihracat iklimindeki iyileşmeyle birlikte dış talep koşulları destekleyici olmuştur. Bu sayede, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak altın hariç ihracat artarken, ikinci çeyrekte yer alan iki bayram tatili ile bağlantılı köprü günleri ve İsrail ile yapılan ticaretin sonlandırılması bu artışı sınırlayan unsurlar arasında yer almıştır. Altın ihracatı ise ilk çeyreğe kıyasla yükselerek toplam ihracatın çeyreklik bazdaki artışında rol oynamıştır. İthalat tarafında, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ithalat ikinci çeyrekte artış kaydetmiştir. Çeyreklik artışa en yüksek katkılar tüketim ve ara malı ithalatından gelmiştir. Altın ithalatı ve mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış enerji ithalatındaki artışlar ise sınırlı olmuştur. Nisan ve haziran aylarına denk gelen bayramlar ve bağlantılı köprü günü kaynaklı takvim etkileri dış ticaret göstergelerinin seyrinde oynaklığa neden olsa da özellikle altın ve tüketim malları ithalatında mayıs ve haziran aylarında izlenen düşüş eğilimi dikkat çekmektedir. Bunlara ek olarak, mayıs ayı itibarıyla dış ticaret hadlerinin yataya yakın seyretmesi dış ticaret dengesine katkı verirken, birkaç çeyrektir izlenen dış ticaret miktarlarındaki dengelenme süreci yılın ikinci çeyreğinde ithalat miktarındaki artışla beraber duraksamıştır. İthalat miktarındaki artışa tüm ana mal gruplarının katkı verdiği görülürken, tüketim malı ithalat miktarındaki artış diğer gruplara kıyasla daha güçlü gerçekleşmiştir. Hizmetler dengesindeki olumlu seyir, seyahat gelirlerinin katkısıyla güçlenerek sürmüştür. Finansman tarafında, portföy yatırımlarının ağırlığı artarken ikinci çeyrekte net hata ve noksan kaleminde giriş gözlenmiş ve rezervler artmıştır. Temmuz ayına ilişkin geçici dış ticaret verileri, ihracattaki yatay seyre karşın ithalat azalışı kaynaklı olarak dış ticaret dengesinde iyileşmeye işaret etmektedir.

**Tüketici enflasyonu 2024 yılı temmuz ayını yüzde 61,8 ile bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının içinde tamamlamıştır.** Yılın ilk aylarında artış eğiliminde olan küresel emtia fiyatları nisan ayı sonlarından itibaren gerilemeye başlamış ve ikinci çeyrek genelinde belirgin bir değişiklik sergilememiştir. Bu dönemde nominal döviz kuru ılımlı bir seyir izlemiş, Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasında seyrederek küresel arz koşulları kaynaklı dikkate değer bir baskı olmadığına işaret etmiştir. Bu gelişmeler neticesinde, ikinci çeyrekte tüketici enflasyonu üzerinde üretici fiyatları kaynaklı baskılar zayıflamıştır. Yılın ilk çeyreğinde güç kazanan toplam talep koşullarının ikinci çeyrekte zayıfladığı ancak enflasyonist düzeylerde olduğu tahmin edilmektedir. Yıl sonu enflasyon beklentileri gerilemekle birlikte halen bir önceki Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde seyretmektedir. 12 ve 24 ay sonrası enflasyon

beklentilerinde ise gerileme daha belirgin olmuştur. Geçmiş enflasyona endeksleme davranışı güçlü olan hizmetler sektöründe, ataleti yüksek olan kira kalemi öne çıkmaya devam etmiştir. Hizmetler sektörü, manşet enflasyondaki katılığa neden olan ana grup olmuş, sektör yayılım endeksi yüksek seyrini büyük ölçüde korumuştur. Türk lirasındaki gelişmeler ve iç talep koşullarının da etkisiyle temel mal grubu fiyat artışları dönem boyunca sınırlı gerçekleşmiştir. Gıda enflasyonu tarafında önceki Rapor döneminde kırmızı et fiyatlarında gözlenen belirgin yükselişler yakın dönemde yerini düşüşe bırakırken, haziran ve temmuz aylarında taze meyve ve sebze fiyatları tarihsel ortalamalarının üzerinde artmıştır. İkinci çeyrekte, enerji fiyatlarının seyrinde doğal gazda ilk 25 metre küpün bedelsiz olarak kullanılması uygulamasının sona ermesinin etkisi öne çıkmış, enerji fiyatları temmuz ayında elektrik fiyat tarifelerindeki artışın yanında, akaryakıt ve tüp gazdaki otomatik vergi ayarlamalarının yansımalarıyla belirgin şekilde artmıştır. Ocak ayındaki yükselişin ardından yavaşlamaya başlayan enflasyonun ana eğiliminde haziran ayındaki olumlu seyir sonrasında, vergi ve yönetilen/yönlendirilen fiyat gelişmelerinin de etkisiyle temmuz ayında sınırlı bir artış kaydedilmiştir. Ana eğilimde temmuz ayında kesintiye uğrayan yavaşlamanın yeniden tesis edileceği ve ana eğilim göstergelerinde yılın geri kalanında daha ılımlı bir seyrin hâkim olacağı öngörülmektedir.

**Enflasyonun 2024 yılı sonunda yüzde 38 olarak gerçekleşeceği, 2025 yılı sonunda ise yüzde 14 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir.** Yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesiyle 2024 ve 2025 yıl sonu enflasyon tahminleri korunmuştur. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin açıklanan veriler, talepteki yavaşlamanın bir önceki Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha sınırlı kaldığına işaret etmektedir. Enflasyonun ana eğilimindeki gerileme öngörülerle uyumlu gerçekleşirken enflasyon beklentilerindeki gerileme ise öngörülenden daha yavaş olmuştur. Bu çerçevede, söz konusu unsurlar, enflasyon tahminlerini yukarı yönlü etkilemiştir. Diğer yandan, yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin Türk lirası finansal varlıklara talebiyle Türk lirasında görülen ılımlı seyir ve ithalat fiyatları ile yönetilen-yönlendirilen fiyatlara ilişkin varsayımların aşağı yönlü güncellenmesi yıl sonu enflasyon tahminini azaltıcı etkide bulunmuştur. Orta vadeli tahminler üretilirken enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ve ekonomi politikaları arasındaki eş güdümün korunacağı bir görünüm esas alınmıştır.

**Haziran ayında başlayan dezenflasyon sürecinin önümüzdeki dönemde güçlenerek devam edeceği öngörülmektedir.** Mart ayında politika faizinde yapılan güçlü artış ve ilave makroihtiyati tedbirlerin etkisiyle finansal koşullarda oluşan sıkılık, sonraki dönemde para politikası aktarımını destekleyici adımların katkısıyla sürmüştür. Atılan politika adımlarının gecikmeli etkileri de dikkate alındığında, para politikasındaki sıkı duruşun korunması ve finansal koşullardaki sıkılaşımla beraber talep koşullarında görülen yavaşlamanın önümüzdeki dönemde belirginleşeceği tahmin edilmektedir. Tahminler oluşturulurken aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sıkı kalacak bir para politikası duruşu baz 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. Para politikasındaki kararlı duruşun; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinin düzelmesiyle enflasyonun ana eğilimindeki düşüşü destekleyeceği öngörülmektedir. Tüm bu unsurların önümüzdeki dönemde dezenflasyonun güçlenmesine katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

## 1.1 Para Politikası Kararları

**TCMB, mayıs-temmuz döneminde, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerini de göz önünde bulundurarak politika faizini sabit tutmuştur.** Aylık enflasyonun ana eğiliminde nisan ayında gözlenen zayıflama mayıs ayında geçici bir kesintiye uğramıştır. Sonrasında haziran ayında beklentilerin üzerinde düşen ana eğilim yerini temmuz ayında sınırlı ve geçici bir yükselişe bırakmıştır. Yakın döneme ilişkin göstergeler yurt içi talebin, halen enflasyonist düzeyde olmakla birlikte, yavaşladığını teyit etmektedir. Hizmet enflasyonundaki yüksek seyir ve katılık, enflasyon beklentileri, jeopolitik riskler ve gıda fiyatları enflasyonist baskıları canlı tutmaktadır. TCMB, enflasyon beklentileri ve fiyatlamaya davranışlarının öngörüler ile uyumunu yakından takip etmektedir.

**TCMB, politika faizini sabit tuttuğu dönemde, enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere karşı ihtiyatlı duruşunu koruduğu yönünde güçlü bir iletişim yapmıştır.** Parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki etkileri yakından izlenmektedir. TCMB, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerini de göz önünde bulundurarak mayıs-temmuz döneminde politika faizini sabit tutmakla birlikte, enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere karşı ihtiyatlı duruşunu yinelemiştir. Aylık enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir

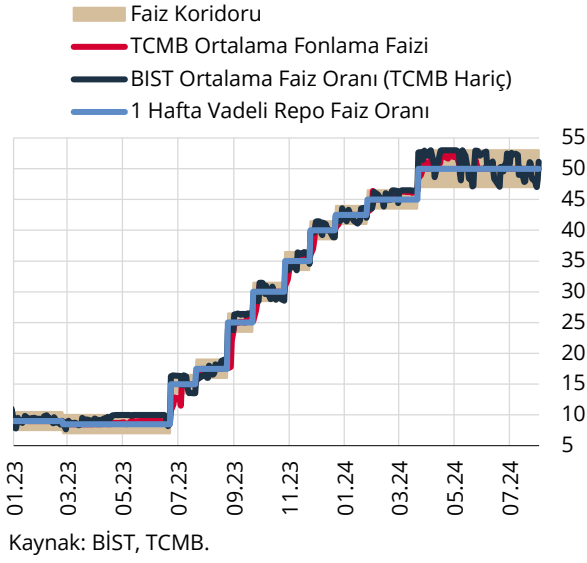
düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülen tahmin aralığına yakınsayana kadar sıkı para politikası duruşunu sürdüreceği yönündeki güçlü mesajını sürdürmüştür. Enflasyonda belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda ise para politikası duruşunun sıkılaştırılacağı vurgusu korunmuştur. Para politikasındaki kararlı duruş; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlendirme ve enflasyon beklentilerinde düzelmeye vasıtasıyla aylık enflasyonun ana eğilimini düşürecek ve dezenflasyon sürecini güçlendirecektir.

**TCMB, parasal aktarım mekanizmasını destekleyici makroihtiyati kararlar almaya devam etmiştir.** Bu kapsamda, 23 Mayıs 2024 tarihinde açıklanan değişikliklerle TL ticari kredi büyüme sınırları ile uyumu teminen yatırım kredileri ile deprem bölgesine kullandırılanlar hariç olmak üzere yabancı para kredilere aylık yüzde 2 büyüme sınırı getirilmiş ve sınırı aşan kredi tutarı kadar Türk lirası cinsinden zorunlu karşılığın bir yıl boyunca bloke olarak tesis edilmesine karar verilmiştir. Büyüme sınırı 20 Temmuz 2024 tarihinde yapılan değişikliklerle yüzde 1,5'e indirilirken yatırım kredilerine olan muafiyetin kapsamı genişletilmiştir. Ayrıca, 28 Haziran 2024 tarihinde piyasa mekanizmasının işlevselliğinin artırılması amacıyla ticari kredilerde erken kapama durumunda bankalarca uygulanabilecek azami ücretlerde değişikliğe gidilmiştir. Yapılan değişikliklerle erken kapama ücretinin, kredi faizinin seviyesi ve kalan vadesine duyarlı bir yöntemle belirlenerek ticari kredi fiyatlamalarının daha sağlıklı oluşabilmesi amaçlanmıştır. Böylece, dezenflasyon sürecine ilişkin beklentilerin uzun vadeli ticari kredi faizlerine aktarımı desteklenmiştir. TCMB, piyasa mekanizmasının işlevselliğini artırmak amacıyla makroihtiyati çerçevede yaptığı sadeleşme kapsamında 28 Haziran 2024 tarihinde yapılan düzenleme ile kaldıraç oranına göre ilave zorunlu karşılık tesisi uygulamasını sonlandırmıştır.

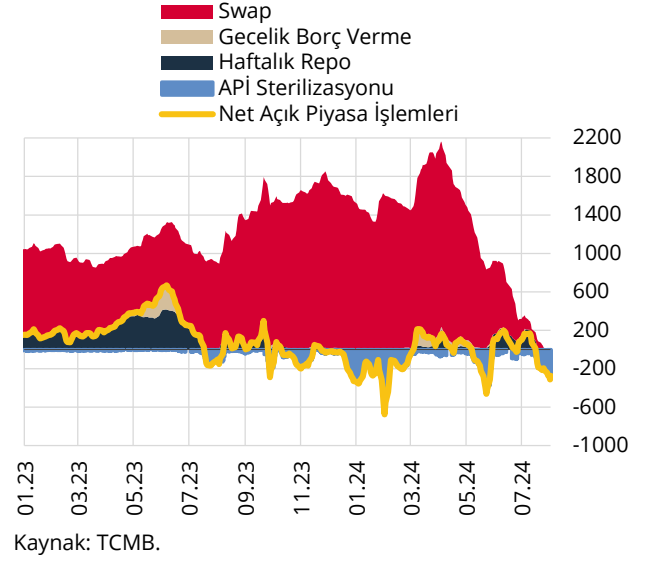
**TCMB, parasal aktarımın güçlendirilmesi amacıyla Türk lirası mevduatı destekleyen politika adımları atmaya devam etmiştir.** Bu amaca yönelik olarak 23 Mayıs 2024 tarihinde açıklanan değişikliklerle Türk lirası mevduat/katılım fonu hesaplarının; kısa vadeli olanlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları yüzde 8'den yüzde 12'ye çıkarılmış; uzun vadeli olanlarına yüzde 8 oranında zorunlu karşılık uygulanmasına karar verilmiştir. Kur korumalı mevduat (KKM) hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranları ise, kısa vadelerde yüzde 25'ten yüzde 33'e; uzun vadelerde yüzde 10'dan yüzde 22'ye yükseltilmiştir. Diğer taraftan, zorunlu karşılık faiz ve komisyon oranlarında yapılan değişiklikler ile KKM'den TL'ye geçişe ilişkin hedef korunarak, yenileme dahil toplam hedef (yenileme ve TL'ye geçiş oranı) yüzde 75'e düşürülmüştür. Ayrıca, tüzel kişi KKM ile gerçek ve tüzel kişi YUVAM hesapları takip eden hesaplama döneminden geçerli olacak şekilde toplam hedef hesaplamasından çıkarılmış; toplam hedefin sağlanması halinde kur/fiyat koruma desteği sağlanan hesaplar için tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanan faiz veya telafi ödemesi oranı politika faiz oranının yüzde 40'ına düşürülmüştür. Buna ilaveten, 22 Temmuz 2024 tarihi itibarıyla açılacak ve yenilenecek KKM hesaplarında uygulanacak asgari faiz oranı politika faiz oranının yüzde 80'inden yüzde 70'ine indirilmiş ve bu hesaplarda ek getiri uygulaması kaldırılmıştır.

**TCMB swap stokundaki belirgin gerileme piyasada oluşan fazla likiditenin sterilize edilmesine katkı sağlamıştır.** Gecelik faiz oranları mevcut Rapor döneminde piyasadaki likidite koşullarına göre faiz koridoru içerisinde hareket etmiştir (Grafik 1.1.1). Mevcut Rapor döneminde, sistemin fonlama ihtiyacında TCMB kaynaklı döviz işlemlerinin etkisiyle kayda değer bir gerileme gözlenmiştir. Sistemdeki fazla likidite, 8-24 Mayıs döneminde TCMB'nin düzenlediği depo alım ihaleleri kanalıyla sterilize edilmiştir. Mayıs ayı PPK toplantısında, yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin Türk lirası finansal varlıklara talebiyle oluşan likidite fazlasının ilave tedbirlerle sterilize edilmesine karar verilmiştir. Bu çerçevede, Türk lirası mevduat ve KKM hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranları artırılarak sistemden yaklaşık 550 milyar TL likidite çekilmiştir. Atılan zorunlu karşılık adımının ardından net APİ kalemi tekrar pozitif düzeye geçmiş ve takip eden dönemin büyük bölümünde TCMB swap stokundaki azalış eğiliminin sürmesi ile birlikte 11 Temmuz tarihine kadar pozitif düzeylerde kalmıştır. Kamu harcamalarının etkisiyle net APİ kalemi 12 Temmuz tarihinde tekrar negatif alana geçmiş ve TCMB düzenlediği depo alım ihaleleri ile fazla likiditeyi sterilize etmeye başlamıştır. 8 Mayıs 2024 tarihi itibarıyla 1,1 trilyon TL olan swap işlemleri tutarı 2 Ağustos 2024 tarihi itibarıyla TL karşılığı döviz swap ihalesinin etkisiyle -6 milyar TL düzeyine gelmiştir. İlgili dönemde net APİ fonlaması da 8 Mayıs 2024 tarihindeki -163,7 milyar TL düzeyinden yükselerek 2 Ağustos 2024 tarihi itibarıyla -89,0 milyar TL seviyesine gelmiştir (Grafik 1.1.2). TCMB, gerektiğinde, ek depo alım ihaleleri açarak ve TL karşılığı döviz ve altın swap ihaleleri yaparak sistemde oluşan fazla likiditeyi sterilize etmektedir. Sistemdeki likidite koşulları muhtemel gelişmeler göz önünde bulundurularak yakından izlenmeye ve gerektiğinde sterilizasyon araçları ihtiyaçlar doğrultusunda çeşitlendirilerek etkin şekilde kullanılmaya devam edilecektir (Kutu 1.1).

**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)



## Kutu 1.1

### Türk Lirası Likidite Gelişmeleri ve Sterilizasyon Araçları

Merkez Bankaları açısından likidite kavramı, merkez bankalarının finansal sistemle olan işlemlerinde kullandığı, kendi bilançosu aracılığıyla ürettiği ve bankalar ve diğer finansal kuruluşların da kendi aralarındaki fon transferlerinde kullandığı parasal kavramın bir ifadesidir. Bu yönüyle, belli bir zaman diliminde, finansal sistemin merkez bankasına karşı toplam net alacağı ya da toplam net yükümlülüğü piyasadaki likiditeyi belirlemektedir.

Finansal sistemin merkez bankasından nettle alacaklı olduğu durum likidite fazlasını, merkez bankasına borçlu olduğu durum ise likidite açığını tanımlar. Merkez bankaları, para politikası çerçevesinde, bankacılık sisteminin ve finansal piyasaların etkin çalışmasını, ödeme sistemlerinin kesintisiz çalışmasını, kamu harcama ve gelir gerçekleştirmelerini sağlamak amaçlarıyla likiditeyi yönetir. Merkez bankaları uyguladıkları likidite politikalarıyla öncelikle kısa vadeli faizleri etkilemeye çalışırken, kısa vadede oluşan faizler uzun vadeli faizleri etkiler ve böylece para politikasının finansal piyasalara geçişkenliğinin sağlanması hedeflenir. Piyasadaki likidite ihtiyacının hangi maliyetlerle, hangi araçlarla ve hangi vadelerde karşılanacağı, likidite fazlası olması durumunda bunun hangi yöntemlerle sterilize edileceği likidite politikasını belirleyen temel değişkenlerdir.

Bu çerçevede, TCMB fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda parasal aktarım mekanizmasının sağlıklı işleyişini ve para piyasalarında gecelik faiz oranlarının politika faizi etrafında oluşmasını sağlamak amacıyla likidite yönetimi araçlarını etkin bir şekilde kullanmaktadır. Bu doğrultuda, likidite koşulları muhtemel gelişmeler göz önünde bulundurularak yakından izlenirken, ortaya çıkan ihtiyaçlar ve şartlara göre mevcut araçların gözden geçirilmesi önem arz etmektedir. Bu kutuda, likidite fazlasının sterilizasyonu için kullanılan araçların etkinliği ve son dönemde genişletilen araç seti değerlendirilmektedir.

#### Türk Lirası Likiditesini Etkileyen Unsurlar

Bankacılık sisteminin fonlama ihtiyacını (SFI);

- Bankaların TCMB'de zorunlu karşılıklar (ZK) kapsamında tutulan Türk lirası (TL) serbest ve bloke mevduat bakiyeleri ile emisyon hacmi değişimlerinden oluşan para tabanı gelişmeleri,
- TCMB tarafından gerçekleştirilen TL karşılığı işlemler,
- Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın (Hazine) piyasada gerçekleştirdiği TL karşılığı işlemler belirlemektedir.

Bu faktörlerin etkisiyle, sistemin fonlama ihtiyacı (SFI) yıl başındaki 1.012 milyar TL seviyesinden (likidite açığı) 31 Temmuz itibarıyla -220 milyar TL'ye (likidite fazlası) gerilemiştir. Söz konusu dönemde, ZK oranlarında yapılan değişiklikler nedeniyle 683 milyar TL, emisyon hacmindeki artış ile 182 milyar TL olmak üzere para tabanı kaynaklı toplam 865 milyar TL likidite açığı oluşmuştur. Diğer taraftan, özellikle ikinci çeyrekte yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin Türk lirası varlıklara yönelimiyle TCMB'nin net döviz pozisyonu iyileşmiş ve TCMB tarafından bu doğrultuda gerçekleştirilen işlemler sistemde likidite fazlası oluşmasına neden olmuştur (Tablo 1).

2 Ocak tarihinde açık piyasa işlemleriyle (API) net 349 milyar TL sterilizasyon yapılırken, 31 Temmuz itibarıyla 220 milyar TL sterilizasyon yapıldığı görülmektedir. Yıl başında SFI'nin pozitif olduğu dönemlerde yapılan işlemler temelde geçici likidite fazlasını sterilize ederken, SFI'nin negatif seviyelere gerilediği 12 Temmuz sonrasındaki işlemler kalıcı likidite fazlasını sterilize etmeye yöneliktir (Grafik 1).

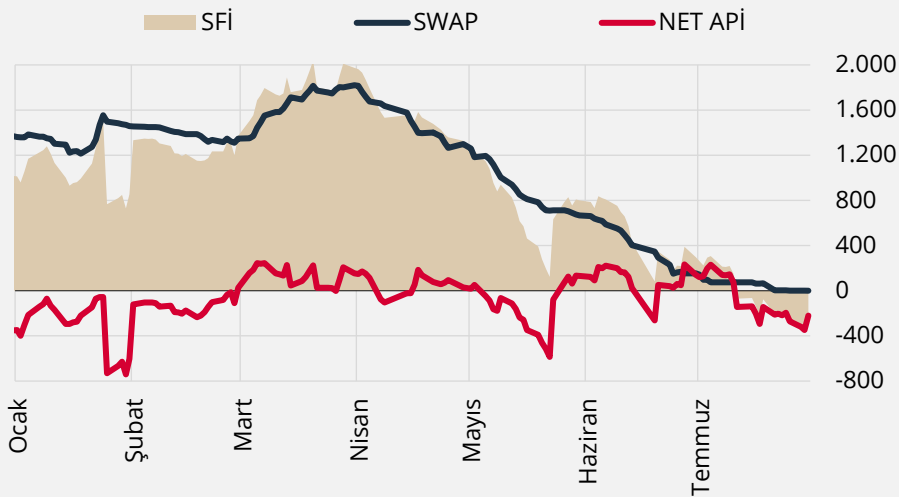


**Tablo 1: Sistemin Fonlama İhtiyacı (Milyar TL)**

	2.01.24	31.07.24	Değişim
<b>Sistemin Fonlama İhtiyacı</b>	<b>1.012</b>	<b>-220</b>	<b>-1232</b>
Net APİ	-349	-220	129
APİ Fonlama	5	5	0
Sterilizasyon	-354	-225	129
Swap İşlemleri	1.361	0	-1.361
<b>Para Tabanı</b>	<b>1.565</b>	<b>2.430</b>	<b>865</b>
Emisyon Hacmi	438	620	182
Serbest Mevduat	939	1.093	154
ZK Bloke Hesabı	188	717	529
<b>TCMB Kaynaklı İşlemler</b>			<b>-2.201</b>
<b>Kamu İşlemleri*</b>			<b>104</b>

Kaynak: TCMB.

\* TCMB'ye gerçekleştirilen itfalar dahil edilmemiştir.

**Grafik 1: Sistemin Fonlama İhtiyacı ve TCMB Fonlaması (2024, Milyar TL)**

Kaynak: TCMB.

**Likidite Seviyesi ve Dağılımı**

Yıl başında 1.361 milyar TL seviyesinde olan döviz karşılığı TL swap işlemleri, döviz alımlarıyla uyumlu olarak azaltılmış ve böylece sistemin fonlama ihtiyacı döviz alımları ile gerilerken, vadesi gelen swap işlemleri yenilenmeyerek sistemde geçici likidite fazlasının oluşmaması amaçlanmıştır. 2018 yılının son çeyreğinde başlayan TCMB tarafı döviz karşılığı TL swap işlemlerine 25 Temmuz 2024 itibarıyla son verilmiştir. Kalan işlemlerin de vadelerinin gelmesiyle 31 Temmuz tarihi itibarıyla swap işlem stoku sıfır düzeyine inmiştir<sup>1</sup>.

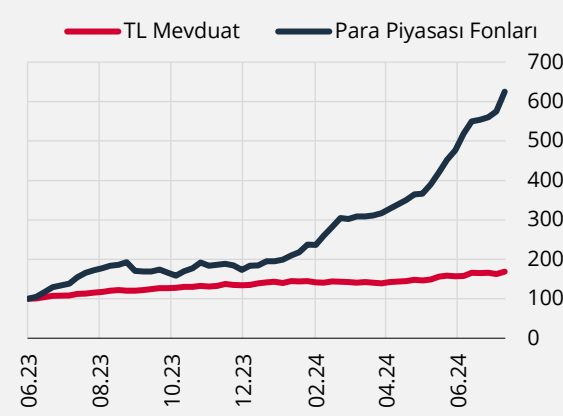
21 Aralık 2023 tarihinde, piyasada oluşan likidite fazlasının sterilize edilmesi amacıyla Türk lirası depo alım ihalelerinin düzenleneceği duyurulmuştur. Bu çerçevede, depo alım ihaleleri gerekli durumlarda geçici likidite fazlasını sterilize etmek amacıyla değişen sıklıklarda kullanılırken, 12 Temmuz itibarıyla SFİ'nin negatif seviyelere gerilemesi ve kalıcı likidite fazlasına geçilmesi ile depo alım ihalelerine tekrar başlanmıştır.

<sup>1</sup> Önümüzdeki dönemde satım yönlü altın ve döviz karşılığı swap işlemlerinin devreye alınmasıyla birlikte swap işlemleri stok seviyesinin negatif düzeylerde oluşması beklenmektedir.

Sistemin fonlama ihtiyacının negatif seviyelere gerilemesi (likidite fazlası) ile sistemdeki likidite dağılımı para politikasının etkinliği ve aktarımı açısından daha önemli hale gelmiştir. Son dönemde, TL cinsi mevduat ve para piyasası fonlarının büyüme oranlarının ayrıştığı ve yatırım tercihlerinin etkisiyle likiditenin önemli bir kısmının para piyasası fonlarında yoğunlaştığı görülmektedir. Haziran 2023'ten bu yana para piyasası fon büyüklüğü yaklaşık 5 kat artarken (Grafik 2), BIST Repo/Ters Repo Pazarında likidite fazlası olan finansal kuruluşların içinde aracı kurumların payı belirgin biçimde yükselmiştir (Grafik 3).

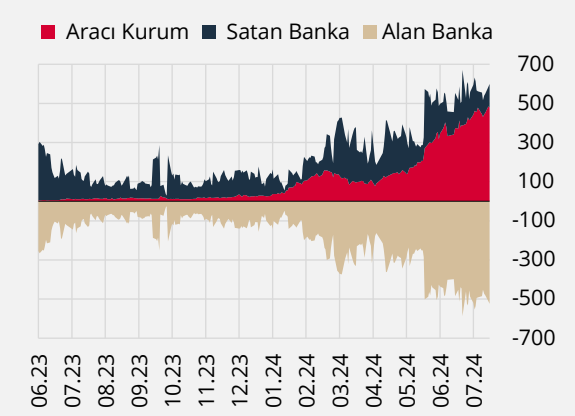
Sistemde likidite fazlası kademeli olarak artarak Bankamız net borç alıcı konuma gelirken, likidite dağılımında yakın dönem gelişmeler dikkat çekmektedir. 2024 Para Politikası Metninde de vurgulandığı üzere, likidite yönetimi genel çerçevesi, piyasadaki likidite düzeyi ve likiditenin sistem içindeki dağılımı dikkate alınarak belirlenmektedir. Bu çerçevede, öncelikle mevcut sterilizasyon araç setinin etkin kullanımı sağlanırken, ilave olarak aşağıda açıklanan araçlar devreye alınmıştır.

**Grafik 2: Mevduat ve Para Piyasası Fon Büyüklüklerinin Gelişimi** (Haziran 2023=100)



Kaynak: TCMB, TEFAS.

**Grafik 3: BIST Repo-Ters Repo Pazarı Aracı Kurum ve Banka Dağılımı** (Milyar TL)



Kaynak: BIST, TCMB.

### Mevcut Sterilizasyon Araçları

Mevcut uygulamada aktif olarak kullanılmakta olan sterilizasyon araçları Tablo 2'de belirtilmektedir. Bu çerçevede, TCMB BIST Repo/Ters Repo ve Taahhütlü İşlemler Pazarında (TİP), toplam API portföyü ile sınırlı tutarda gerek bankalar gerekse banka dışı finansal kuruluşlarla borç alma faiz oranından kotasyon yoluyla gecelik vadeli ters repo işlemleri gerçekleştirmektedir. Ayrıca, bankalar TCMB nezdindeki Bankalararası Para Piyasası'nda (BPP) gecelik vadede borç alma faiz oranından limitsiz olarak kotasyon yoluyla depo verme işlemleri yapabilmektedir. Mevcut araçlar ile BIST Repo/Ters Repo ve Taahhütlü İşlemler Pazarlarında 09.30-14.00 saatleri ve BPP'de 10.00-16.00 saatleri arasında sterilizasyon yapılabilmektedir. Kotasyon yoluyla gerçekleştirilen sterilizasyon miktarı dönemsel likidite koşullarına bağlı olarak değişmekle birlikte, Temmuz ayında günlük ortalama 40 milyar TL seviyesindedir (Grafik 4).

**Tablo 2. Mevcut Sterilizasyon Araçları**

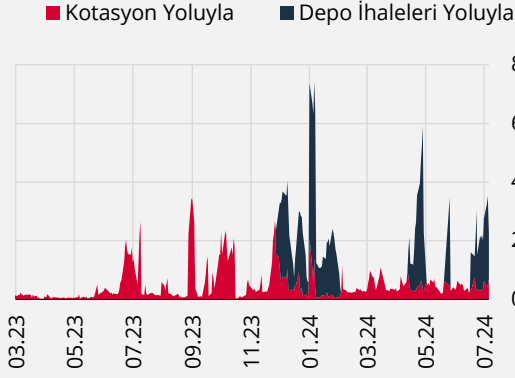
Piyasa/Araç	Faiz Oranı (%)	Vade	İşlem Saatleri	Yöntem	TCMB Limiti
BIST Ters Repo	TCMB Borç Alma	Gecelik	09.30-14.00	Kotasyon	API Portföyü <sup>a</sup>
TİP Ters Repo	TCMB Borç Alma	Gecelik	09.30-14.00	Kotasyon	API Kira Ser. Portföyü <sup>a</sup>
BPP Depo Alma	TCMB Borç Alma	Gecelik	10.00-16.00	Kotasyon	Sınırsız
TL Depo Alım İhalesi	İhale Faiz Oranı	91 güne kadar	11.00-11.30	Geleneksel İhale <sup>b</sup>	İhale Limiti-Sınırsız

<sup>a</sup> API portföyü nominal olarak 168 milyar TL DİBS ve 9 milyar TL kira sertifikasından oluşmaktadır.

<sup>b</sup> Geleneksel ihalelerde faiz oranı, ihale katılımcılarının teklifleri dikkate alınarak TCMB tarafından belirlenmektedir.

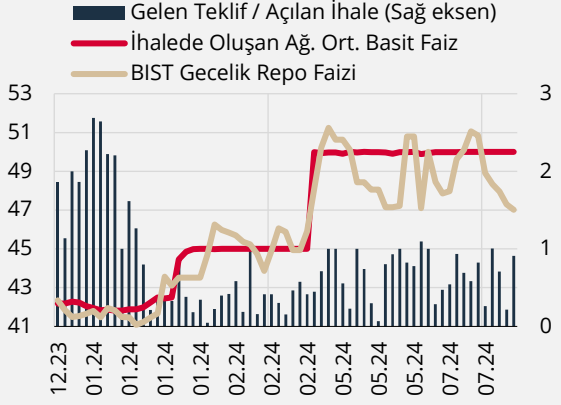
Mevcut durumda, TCMB, TL depo alım ihaleleri ile farklı vadelerde bankalardan likidite sterilizasyonu yapabilmektedir. Bu çerçevede, ihtiyaç duyulan günlerde saat 11.00-11.30 arasında depo alım ihalesi düzenlenerek bankalardan fazla likidite çekilebilmektedir. 15 Mayıs tarihinden itibaren aynı anda farklı vade ve tutarlarda birden fazla TL depo alım ihalesi düzenlenerek sterilizasyon işlemlerinin etkinliği artırılmıştır (Grafik 5). Sistemdeki likidite seviyesi itibarıyla bankalar daha çok kısa vadeli ihalelere talep gösterirken, kalıcı likidite fazlasının olası artışına bağlı olarak daha uzun vadeli açılacak olan ihalelere de talebin artabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 4: TCMB Sterilizasyon (Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5: TL Depo Alım İhaleleri (% Oran)



Kaynak: TCMB.

### İlave Sterilizasyon Araçları

Son dönemde kalıcı likidite fazlasının artması ve likiditenin dağılımındaki gelişmelere bağlı olarak mevcut sterilizasyon araçlarında, etkinlik ve çeşitliliği artırma ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda, mevcut sterilizasyon araçları gözden geçirilerek araç çerçevesi geliştirilmiştir.

Araç çerçevesi incelendiğinde bazı hususlar göze çarpmaktadır. Öncelikle, BIST Repo/Ters Repo ve Taahhütlü İşlemler Pazarında API portföy büyüklüğü ile sınırlı tutarda ters repo işlemleri yapılabilmektedir. Buna ilave olarak, BPP'de sadece API üyesi bankalarla depo işlemleri gerçekleştirilebilmektedir.

Bu nedenlerle, öncelikle mevcut likidite koşulları göz önüne alınarak vade ve araç çeşitlendirilmesi amacıyla satım yönlü altın ve döviz karşılığı TL swap ihaleleri düzenlenmesi kararlaştırılmıştır. Satım yönlü altın ve döviz karşılığı TL swap ihale duyuruları, ihale günlerinde saat 11.00'de yapılacak olup altın swap ihaleleri saat 15.00-15.30, döviz swap ihaleleri ise saat 15.00-15.15 aralığında gerçekleştirilecektir. Geleneksel yöntem ile düzenlenecek söz konusu ihalelerde faiz seviyesi katılımcıların göndereceği teklifler sonucunda belirlenecektir. İlave araçlarımız dikkate alınarak, toplam satım yönlü swap ihale tutarının sınırlı seviyede tutulması ve piyasa ihtiyaçları doğrultusunda kademeli olarak artırılması planlanmaktadır.

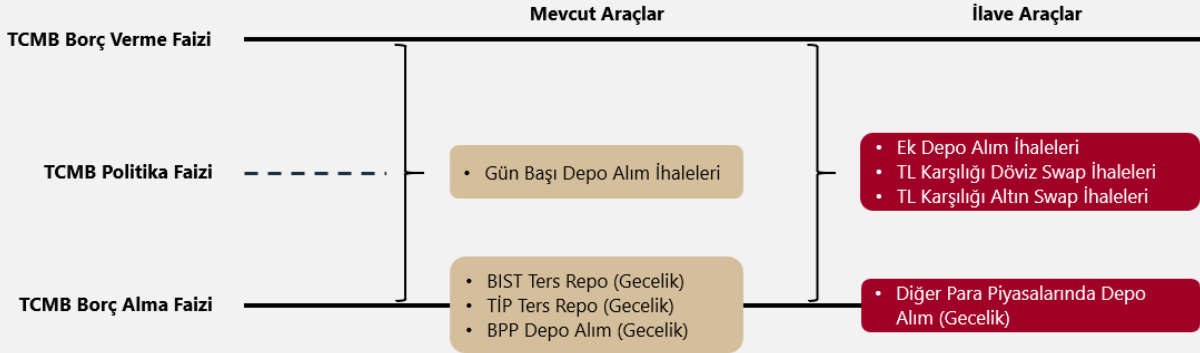
İkinci bir adım olarak, gerekli görülen gün ve saatlerde ihale yoluyla ek TL depo alım ihalesi açılmasına karar verilmiş ve ihalelere başlanmıştır. Bu çerçevede, ihtiyaç duyulan günlerde farklı vade ve saatlerde ihale açılarak gün boyunca etkin sterilizasyon yapılabilmektedir.

Tablo 3: İlave Araçlar

Piyasa/Araç	Faiz Oranı (%)	Vade	İşlem Saatleri	Yöntem	TCMB Limiti
Ek TL Depo Alım İhalesi	İhale Faiz Oranı	91 güne kadar	Duyurulacaktır <sup>a</sup>	Geleneksel İhale	İhale Limiti-Sınırsız
TL Karşılığı Döviz Swap İhalesi	İhale Faiz Oranı	Haftalık <sup>b</sup>	15.00-15.15	Geleneksel İhale	İhale Limiti-Sınırlı
TL Karşılığı Altın Swap İhalesi	İhale Faiz Oranı	Haftalık <sup>b</sup>	15.00-15.30	Geleneksel İhale	İhale Limiti-Sınırlı
Diğer Para Piyasaları	TCMB Borç Alma	Gecelik	09.30-15.30	Kotasyon	Sınırsız

<sup>a</sup> Temmuz 2024'te, gün içinde farklı saatlerde ek ihale düzenlenebilmesine yönelik Türk Lirası Piyasaları Uygulama Talimatında değişiklik yapılmıştır.

<sup>b</sup> Likidite gelişmelerine bağlı olarak daha kısa veya daha uzun vadelerde ihale düzenlenebilecektir.

**Şekil 1: Kullanılan Sterilizasyon Araçları**

Ayrıca, diğer para piyasalarında işlem yapılabilmesi amacıyla gerekli hazırlıklar TCMB tarafından tamamlanmaktadır. İhale yoluyla sterilizasyon yapabilme imkanı sağlayan ilave araçların dışında diğer para piyasalarında banka ve banka dışı finansal kuruluşlardan kotasyon yoluyla borç alma işlemleri yapabilmek amacıyla araç çerçevesi genişletilmektedir. Mevcut uygulamada, BPP'de sadece bankalardan sınırsız depo alım işlemi yapılabilirken, diğer para piyasalarında banka ve banka dışı finansal kuruluşlardan da borç alma faizinden sınırsız olarak depo alımı gerçekleştirilebilecektir. Ayrıca, yeni pazarlarda 9.30-15.30 saatleri arasında işlem yapılabilmesi banka dışı finansal kuruluşlarla işlem penceresini uzatarak sterilizasyon etkinliğini artırıcı bir unsur olacaktır.

Likidite senedi geçmiş dönemde kullanılmış bir sterilizasyon aracı olarak yukarıda belirtilen araç setinde alternatif teşkil etmektedir. Bankamız Kanunu'nun 52'nci maddesi kapsamında; TCMB kendi nam ve hesabına vadesi 91 güne kadar likidite senedi ihraç edilebilmektedir. Bu çerçevede, 2007 yılında çeşitli vadelerde likidite senedi ihraç edilerek sterilizasyon yapılmıştır. Diğer taraftan, yukarıda açıklanan operasyonel çerçevede belirtildiği gibi, gün içinde ihtiyaç duyulan saatlerde TL depo alım ihaleleri yoluyla 91 güne kadar, aynı gün veya ileri valörlü, etkin şekilde sterilizasyon yapabilmektedir. Ayrıca, depo alım ihalesi bir para piyasası işlemi olması nedeniyle operasyonel açıdan çok esnek bir şekilde uygulabilmekte ve talebinde yatırım saiki sınırlı kalmakta, bu durum sterilizasyon etkinliğini artırmaktadır. Bu nedenlerle, likidite senedi araç setimizde yer almakla birlikte mevcut koşullarda kullanılmamaktadır.

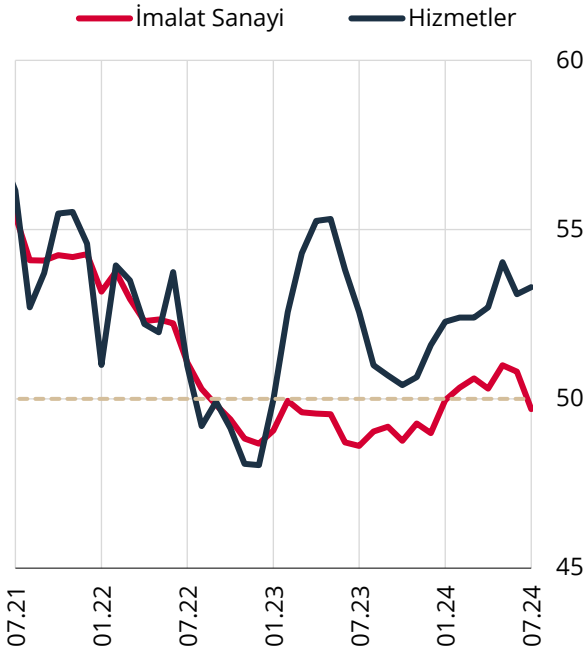
Sonuç olarak, yukarıda belirtilen çerçeve ile birlikte sterilizasyon araç setinin; işlem saatleri, karşı taraf çeşitliği ve işlem limitleri açılarından daha etkin ve kapsayıcı hale geleceği değerlendirilmektedir. Önümüzdeki dönemde, likidite koşulları muhtemel gelişmelere göre izlenerek sterilizasyon araçları ihtiyaçlar doğrultusunda gözden geçirilecek ve araç seti güçlendirilmeye devam edilecektir.

## 2. Ekonomik Görünüm

### 2.1 Küresel Ekonomi

**Küresel iktisadi faaliyete ilişkin öncü göstergelerdeki sınırlı iyileşme yılın ikinci çeyreğinde de sürmüş, hizmet sektörü ekonomik büyümenin ana kaynağı olmaya devam etmiştir.** Küresel PMI verileri imalat sanayi sektöründe eşik değer altına düşerken gelişmiş ülkeler özelinde de zayıf seyrini sürdürmüştür. Hizmet sektörü PMI endeksinde ise bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı bir iyileşme görülmektedir (Grafik 2.1.1). Türkiye'nin ticaret ortaklarının büyüme tahminleri Euro Bölgesi ülkelerinde yukarı yönlü güncellenirken Orta Doğu ve Afrika (ODA) ülkelerinin büyüme görünümünde belirgin bir bozulma dikkat çekmektedir (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 aşağı güncellenerek yüzde 2,0 oranında artacağı tahmin edilmektedir. ABD, diğer gelişmiş ülke ekonomilerine göre daha güçlü bir büyüme görünümü sergilemektedir. Diğer taraftan, ilk çeyrekteki görece güçlü performans nedeniyle Çin'in 2024 yılı büyüme tahmini bir miktar yukarı güncellense de ikinci çeyrekteki yavaşlama ve zayıf tüketici güveni ile perakende satışlardaki düşüş dikkat çekmiştir.

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



Kaynak: S&P Global.

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

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

Kaynak: Consensus Economics, S&P Global.

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

**Küresel büyüme görünümü ve kompozisyonu, jeopolitik riskler, finansal koşullar ve arz yönlü faktörler, emtia fiyatları üzerinde belirleyici olmaya devam etmektedir.** Bahar aylarında üst üste artış gösteren enerji hariç emtia fiyatlarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre genele yayılan azalışlar görülmüştür. Diğer taraftan, petrol fiyatlarındaki oynak seyir dikkat çekmektedir. Rusya-Ukrayna ve Orta Doğu'da süregelen jeopolitik gerilimler ile Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'ne (OPEC+) üye ülkelerin üretim kesintisi ile ilgili kararları petrol fiyatlarında yukarı yönlü arz baskılarının sürmesine yol açmaktadır. Doğal gaz fiyatlarında da dalgalanmalar gözlenmektedir. Euro Bölgesi büyüme görünümü, ılımlı iklim koşulları ve sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) ithalatındaki artışa bağlı olarak yüksek seyreden doğal gaz stokları Avrupa için gösterge niteliğinde olan fiyatlar üzerinde aşağı yönlü bir etki oluşturmaktadır. Buna karşın doğal gaz fiyatları, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre yüzde 13,2 oranında artmıştır. Diğer taraftan, küresel büyüme görünümü ve özellikle Çin'in büyümesi ile tarihsel olarak uyumlu bir seyir izleyen endüstriyel emtia fiyatları bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre önemli oranda azalsa da yıllık bazdaki yükselişini korumuştur. Tarımsal emtia fiyatları da bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin şekilde gerilemiştir (Tablo 2.1.2).

Tablo 2.1.2: Emtia Fiyat Gelişmeleri (%)

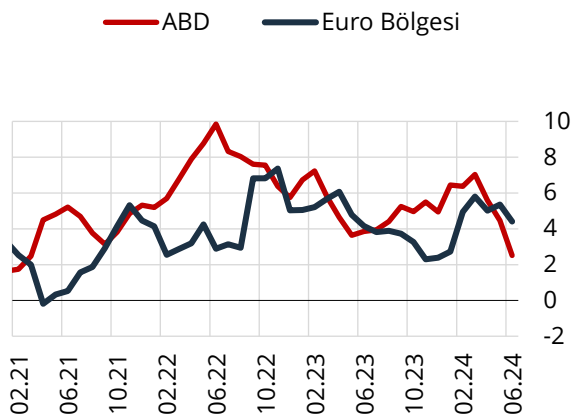
	Nisan 2024	Mayıs 2024	Haziran 2024	Temmuz 2024	Yıllık	Bir Önceki Rapor Dönemine Göre*
Emtia Ana Endeksi	3,9	-2,2	-1,0	-1,4	0,2	-4,8
Enerji	3,7	-5,6	0,4	0,4	1,7	-3,0
Tarımsal Emtia	2,5	2,2	-3,2	-7,0	-15,2	-12,3
Endüstriyel Metal	9,0	5,9	-4,3	-3,8	7,2	-8,9
Değerli Metal	8,0	1,4	-1,0	3,4	22,8	4,8
Enerji Hariç	4,2	2,5	-2,8	-3,7	-1,9	-7,1
Brent Petrol	5,1	-8,8	0,7	3,3	6,6	-2,1
Doğal Gaz (ABD)	2,5	35,2	16,2	-21,2	-16,0	-11,5
Doğal Gaz (Avrupa)	7,9	10,3	7,8	-5,6	10,6	13,2
Kömür	-0,7	10,1	-6,8	1,1	0,1	-3,3
Alüminyum	11,5	3,3	-2,8	-5,8	8,8	-10,8
Bakır	9,4	9,7	-5,8	-3,0	13,8	-9,4
Demir	-3,8	9,7	-8,9	1,2	-3,0	-9,0
Buğday	4,1	16,6	-9,1	-9,0	-19,4	-14,9
Soya	-1,3	4,6	-3,7	-4,6	-25,9	-13,8
Pirinç	2,4	3,9	-3,4	-11,3	-7,1	-18,4
Mısır	1,1	4,7	-3,3	-9,4	-27,4	-13,6
Pamuk	-12,1	-6,3	-7,6	-4,4	-18,4	-13,5
Şeker	-5,2	-8,9	2,0	1,0	-19,4	-3,3

Kaynak: Bloomberg.

\* 31 Temmuz 2024 ile 9 Mayıs 2024 tarihlerinde oluşan fiyatların yüzde değişimini göstermektedir.

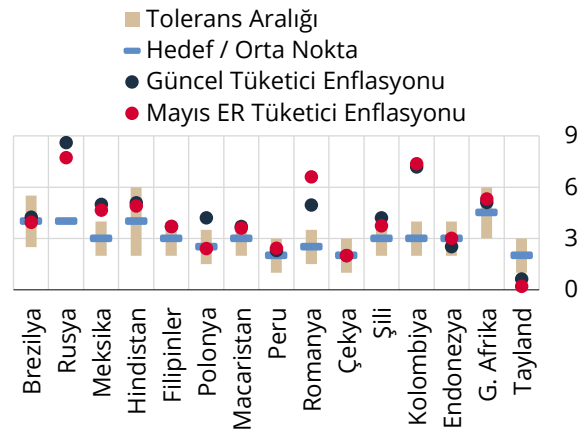
**Son dönemde küresel çekirdek enflasyon düşmeye devam ederken hizmet enflasyonundaki katılığın kırılmaya başladığı gözlenmektedir.** Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar küresel dezenflasyon süreci üzerinde risk oluşturmayı sürdürse de; normalleşmeye devam eden arz koşulları ile sıkı para politikaları dezenflasyon sürecini desteklemeye devam etmektedir. İşgücü piyasalarındaki arz talep dengesinin düzelmeye başladığı ve hizmet sektöründeki fiyat artışlarının hız kestiği dikkat çekmektedir. Yıllık artış hızı manşet enflasyonun üzerinde kalmaya devam etmekle birlikte ABD hizmet enflasyonunun ana eğiliminde mayıs ve haziran aylarında belirgin bir düşüş gözlenmiştir. Euro Bölgesi'nde de hizmet fiyat artışları daha sınırlı olmakla birlikte yavaşlamıştır (Grafik 2.1.2). Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerin genelinde enflasyon oranları hedeflere yaklaşmaya devam etmiştir (Grafik 2.1.3).

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



Kaynak: ECB, St Louis Fed.

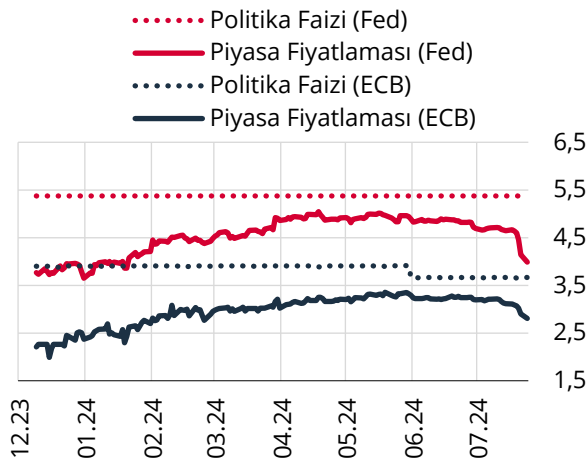
Grafik 2.1.3: Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Enflasyonu (Hedef, Tolerans Aralığı ve Gerçekleşme, %)



Kaynak: Bloomberg.

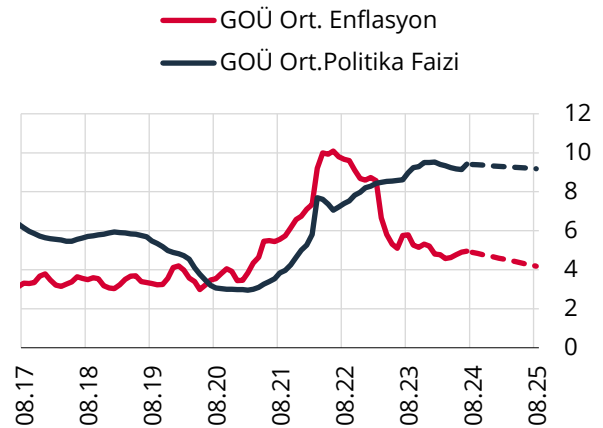
**Gelişmiş ülke merkez bankaları faiz indirimlerinde temkinli olacakları yönündeki iletişimlerini sürdürürken piyasalarda indirim fiyatlamaları enflasyonda gözlenen düşüşle birlikte güçlenmiştir.** Bir önceki Enflasyon Raporu dönemiyle kıyaslandığında ABD Merkez Bankası'nın (Fed) ilk faiz indirimi beklentisi erkene çekilmiş, yıl sonu için fiyatlanan faiz indirim miktarı da artmıştır. Beklentiler çerçevesinde politika faizini haziran ayında 25 baz puan indirerek parasal gevşeme sürecini başlatan Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) beklenen faiz indirim patikasında da yıl sonu için indirim fiyatlamaları güçlenmiştir. Yıl sonu için fiyatlanan politika faizi indirim tutarları 5 Ağustos itibarıyla Fed için 135 baz puan ECB içinse 86 baz puan seviyesindedir (Grafik 2.1.4). Fed haziran ayında politika faizini yüzde 5,5 seviyesinde sabit tutarken enflasyon ve istihdam görünümünü dikkate alarak medyan politika faizi indirim projeksiyonunu 2024 yılı için 75 baz puandan 25 baz puana güncellemiştir. İhtiyatlı tutumunu temmuz ayında da devam ettiren Fed, verilere bağlı olarak ilk faiz indiriminin eylül ayında yapılabileceği sinyalini vermiştir. Olumlu gelen mayıs ayı verilerinin ardından mevsimsellikten arındırılmış haziran ayı aylık enflasyonunun 4 yıllık aradan sonra ilk kez negatif düzeyde gerçekleşmesi sonrasında piyasa fiyatlamalarından elde edilen faiz indirim beklentilerinin belirgin şekilde arttığı ve bunun Fed toplantısı sonrası güçlenerek ilk faiz indirimi için beklentilerin Eylül ayına çekildiği görülmektedir. Haziran ayında faiz indiren ECB ise bu kararın art arda gelecek faiz indirimleri anlamına gelmediği sinyalini vermiş ve temmuz toplantısında faizleri sabit tutmuştur. ECB, ilerleyen toplantılarda politika faizi patikasını belirlerken enflasyon ve iktisadi faaliyet gelişmelerine göre hareket edeceğini vurgulamıştır. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde Kanada Merkez Bankası iki toplantıda 25'er baz puan indirime giderken İngiltere ve Danimarka Merkez Bankaları da 25'er baz puan indirimle ilk gevşeme adımlarını atmışlardır. Diğer taraftan, mart ayında negatif faiz politikasını sonlandıran Japonya Merkez Bankası temmuz ayında politika faizini 15 baz puan arttırmıştır. Bununla birlikte, enflasyon görünümündeki iyileşmenin yavaşlamasına bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerin faiz indirim süreçlerinde de bir miktar yavaşlama gözlenmektedir. Mevcut Enflasyon Raporu döneminde Romanya Merkez Bankası 25 baz puan ile faiz indirim sürecini başlatırken Peru (25 baz puan), Kolombiya (50 baz puan), Çekya (50 baz puan), Şili (75 baz puan), ve Macaristan (75 baz puan) merkez bankaları politika faizlerinde indirimlerini sürdürmüştür. Enflasyon tahminlerini yukarı yönlü revize eden Rusya Merkez Bankası ise 200 baz puan faiz artışına gitmiştir. Önümüzdeki dönemde, enflasyondaki düşüşe bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin sürebileceği değerlendirilmektedir. Ancak, enflasyonun seviyeleri, katılıklar ve son dönemde Orta Doğu kaynaklı artan jeopolitik riskler değerlendirildiğinde, indirim süreçlerinin parasal sıklığı koruyacak ve enflasyondaki düşüşün devamını sağlayacak şekilde sürdürüleceği beklenmektedir. Bu çerçevede, vadeli işlemlerin 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: 2024 Sonu İçin Piyasa Fiyatlamalarının İma Ettiği Politika Faizi (Efektif, %)**



Kaynak: Bloomberg.

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

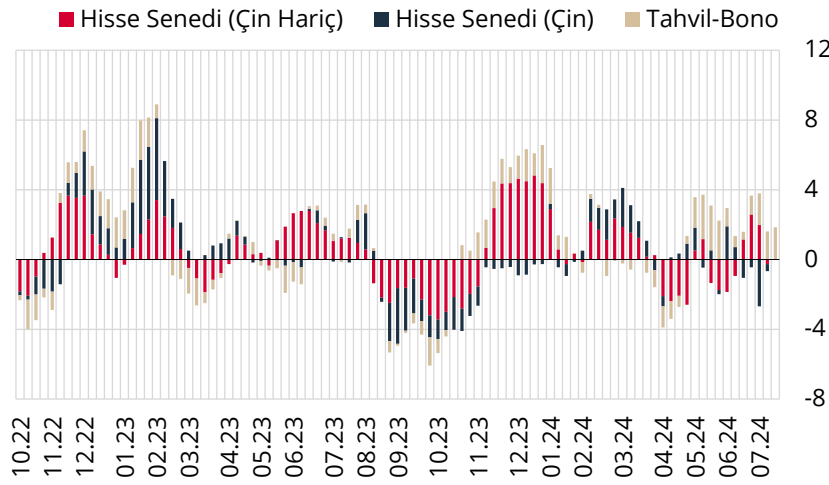


Kaynak: Bloomberg.

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

**Küresel risk iştahındaki dalgalanmalar ile gelişmiş ülke merkez bankalarının politika kararlarına yönelik belirsizlikler, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişlerinde dalgalı bir seyre neden olmaktadır.** Bir önceki Enflasyon Raporu dönemi boyunca gelişmiş ülke merkez bankalarının indirim süreçlerine yönelik fiyatlamalardaki oynaklıklar ve küresel belirsizliklere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısı ve portföy akımlarında gözlenen dalgalı seyir mevcut Enflasyon Raporu dönemi boyunca da devam etmiştir. 9 Mayıs-26 Temmuz döneminde Çin hariç hisse senedi piyasalarına 3,2 milyar dolar, borç senedi piyasalarına ise 8,9 milyar dolar portföy girişi olmuştur (Grafik 2.1.6). Son dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının politika kararlarına yönelik artan belirsizlikler ile Orta Doğu kaynaklı artan jeopolitik riskler gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy hareketleri üzerinde önemli risk faktörleri olarak dikkat çekmektedir.

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

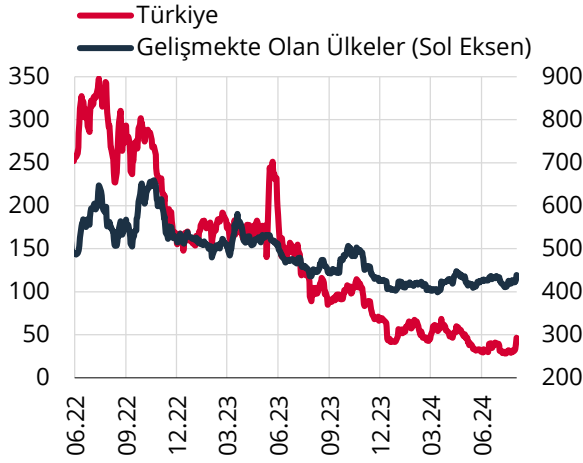


Kaynak: IIF.

## 2.2 Finansal Koşullar

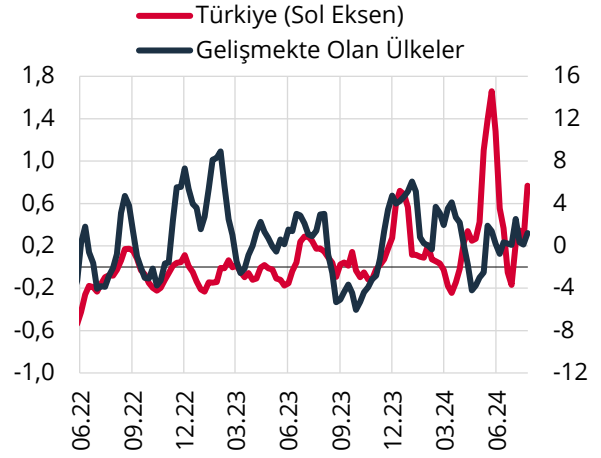
**Mevcut Enflasyon Raporu döneminde küresel risk iştahı uzun süre olumlu seyretmiş ancak temmuz ortalarından itibaren jeopolitik gelişmelerin yanı sıra Fed'in faiz indirim sürecinde temkinli hareket edeceğine ilişkin açıklamaların ve Japonya merkez bankasının faiz artırımının etkisiyle hızlı bir bozulma kaydetmiştir.** Haziran ve temmuz aylarında gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerine başlaması ve enflasyon görünümünün indirimlerin devam edeceğine dair beklentileri desteklemesi ile küresel finansal koşullar gevşeme sinyalleri vermeye başlamıştır. Ancak temmuz ayında jeopolitik gerilimlerin artması ve ABD'de ekonomik aktivitede yavaşlama sinyalleri küresel risk algısında hızlı bir bozulmaya neden olmuştur. Temmuz sonunda Japonya merkez bankasının faiz artırım kararının ardından küresel bir satış dalgası oluşmuş ve gelişmekte olan ülke risk primleri hızla yükselmiştir. Haziran ve temmuz ayları boyunca 260 baz puan civarında seyreden Türkiye'nin risk primi ağustos başında 290 baz puan seviyesine hızlı biçimde artış gösterirken Rapor dönemindeki artış sınırlı olmuştur (Grafik 2.2.1). Uluslararası yatırımcılar mayıs-temmuz döneminde risk iştahında gözlenen iyileşmeye paralel olarak Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ) varlıklarına yönelirken Türkiye'ye DİBS piyasasında 10,26 milyar ABD doları net giriş ve hisse senedi piyasasında 1,67 milyar ABD doları net çıkış olmak üzere toplamda 8,59 milyar ABD doları portföy girişi gerçekleşmiştir (Grafik 2.2.2).



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

Kaynak: Bloomberg.

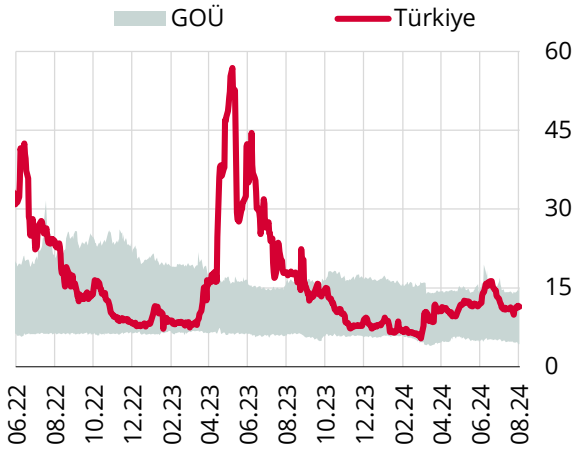
\* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, G. Afrika, Kolombiya, Malezya, Meksika, Şili.

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

Kaynak: IIF, TCMB.

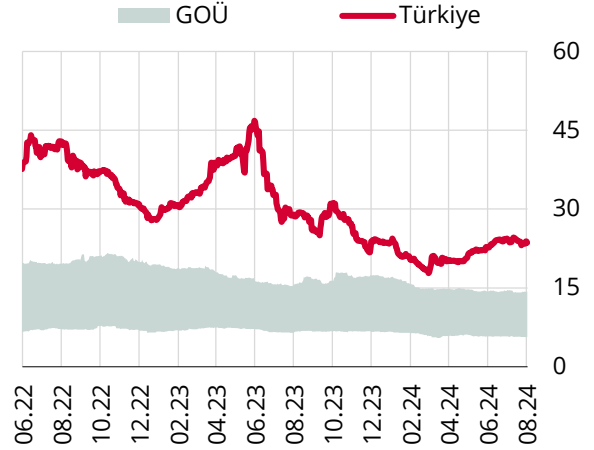
\* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisi repo hariçtir.

**Türk lirasının kısa vadeli oynaklığı dalgali bir seyir izlemiştir.** Haziran ayında hızlı bir yükseliş eğilimi gösteren Türk lirasının bir ay vadeli kur oynaklığı temmuz ayından itibaren gerilemiştir. 12 ay vadeli kur oynaklığı ise ılımlı artış eğilimini sürdürmüştür. Son veri itibarıyla Türk lirasının bir ay vadeli ima edilen kur oynaklığı yüzde 11,5 düzeyine gelirken 12 ay vadeli oynaklık ise yüzde 24 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 2.2.3 ve Grafik 2.2.4). Kısa ve uzun vadeli oynaklıklar arasındaki fark, uygulanan politikaların kur istikrarı üzerinde etkisini sürdürdüğünü ancak uzun vadeye ilişkin risklerin devam ettiğini yansıtmaktadır.

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

Kaynak: Bloomberg.

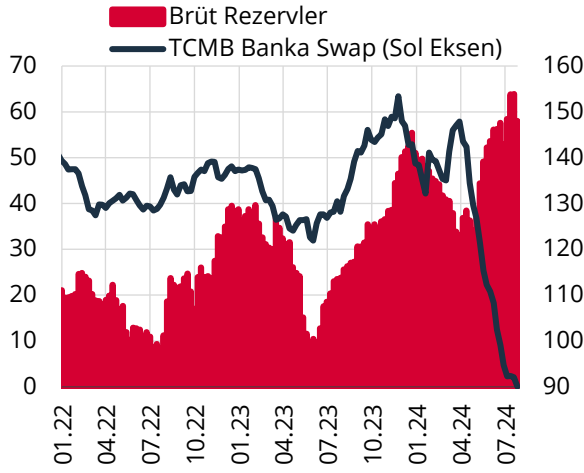
\* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Filipinler, Malezya, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Macaristan.

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

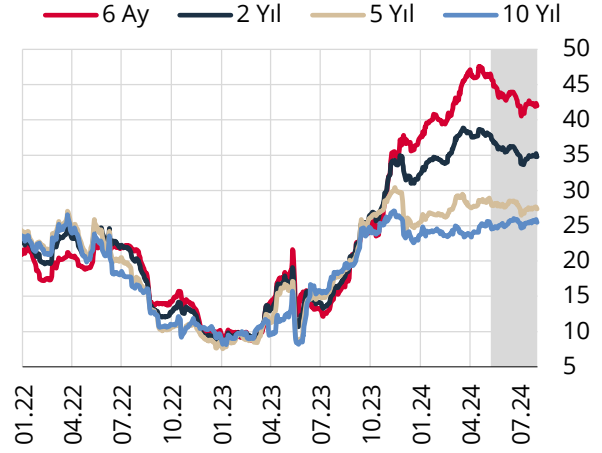
Kaynak: Bloomberg.

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

**TCMB rezervlerindeki güçlü artış eğilimi devam etmektedir.** TCMB brüt uluslararası rezervleri, mevcut Enflasyon Raporu döneminde başlayan artış eğilimini sürdürerek 26 Temmuz itibarıyla 148 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır (Grafik 2.2.5). Söz konusu rezerv artışı, yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin Türk lirası cinsi varlıklara karşı güçlü ilgisinin bir yansıması olurken bu dönemde TCMB taraflı swap işlemlerinin yenilenmemesi toplam artışı sınırlamıştır. Rapor döneminde swap bakiyesi 36,8 milyar ABD doları gerilerken swap hariç net rezervlerdeki iyileşme 63,3 milyar ABD doları düzeyinde olmuştur. Döviz ve altın karşılığı Türk lirası swapların toplam bakiyesinin temmuz sonunda sıfır düzeyine gelmesi sonucunda TCMB rezerv kompozisyonunda sadeleşme sağlanmıştır.

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

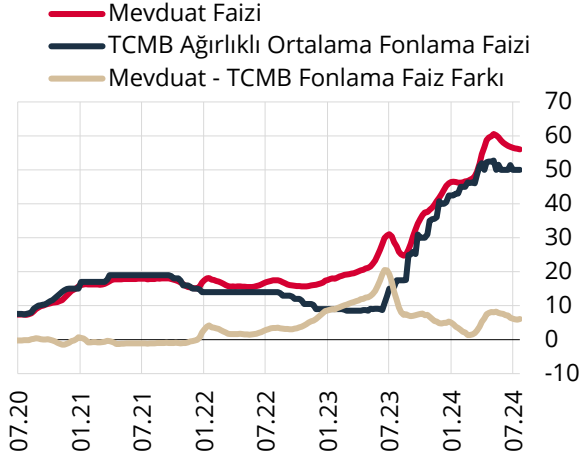
Kaynak: TCMB.

**Grafik 2.2.6: DİBS Getirileri (%)**

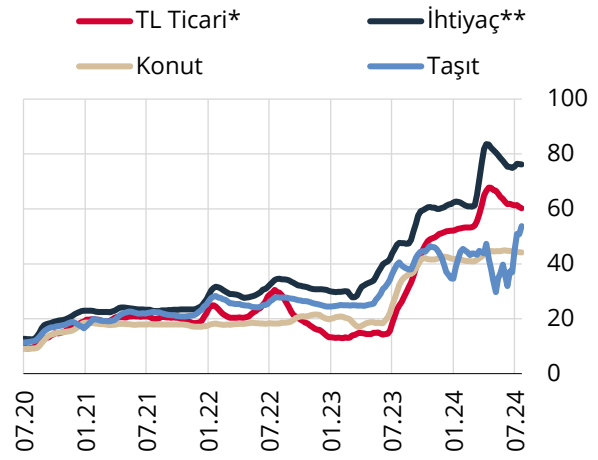
Kaynak: Bloomberg.

**Kısa vadeli DİBS getirileri gerileme kaydetmiştir.** Bununla birlikte, enflasyon görünümünde beklenen iyileşme henüz orta ve uzun vadeli DİBS getirilerine yansımamıştır (Grafik 2.2.6). Son dönemde DİBS piyasasına yönelik artan yabancı yatırımcı ilgisinin kısa vadeli kıymetler üzerinde yoğunlaştığı değerlendirilmektedir. Önümüzdeki dönemde dezenflasyon sürecinin güçlenerek devam etmesiyle birlikte piyasa beklentilerinin daha etkili biçimde çıpalanması ve DİBS piyasasında yatırımcı ilgisinin daha uzun vadelere kayması beklenmektedir.

**Finansal koşullardaki sıkılık devam etmektedir.** Uygulanan sıkı para politikası ile enflasyon ve kur beklentilerindeki iyileşme yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin Türk lirası varlıklara yönelmesine sebep olmuştur. Söz konusu gelişme neticesinde piyasada dönemsel olarak oluşan likidite fazlası, Dövizden Dönüşümlü KKM (DDM) hesaplarından TL mevduata geçen hesaplarda faiz oranlarının belirgin şekilde düşmesi ve bankaların iyileşen enflasyon ve kur beklentilerini mevduat fiyatlamalarına yansıtması sonucunda mevduat faiz oranları bir miktar gerilemiştir. Ancak, mayıs ayında kur korumalı mevduat hesapları ile mevduat ve katılım fonu hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranlarının artırılması yoluyla piyasada oluşan likidite fazlasının sterilize edilmesiyle birlikte mevduat faiz oranlarındaki gerileme sınırlanmıştır. Diğer yandan, zorunlu karşılık oranlarının artırılması sonrasında bankaların karşı karşıya kaldığı maliyet baskısı, TCMB tarafından yenileme ve TL'ye geçiş oranlarına bağlı olarak zorunlu karşılıklara faiz ödemesi düzenlemesiyle kısmen telafi edilmektedir. Bu durum banka faiz marjlarını destekleyerek mevduat faizlerinde yukarı yönlü etki yapmakta ve aynı zamanda bankalara hedeflere ulaşma motivasyonu sağlamaktadır. Söz konusu gelişmeler neticesinde mevduat faiz oranlarındaki gerileme yavaşlamış ve TL mevduat faiz oranları 26 Temmuz itibarıyla yüzde 55,75 seviyesine gelmiştir (Grafik 2.2.7). Mevduat faiz oranlarındaki gerilemeyle birlikte enflasyon beklentilerinin de etkisiyle azalan TL kredi talebi neticesinde TL kredi faiz oranları gerilemiştir (Grafik 2.2.8, Kutu 2.1). TL ticari kredi faiz oranları 26 Temmuz itibarıyla yüzde 61,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bireysel kredilerde, 26 Temmuz itibarıyla ihtiyaç kredisi faiz oranları yüzde 74,3 seviyesine gerilerken konut kredisi faiz oranları yüzde 43,7 seviyesinde yatay seyrini sürdürmüş, büyük ölçüde taşıt kampanyalarının durumuna göre dalgalı seyreden taşıt kredisi faiz oranları ise yüzde 51 seviyesine yükselmiştir.

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

Kaynak: TCMB.

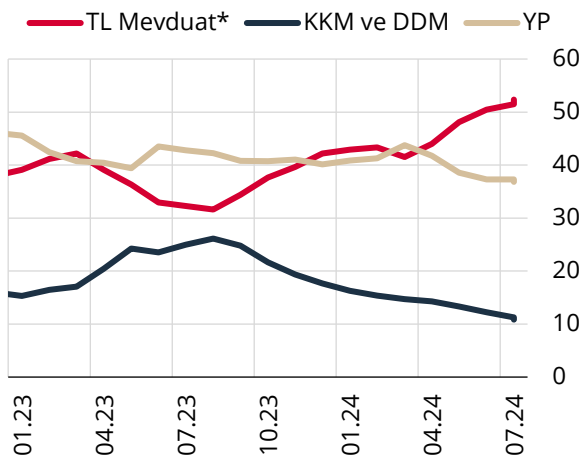
**Grafik 2.2.8: Kredi Faizleri** (Akım Veri, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

Kaynak: TCMB.

\* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

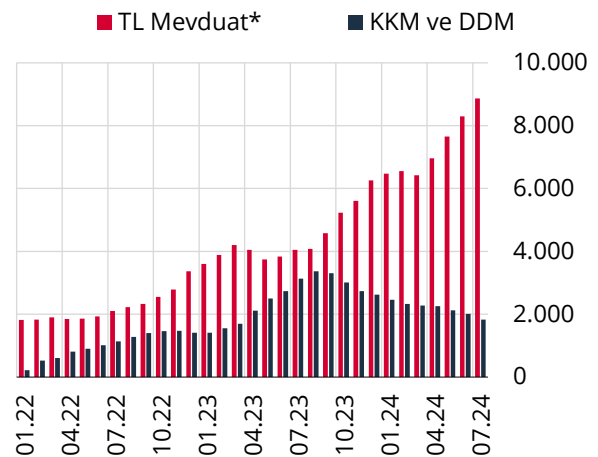
\*\* Kredili mevduat hesapları hariç.

**TL mevduat faiz oranlarının mevcut seviyeleri ile enflasyon ve döviz kuruna yönelik beklentilerin iyileşmesi neticesinde YP mevduat hesaplarındaki azalma devam etmektedir.** Bunun yanında, Türk lirası vadeli mevduat ve katılma hesaplarına dönüşüm ve TL mevduat payına yönelik düzenlemeler de TL mevduat payındaki artışa destek olmuştur. 1 Ocak 2024 itibarıyla TL KKM'lerin sonlandırılması ile birlikte toplam KKM stoku yılın başında hızla erimiş ve bu sebeple mevcut Enflasyon Raporu döneminde kur korumalı hesapların stok seviyesindeki gerileme daha sınırlı düzeyde kalmıştır (Grafik 2.2.9 ve Grafik 2.2.10). 22 Temmuz tarihi itibarıyla açılacak ve yenilenecek kur korumalı mevduat hesaplarında uygulanacak asgari faiz oranı politika faiz oranının yüzde 80'inden yüzde 70'ine düşürülmüş ve bankalarca verilen ek getiriler kaldırılmıştır. Ayrıca YUVAM hesaplarının kapsamı yalnızca yurt dışı kaynaklı dövizleri kapsayacak şekilde daraltılmış, TCMB tarafından söz konusu hesaplara ödenen ilave getiri düşürülmüş ve bankalara ödenen komisyonlar kaldırılmıştır. Söz konusu politika adımlarının DDM hesaplara yönelik arz ve talebi baskılaması neticesinde, 26 Temmuz itibarıyla ilgili hesaplardaki azalma ivme kazanmıştır.

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

Kaynak: TCMB.

\* TL Mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

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

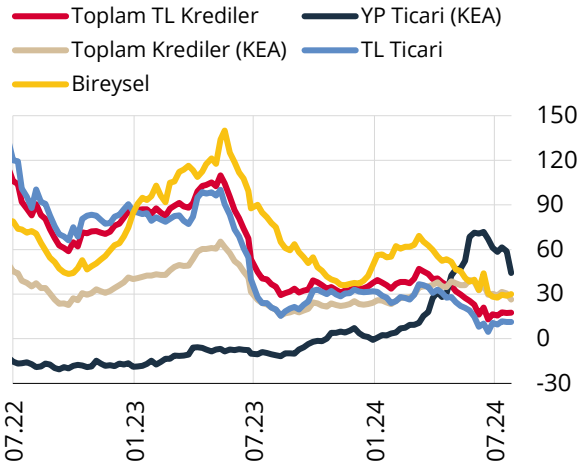
Kaynak: TCMB.

\* TL Mevduat verisinde KKM ve DDM hariç tutulmuştur.

**Sıkı finansal koşulların TL kredi büyümesi üzerindeki etkisi 2024 yılı ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşmiştir.** Mevcut Enflasyon Raporu döneminde, arz ve talep yönlü dinamiklerin YP ticari kredileri desteklemesi ile kur etkisinden arındırılmış YP krediler ivmelenmiştir. TL ticari kredilerdeki belirgin yavaşlama ile temelde kredi kartı kaynaklı bireysel kredi büyümesindeki azalma neticesinde toplam kur

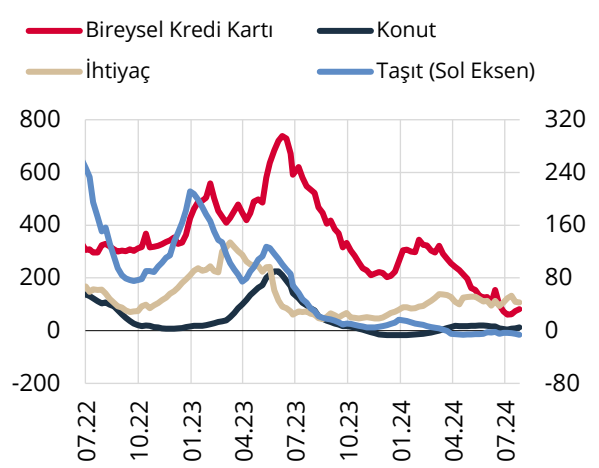
etkisinden arındırılmış kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı 26 Temmuz itibarıyla yüzde 26,5'e gerilemiştir (Grafik 2.2.11). Diğer taraftan, Mayıs ayında yapılan düzenleme ile YP kredilere aylık yüzde 2 büyüme sınırı getirilmiş, sınırın aşılması durumunda Türk lirası cinsinden bloke tutulacak zorunlu karşılık yükümlülüğü uygulamasına gidilmiştir. Ayrıca, Temmuz ayında YP kredilere yönelik aylık büyüme sınırı yüzde 1,5'e düşürülmüş ve yatırım kredilerine sağlanan istisnanın kapsamı genişletilerek; uluslararası kalkınma finansmanı kuruluşlarından sağlanan kaynaklar kapsamında kullanılan yatırım kredilerinin TL ve YP kredi büyüme sınırlarından muaf tutulmasına karar verilmiştir. Söz konusu değişikliklerin etkisiyle YP ticari kredi büyümesi son haftalarda yavaşlama eğilimine girmiş ve YP ticari kredilerin, kur etkisinden arındırılmış 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı 26 Temmuz itibarıyla yüzde 44,2 olarak gerçekleşmiştir. Atılan parasal ve miktarsal sıkılaştırma adımlarının etkisi ile TL kredi büyümesinde bir süredir görülen yavaşlama eğilimi devam etmiş ve söz konusu kredilerin aylık büyüme oranı son haftalarda aylık büyüme sınırlarının da altında gerçekleşmiştir. TL ticari kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı 26 Temmuz itibarıyla yüzde 11,2 seviyesine gelirken bireysel kredilerin söz konusu büyüme oranları, yüzde 28 seviyesine gerilemiştir. Alt kırılımlarda, konut ve ihtiyaç kredileri ile bireysel kredi kartı bakiyesinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranları 26 Temmuz itibarıyla sırasıyla yüzde 4,9, yüzde 42,8 ve 32,4 seviyelerine gerilemiştir (Grafik 2.2.12). Taşit kredilerinin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi mevcut Enflasyon Raporu döneminde negatif seyrini sürdürerek yüzde -16,2 olarak gerçekleşmiştir.

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



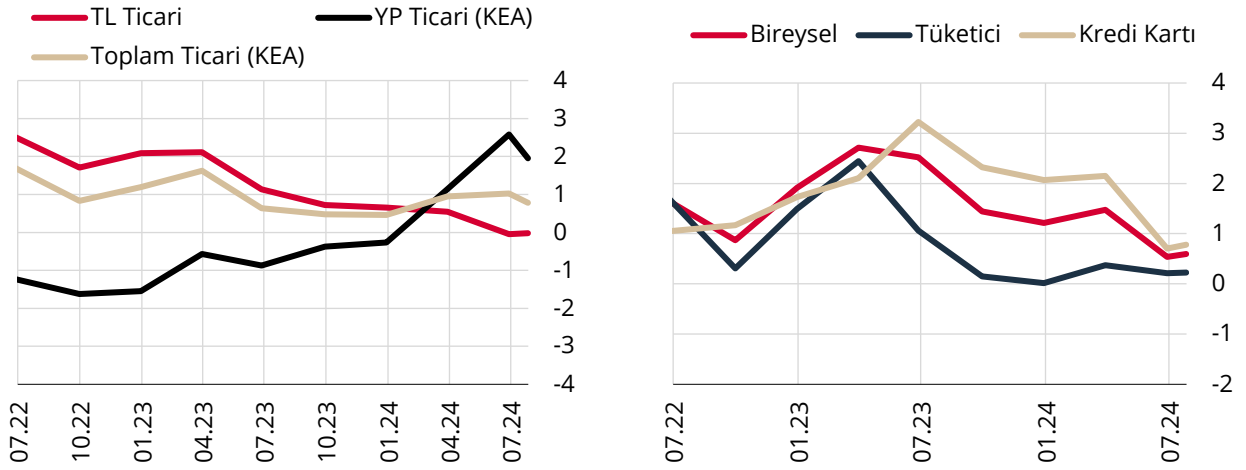
Kaynak: TCMB.

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



Kaynak: TCMB.

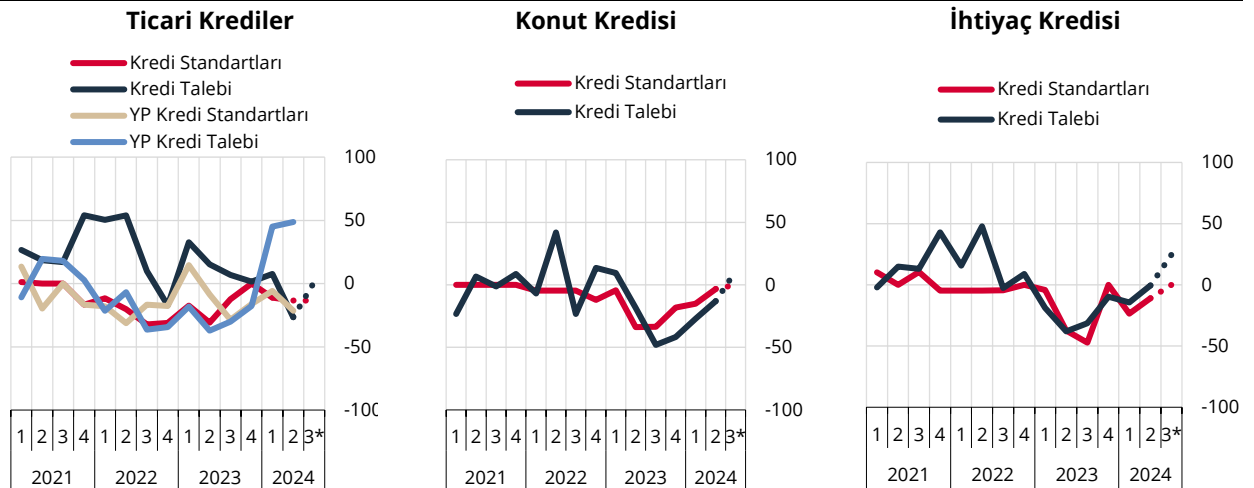
**Reel kredi kullanımı TL ticari ve bireysel kredilerde uzun dönem ortalamalarına yakınsarken YP ticari kredilerde ise uzun dönem ortalamalarından sınırlı düzeyde sapmıştır.** Reelleştirilmiş kredi değişimlerine bakıldığında, 2024 yılının ikinci çeyreğinde kur etkisinden arındırılmış toplam ticari kredilerin uzun dönemli ortalamalarına göre yatay seyrettiği gözlenmiştir. Bu gelişmede, reel TL ticari kredi kullanımının uzun dönem ortalamalarının altında kalmasının, YP ticari kredilerdeki belirgin ivmelenme ile dengelenmesi etkili olmuştur. YP ticari kredi faiz oranlarının TL kredi faiz oranlarına görece avantajlı olmasının yanı sıra döviz kuru ve enflasyon beklentilerinin olumlu seyretmesi YP kredi talebinde artışa sebep vermiştir (Kutu 2.1). Ayrıca, risk priminde görülen iyileşme ile bankaların yurt dışı borçlanma koşullarındaki iyileşme YP kredi arzını desteklemiştir. Ancak, YP kredi kısıtının Temmuz ayının ikinci yarısından itibaren sıkılaştırılmasının etkisiyle kur etkisinden arındırılmış toplam ticari kredilerin uzun dönem değerine yakınsamaya başladığı görülmektedir. Diğer taraftan reel bireysel kredi kullanımı, bireysel kredi kartları bakiyesi ve ihtiyaç kredilerindeki gerilemeler neticesinde bir önceki Enflasyon Raporu döneminden bu yana azalarak, uzun dönem ortalamasına yakınsamıştır (Grafik 2.2.13).

**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.

**Banka Kredileri Eğilim Anketi (BKEA), 2024 yılı ikinci çeyreğinde YP ticari kredi talebindeki ivmelenmeyi teyit etmektedir.** Diğer taraftan, söz konusu anket, toplam ticari kredilerdeki yavaşlamada toplam kredi arz ve talebindeki gerilemenin etkili olduğuna işaret ederken bankaların yılın üçüncü çeyreğine ilişkin beklentilerinin toplam ticari kredi talebinin sınırlı seviyede artacağı, toplam ticari kredi arzının ise sıkılaşmasını sürdüreceği yönünde olduğunu göstermektedir. BKEA, 2024 yılı ikinci çeyreğinde bankaların kredi standartlarını etkileyen faktörlerin tamamının kredi arzı üzerinde sıkılaştırıcı yönde etki oluşturduğunu göstermektedir. Kredi riskine ilişkin eğilimleri ifade eden endüstri ve firmalara ilişkin görünüm ile talep edilen teminatlara ilişkin risk faktörleri yılın ikinci çeyreğinde sıkılaştırıcı bölgede kalsa da önümüzdeki dönemde yurt içi yerleşiklerin likidite pozisyonlarının 2023 yılı haziran ayında başlayan finansal koşullardaki sıkılaşmanın kredi riskine yansımaları sınırlandıracağı değerlendirilmektedir (Mercek Altı 2.1). BKEA, bireysel kredilerde yılın ikinci çeyreğinde gözlenen gerilemenin ticari kredilere benzer şekilde arz ve talep yönlü gelişmelere bağlı olarak gerçekleştiğine işaret etmekte ve bankaların yılın üçüncü çeyreğine ilişkin beklentilerinin konut ve ihtiyaç kredi talebinin artacağı, ancak kredi standartlarının aynı yönde kalacağı şeklinde olduğunu göstermektedir (Grafik 2.2.14).

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

Kaynak: BKEA, TCMB.

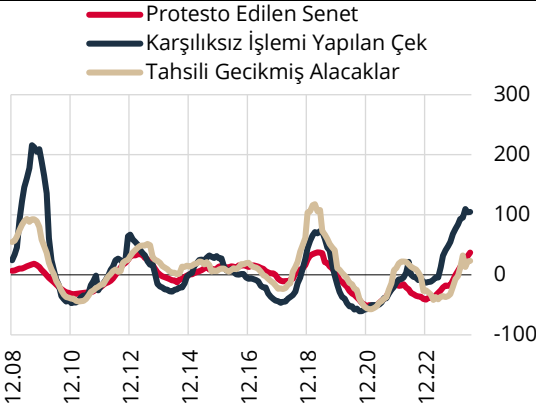
\* Bankaların beklentisini göstermektedir. Kredi Standartları ve Kredi Talebi endekslerinin hesaplama yöntemi şu şekildedir: Bankalara kredi standartlarının (kredi talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi standartlarındaki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

## Mercek Altı 2.1

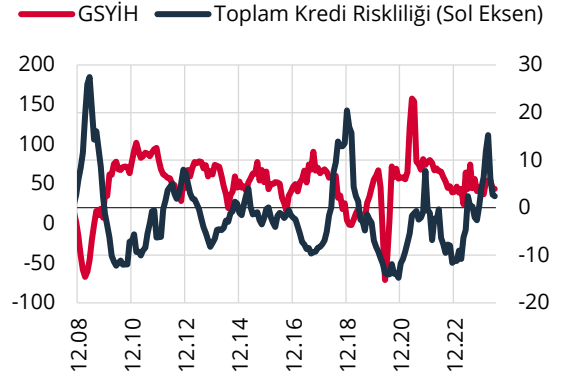
### Ekonomik Aktivite ve Kredi Riski

**Hanehalkının ve firmaların borçlarını geri ödeme performansları (kredi riski) çeşitli göstergelerle izlenebilmektedir.** Bankalara ibraz edildiğinde karşılıksız işlemi yapılan çek ve protestolu senetler firmaların ticari borçlarının, hanehalkının ve firmaların ödemesi 90 günden fazla gecikmiş bankalara olan borçları (tahsili gecikmiş alacaklar) ise finansal borçlarının geri ödeme performanslarını göstermektedir. Kredi riski göstergelerinin birbirleri ile oldukça benzer hareket ettiği görülmektedir (Grafik 1). Ancak, dönemsel olarak bir kredi riski göstergesindeki artış diğer göstergelerden daha önce başlayabilmekte ya da diğer göstergelere kıyasla daha fazla olabilmektedir. Bu nedenle, üç kredi riski göstergesinin toplamından bir kredi risklilik değişkeni oluşturulmuştur.

**Grafik 1: Kredi Riski Göstergelerinin Yıllık Büyümesi (%)**



**Grafik 2: Ekonomik Aktivite ve Kredi Riskliliği (%)**



Kaynak: TCMB, Risk Merkezi.

Not: Tüm kredi riski göstergeleri akım verilerden oluşmaktadır (ilgili ayda protesto edilen senet, bankalara ibrazında karşılıksız işlemi yapılan çek ve tahsili gecikmiş alacak olarak sınıflandırılan kredi tutarı). 12 aylık toplam tutarların yıllık büyümesi kullanılmıştır.

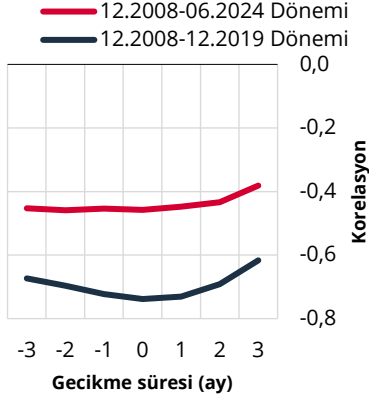
Kaynak: TCMB, Risk Merkezi.

Protesto edilen senet, karşılıksız işlemi yapılan çek ve tahsili gecikmiş alacak tutarlarının 3 aylık toplamının yıllık büyümesi ile çeyreklik GSYİH'nin yıllık büyümesi grafikte yer almaktadır. 2024Ç2 GSYİH verisi için tahmin kullanılmıştır.

**Para politikasının ve finansal koşulların sıkılaştığı ve ekonomik aktivitenin daraldığı dönemlerde kredi riskinde artış olması beklenmektedir.** Nitekim, ekonomik aktivite ile kredi riski göstergeleri arasında çok güçlü bir negatif korelasyon olduğu görülmektedir (Grafik 2). Ancak, 2020 yılı sonrasında bu ilişkinin zayıfladığı izlenmektedir. Ekonomik aktivite ve kredi riskliliği arasındaki eş anlı korelasyon 2008-2019 yılları arasında yüzde -74 iken, 2008-2024 döneminde yüzde -46'ya gelmektedir (Grafik 3). 2020 yılı sonrasında firmaların ve hanehalkının nakit akışını desteklemeye yönelik politikaların ve düşük faiz ortamının etkisiyle yurt içi yerleşiklerin likidite pozisyonlarının önemli ölçüde güçlenmesinin, ekonomik aktivite ile kredi riski arasındaki negatif ilişkinin zayıflamasına neden olduğu değerlendirilmektedir. 2019 yılı aralık ayına kıyasla kredilerdeki toplam büyümenin 2024 yılına kadar enflasyonun üzerinde kalmasının da yurt içi yerleşiklerin bu dönemde likidite pozisyonlarının güçlendiği argümanını desteklediği düşünülmektedir. 2024 yılı haziran ayı sonunda ise, 2019 yılına kıyasla toplam kredi büyümesinin birikimli enflasyona yaklaşması söz konusu dönemde reel kredi büyümesinin sifıra yaklaştığını göstermektedir (Grafik 4). Hem toplam TGA oranı hem de karşılıksız çek oranının 2024 yılı haziran ayı itibarıyla uzun dönem (2009-2024) ortalamasının altında olması da son parasal sıkılaştırmanın kredi riskine yansımalarının sınırlı olduğuna işaret etmektedir (Grafik 5).

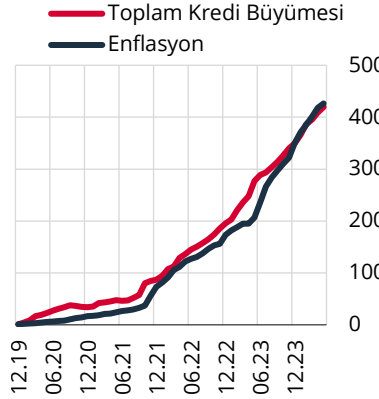
**Özetle, 2020 yılı sonrası uygulanan politikalar, yurt içi yerleşiklerin likidite pozisyonlarını ve finansal soklara dayanıklılığını güçlendirmiştir.** Bu nedenle, 2023 yılı haziran ayında başlayan finansal koşullardaki sıkılaştırmanın kredi riskine yansımalarının geçmiş dönemlere kıyasla görece daha zayıf olacağı düşünülmektedir.

**Grafik 3: Ekonomik Aktivite ve Kredi Riskliliği Arasındaki Korelasyon (%)**



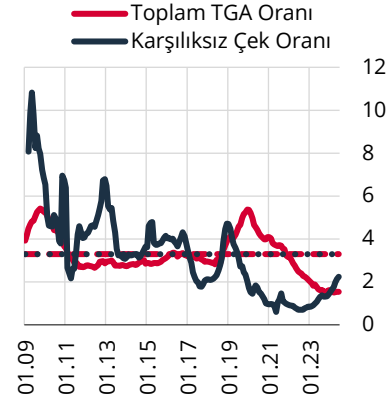
Kaynak: TCMB, Risk Merkezi.  
Not: Grafikte farklı gecikme süreleri için 3 aylık toplam ekonomik aktivite ile kredi riskliliği tutarlarının yıllık büyümesi arasındaki korelasyon gösterilmektedir. Negatif gecikme süreleri kredi riskliliğinin GSYİH'yi öncülediği durumu göstermektedir.

**Grafik 4: Kredi Büyümesi ve Enflasyon (2019 Aralık'a Kıyasla, %)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 5: TGA ve Karşılıksız Çek Oranı (%)**

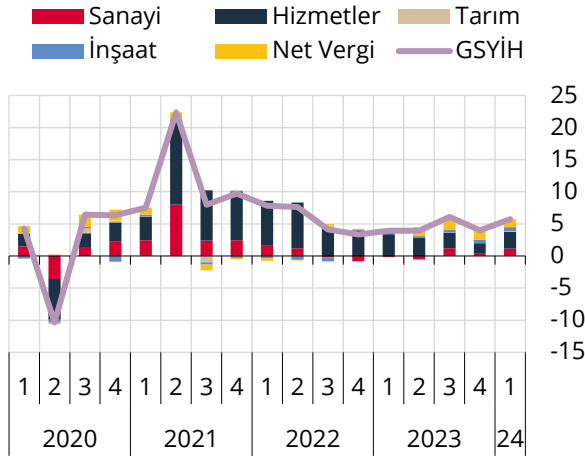


Kaynak: TCMB, Risk Merkezi.  
Not: Kesikli çizgiler, ilgili serilerin 2009 Ocak-2024 Haziran ortalamasını göstermektedir.

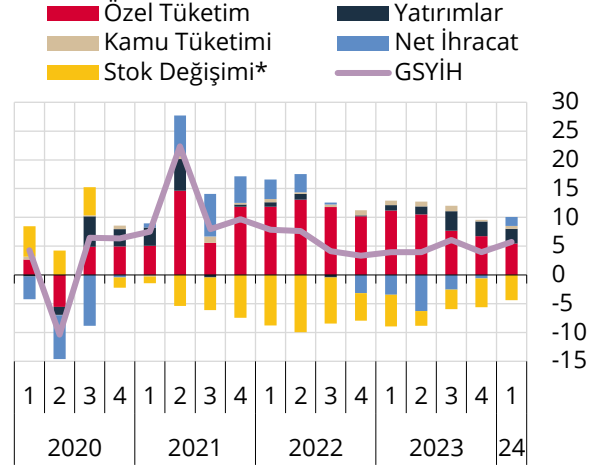
## 2.3 İktisadi Faaliyet

### Arz ve Talep Gelişmeleri

**Yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet güçlü seyretmiştir.** İlk çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), yıllık bazda yüzde 5,7 oranında artmıştır. Çeyreklik bazda büyüme oranı ise yüzde 2,4'e yükselerek iktisadi faaliyette ivmelenmeye işaret etmiştir. Bu dönemde, yıllık büyümenin üretim yönünden temel belirleyicisi hizmetler sektörü olmaya devam etmiştir. Sanayi sektörü katma değeri ve net vergi gelirleri büyümeyi desteklemeye devam ederken inşaat sektörünün büyümeye katkısı görece sınırlı olmuştur (Grafik 2.3.1). Harcama yönünden yıllık bazda büyümeye en yüksek katkı nihai yurt içi talepten gelmiştir. Söz konusu katkı, büyük ölçüde özel tüketimdeki artıştan kaynaklanmıştır. Özel tüketimin büyümeye katkısı önceki dönemlere göre azalmakla birlikte halen yüksek seviyede seyretmektedir (Grafik 2.3.2). Stok değişiminin büyümeyi aşağı çekmeye devam ettiği bu dönemde, yatırımların yıllık büyümeye güçlü katkısı sürmüştür. Yatırım kalemleri arasında en yüksek katkı, makine-teçhizat yatırımlarından gelmiştir. İnşaat yatırımlarının büyümeye katkısı da ilk çeyrekte artmıştır. Diğer taraftan, net ihracat 2022 yılının üçüncü çeyreğinden bu yana ilk kez yıllık büyümeye pozitif katkı vermiştir. Çeyreklik olarak ise bu dönemde özel tüketimin büyümesi bir miktar yavaşlamış, net ihracatın büyümeye pozitif katkısı ise önceki çeyreğe kıyasla yükselmiştir. Özetle, yılın ilk çeyreğinde ücret artışları, firmaların ilave kampanyaları ve öne çekilen talebin etkisiyle yurt içi talep güçlü seyretmiş, net ihracatın katkısı ise hem yıllık hem çeyreklik bazda pozitif yönde gerçekleşmiştir. Bu çerçevede, büyümenin kompozisyonu açısından daha dengeli bir talep görünümü gözlenmiştir.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

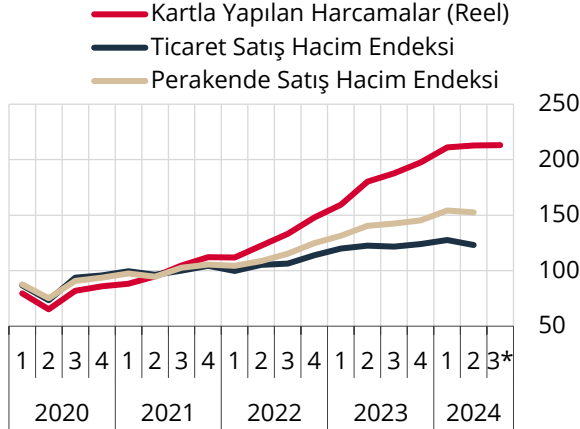
**Grafik 2.3.2: GSYİH Yıllık Büyümesine Harcama Yönünden Katkılar (% Puan)**

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Stok ve zincir endeks kaynaklı istatistiksel sapmayı içermektedir.

**Yılın ikinci çeyreğine ilişkin göstergeler, yurt içi talebin, halen enflasyonist düzeyde olmakla birlikte, yavaşladığına işaret etmektedir.** Mayıs ayında perakende satış hacim endeksi aylık bazda yataya yakın seyrederken çeyreklik bazda azalmıştır. Aynı dönemde, ticaret satış hacim endeksinde daha yüksek oranlı bir düşüş gerçekleşmiştir. Perakende ticaretin yanı sıra ticaret satış hacim endeksinin diğer iki ana kalemi olan motorlu taşıtların ticareti ve toptan ticarete de azalış izlenmiştir. Yılın ilk çeyreğinde çeyreklik bazda yüzde 1,2 oranında artan hizmet üretim endeksi, mayıs ayı itibarıyla ikinci çeyrekte yüzde 0,5 oranında sınırlı azalış kaydetmiştir. İkinci çeyrekte, imalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, iç piyasa siparişlerinde, çeyreklik bazda düşüş olduğunu göstermektedir. Firma görüşmelerinden edinilen tüketim harcamalarına ilişkin tespitler de iç talepte yavaşlamaya işaret etmiştir (Kutu 2.2). Diğer yandan, ikinci çeyrekte iki bayram tatili ve bunlarla bağlantılı idari izinler kaynaklı köprü günlerinin yer alması, talepteki yavaşlamanın seviyesi hakkında net bir görüntü alınmasını zorlaştırmaktadır. Kartla yapılan harcamalar nisan ayında azalmasına rağmen, mayıs-haziran döneminde yükselmiştir. Böylece, kart harcamalarının artışı çeyreklik bazda belirgin şekilde hız kesmekle birlikte pozitif gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.3). Bahsi geçen harcamalar, temmuz ayı itibarıyla ise bir önceki çeyreğe göre yatay seyretmiştir. Bunun yanında, kartla yapılan harcamalarda, özellikle ihtiyari olarak sınıflandırılabilir gruptaki harcamaların azalmaya başladığı gözlenmektedir (Mercek Altı 2.2). Beyaz eşya ve otomobil satışları ikinci çeyrekte tarihsel eğilimlerinin üzerindeki seyrini sürdürse de çeyreklik bazda kayda değer düşüş kaydetmiştir (Grafik 2.3.4). Otomobil satışları temmuz ayında da azalmaya devam etmiştir. Diğer taraftan, mevsimsellikten arındırılmış olarak tüketim malı ithalatı, mayıs-haziran döneminde azalmakla birlikte halen seviye olarak bir önceki yıl ortalamasının üzerinde kalmıştır. Geçici dış ticaret verilerine göre, tüketim malı ithalatı temmuz ayında düşüşünü sürdürürken halen yüksek seviyede bulunmaktadır.

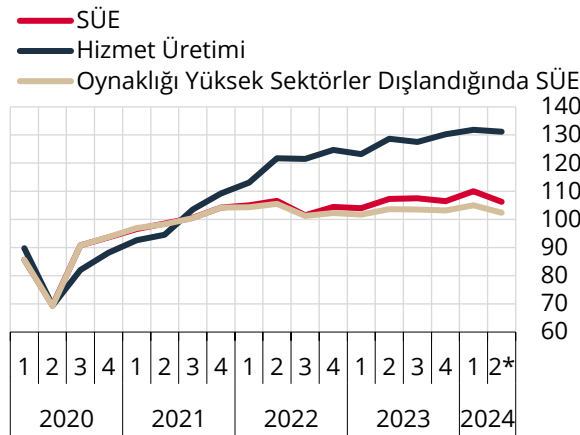


**Grafik 2.3.3: Tüketim Göstergeleri** (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2021=100)

Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

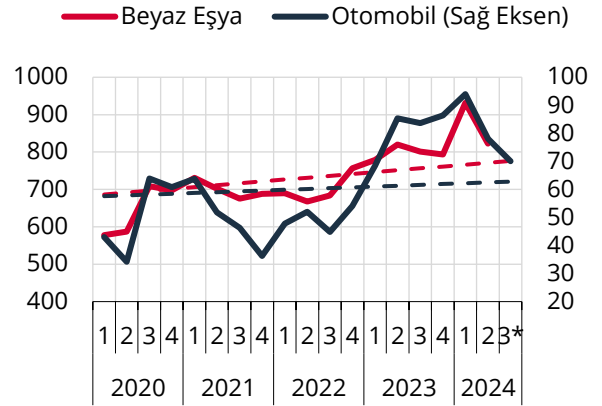
**2024 yılının ikinci çeyreğinde hem sanayi hem de hizmet üretimi çeyreklik bazda azalmıştır.** Mayıs ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak sanayi üretimi, ikinci çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 3,4 oranında gerilemiştir (Grafik 2.3.5). Nisan ayında sanayi üretimindeki düşüşte, Ramazan Bayramı tatilinin idari kararlarla uzatılması sonucu gerçekleşen köprü günleri de rol oynarken mayıs ayında gerçekleşen telafi niteliğindeki artış sınırlı olmuştur. Tipik olarak yüksek oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında ise ikinci çeyrekte sanayi üretimindeki düşüşün genel endeksin ima ettiğinden daha az olduğu değerlendirilmektedir. Hizmet üretimi, mayıs ayı itibarıyla çeyreklik bazda yüzde 0,5 oranında sınırlı azalış kaydetmiştir. Bu çerçevede, ikinci çeyrekte arz koşullarının genel olarak talep görünümüyle uyumlu seyrettiği gözlenmiştir. İYA ve PMI gibi anket bazlı göstergeler de ikinci çeyrekte sanayi faaliyetindeki yavaşlamayı teyit etmektedir. Bu dönemde, üretim, istihdam ve talebe ilişkin anket göstergeleri bir önceki çeyreğe göre gerilemiştir (Grafik 2.3.6). İkinci çeyrekte görece sınırlı düzeyde azalan kapasite kullanım oranı ise temmuz ayı itibarıyla çeyreklik bazda 0,7 puan düşerek yüzde 75,9 seviyesine gerilemiştir. Benzer şekilde, PMI üretim göstergesi de temmuz ayı itibarıyla gerilemeye devam etmiştir.

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

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Nisan-mayıs ayları ortalamasıdır.

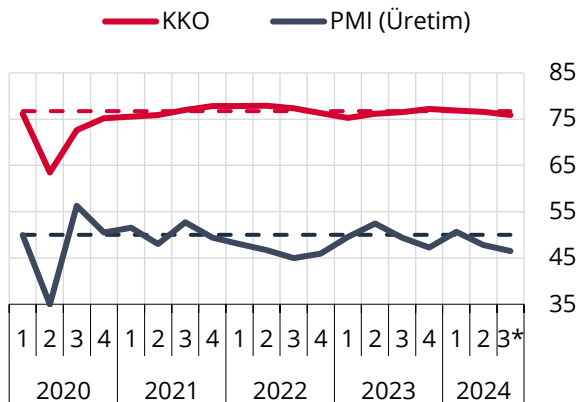
\*\* Tipik olarak oynak bir seyir izleyen kayıtlı medya, bilgisayar-optik, temel eczacılık ve diğer ulaşım sektörleri dışlandığında sanayi üretimi.

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

Kaynak: ODMD, TCMB, TURKBESD.

\* Otomobil satışları temmuz ayı itibarıyla.

\*\* Kesikli çizgiler 2010-2018 dönemi eğilimini göstermektedir.

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

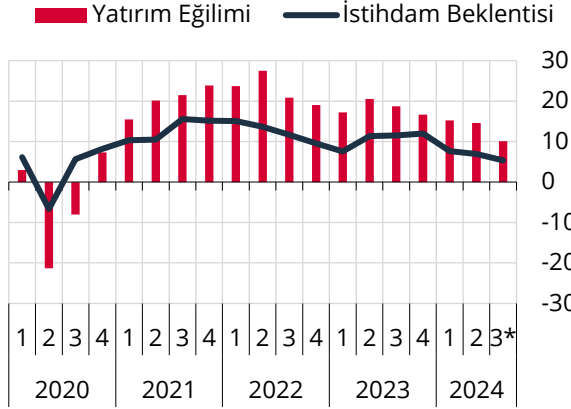
Kaynak: S&amp;P, TCMB, TÜİK.

\* Temmuz ayı itibarıyla.

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

**İkinci çeyrekte sınırlı düzeyde azalış gösteren imalat sanayi firmalarının yatırım eğilimleri ve istihdam beklentileri, temmuz ayında gerilemesini sürdürmüştür** (Grafik 2.3.7). Sermaye malları üretimi, yatırım eğilimindeki yavaşlama görünümü ile uyum arz etmektedir. Hem genel olarak hem de taşıt ve diğer ulaşım hariç sermaye malları üretimleri mayıs ayı itibarıyla çeyreklik bazda azalmıştır. Buna karşılık, taşımacılık araçları hariç sermaye malları ithalatı, mayıs ayında aylık bazda düşüş kaydetmesine rağmen nisan ayındaki artış kaynaklı olarak çeyreklik bazda yükselmiştir (Grafik 2.3.8).

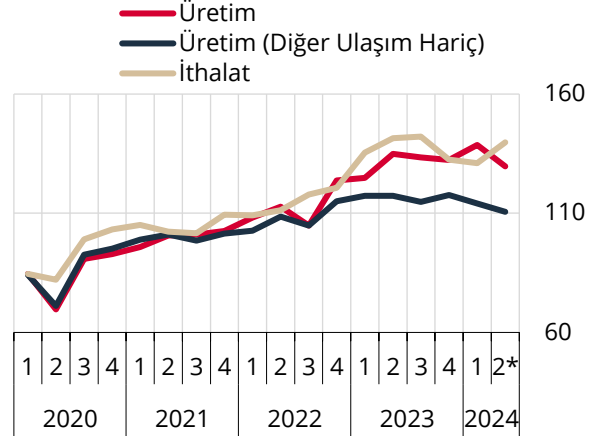
**Grafik 2.3.7: İYA Sabit Sermaye Yatırım Harcaması ve İstihdam Beklentileri** (Artacak-Azalacak, Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

\* Temmuz ayı itibarıyla.

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



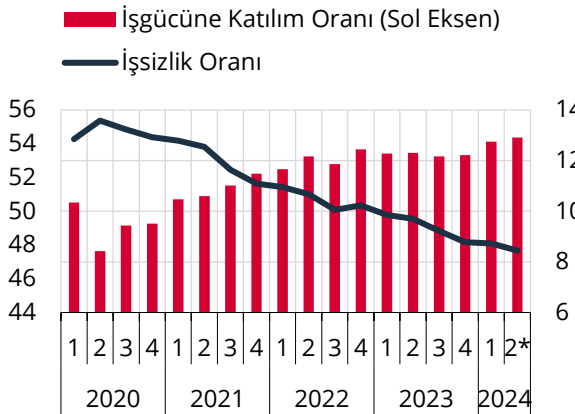
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Nisan-mayıs ayları ortalamasıdır.

## İşgücü Piyasası Gelişmeleri

**İstihdam ikinci çeyrekte artışını sürdürmüştür.** Mayıs ayı itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış olarak istihdam çeyreklik bazda yüzde 0,9 oranında (296 bin kişi) artmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış işgücüne katılım oranı ise 0,3 puan yükselerek yüzde 54,4 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.9). İşsizlik oranı yılın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla 0,3 puan azalarak yüzde 8,4 olmuştur. Bu dönemde işsizlik oranı üzerinde nüfus artışının 0,12 puan, katılım oranındaki artışın 0,43 puan yükseltici etkisi bulunurken istihdam artışının 0,83 puan düşürücü etkisi olmuştur (Grafik 2.3.10 ve Grafik 2.3.11). Öte yandan, işgücü piyasasının tamamlayıcı göstergelerinden olan atıl işgücü oranının mayıs ayı itibarıyla çeyreklik olarak 1,2 puan artması ve halihazırdaki yüksek seviyesi göz önünde bulundurulduğunda, işgücü piyasasının, ana göstergelerin ima ettiği ölçüde güçlü olmayabileceği değerlendirilmektedir.

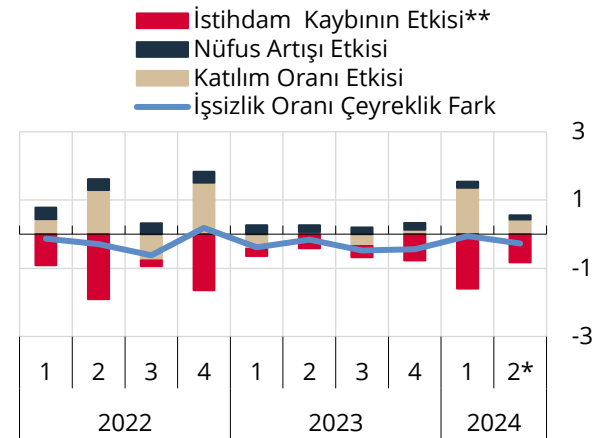
**Grafik 2.3.9: Toplam İşsizlik Oranı ve İşgücüne Katılım Oranı** (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)



Kaynak: TÜİK.

\* Nisan-mayıs ayları ortalamasıdır.

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



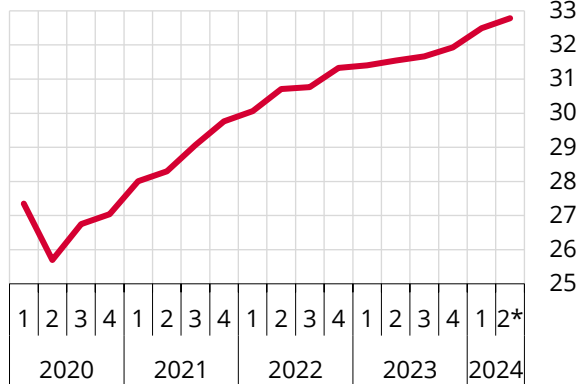
Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Nisan-mayıs ayları ortalamasıdır.

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

**Anket göstergeleri ve yüksek frekanslı veriler, imalat sanayi firmalarının geleceğe yönelik istihdam beklentilerinde düşüşe işaret etmektedir.** Temmuz ayı itibarıyla yeni iş ilanları geçen seneki seviyelerinin altında, toplam iş başvuru sayısı ise üzerindedir. İmalat sanayi firmalarına yönelik anket verileri, firmaların istihdam görünümünün çeyreklik bazda bozulma kaydettiğini, gelecek üç ay içindeki istihdam beklentilerinin ise tarihsel ortalamasının altına gerilediğini göstermektedir (Grafik 2.3.12).

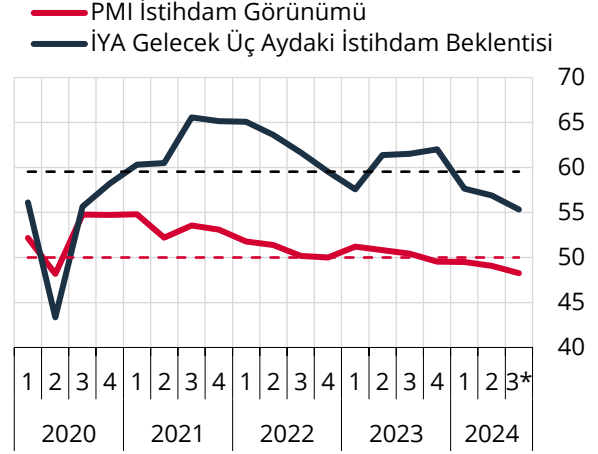
**Grafik 2.3.11: Toplam İstihdam**  
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK.

\* Nisan-mayıs ayları ortalamasıdır.

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



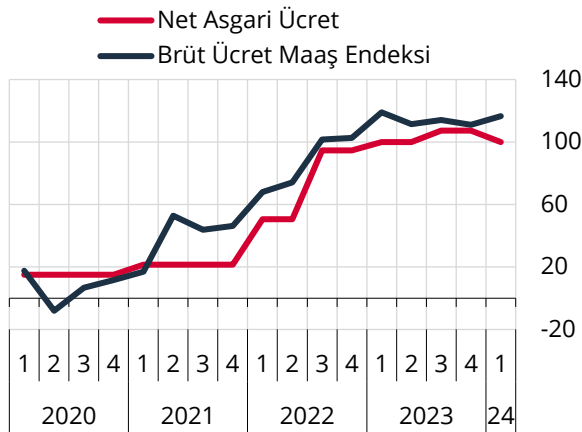
Kaynak: S&P Global, TCMB.

\* Temmuz ayı itibarıyla.

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

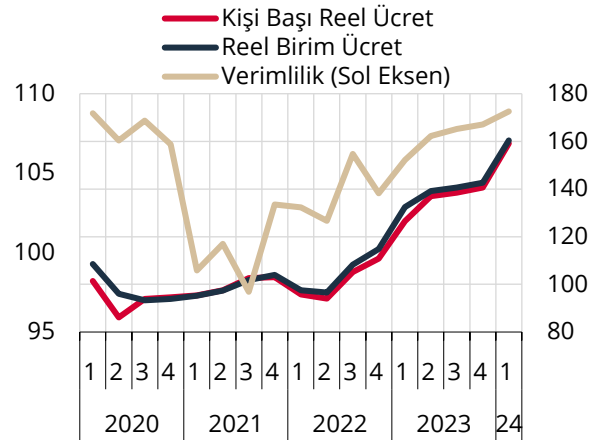
**Tarım dışı nominal ücretlerdeki yıllık yükseliş oranı 2024 yılının ilk çeyreğinde yüzde 116,5 olarak gerçekleşmiştir** (Grafik 2.3.13). Söz konusu gelişimde, 2024 yılı için asgari ücretin bir önceki yılın ocak ayına göre yaklaşık yüzde 100 oranında artırılması etkili olmuştur. 2024 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetlerdeki güçlü seyrin işgücü piyasasına yansımalarıyla tarım dışı sektörde kısmi emek verimliliği (tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam) sınırlı bir oranda artmıştır. Verimlilik artışının kişi başı reel ücretler artışının gerisinde kalması, tarım dışı reel birim ücretlerin (kişi başı reel ücret/verimlilik) ilk çeyrekte yükselmesine neden olmuştur (Grafik 2.3.14). Ancak, 2024 yılının geri kalanında reel birim ücretlerin önceki yıla kıyasla daha ılımlı seyrederken dezenflasyon sürecine katkı vermesi beklenmektedir.

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



Kaynak: ÇŞGB, TCMB, TÜİK.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

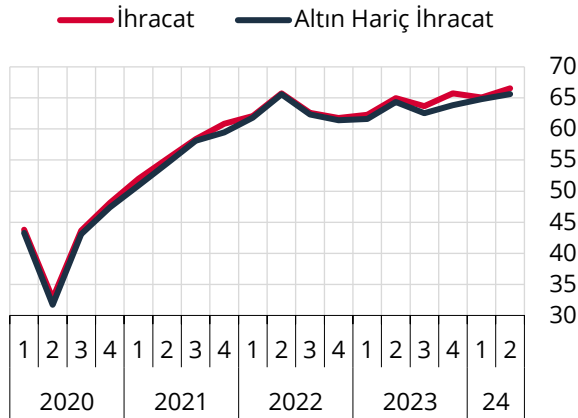
\* Tarım dışı katma değer/tarım dışı istihdam.

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

## Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi Görünümü

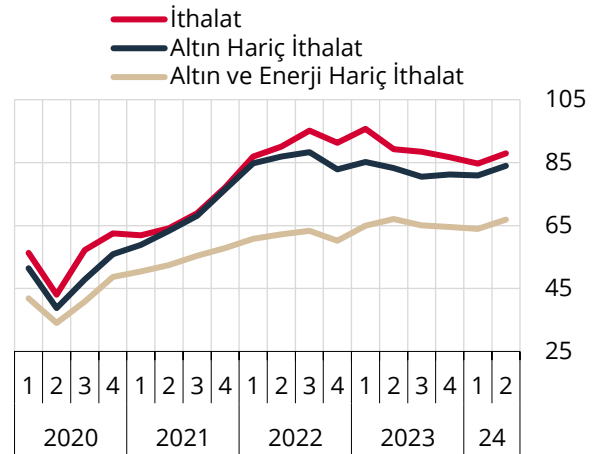
**2024 yılının ikinci çeyreğinde altın hariç ihracat ve ithalat artış göstermiştir.** Bu dönemde Türkiye'nin ana ticaret ortaklarının iktisadi faaliyetindeki görece olumlu seyir ve ihracat iklimindeki iyileşmeyle birlikte dış talep koşulları destekleyici olmuştur. Aynı dönemde mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak altın hariç ihracat artmıştır (Grafik 2.3.15). Yılın ikinci çeyreğine denk gelen iki bayram tatilinin hafta sonu ile birleştirilmesinden kaynaklanan köprü günleri ve İsrail ile yapılan ticaretin sonlandırılması altın hariç ihracattaki artışı sınırlamıştır. Altın ihracatı ise ilk çeyreğe kıyasla yükselerek tarihsel ortalaması civarında gerçekleşmiş ve toplam ihracatın çeyreklik bazdaki ılımlı artışında rol oynamıştır. Anılan dönemde ana metal, diğer ulaşım araçları, petrol ürünleri ve fabrikasyon metal sektörleri ihracata pozitif katkı sağlamıştır. İkinci çeyrekte yıllıklandırılmış olarak Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracat sınırlı düzeyde artarken Orta Doğu'ya yapılan ihracat gerilemiştir. İkinci çeyrekte ise mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış toplam ithalat artış kaydetmiştir (Grafik 2.3.16). Çeyreklik artışa en yüksek katkılar tüketim ve ara malı ithalatından gelmiştir. Altın ithalatı sınırlı düzeyde artmış, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış enerji ithalatı ise önceki çeyreğe göre yatay seyretmiştir. İkinci çeyrek içindeki aylık hareketlerin ima ettiği eğilimlere bakıldığında, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ithalatın nisan ayındaki kuvvetli artışından sonra mayıs ayında benzer kuvvette azaldığı ve haziran ayında yeniden bir miktar arttığı izlenmektedir. Nisan ve haziran aylarına denk gelen bayram ve köprü günü kaynaklı takvim etkileri ithalat verisinde oynaklığa neden olmaktadır. Bununla birlikte, özellikle altın ve tüketim malı ithalatında ikinci çeyreğin son iki ayında izlenen düşüş eğilimi dikkat çekmektedir. Bu çerçevede, aylık bazda oynak bir seyir izleyen mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığında üst üste iki çeyrek boyunca yaşanan gerileme yılın ikinci çeyreğinde duraksamış ve bu dönemde hem toplam hem de altın ve enerji hariç dış ticaret açığında artış görülmüştür. Bununla birlikte, dış ticaret açığı çeyreklik bazda artarken yıllıklandırılmış olarak iyileşmesini sürdürmüştür. Öte yandan, geçici dış ticaret verileri temmuz ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak aylık bazda ihracatta yatay bir seyir, ithalatta ise düşüş göstermiştir. Böylece temmuz ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış dış ticaret açığı gerileyerek ikinci çeyrek ortalamasının altında gerçekleşmiştir. İç talepteki dengelenmenin de etkisiyle, çekirdek dış ticaret açığının üç aylık hareketli ortalamalar bazında bir önceki Enflasyon Raporu'na göre azalış gösterdiği ve manşet açığa göre daha düşük değerler aldığı dikkat çekmektedir. Tüketim malları ithalatı mayıs-haziran döneminden sonra temmuz ayında da düşüş eğilimini devam ettirerek önceki yıl ortalamasına yakın seyretmiştir. Bu çerçevede üçüncü çeyreğin kalanında tüketim malları başta olmak üzere ithalatın izleyeceği seyir talepteki dengelenme açısından yakından takip edilecektir.

**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)

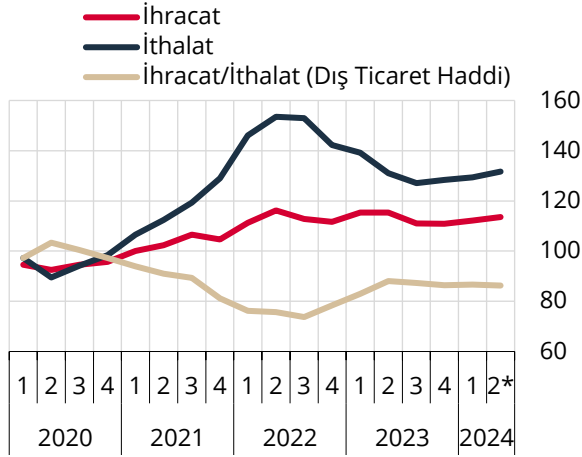


Kaynak: TCMB, TÜİK.

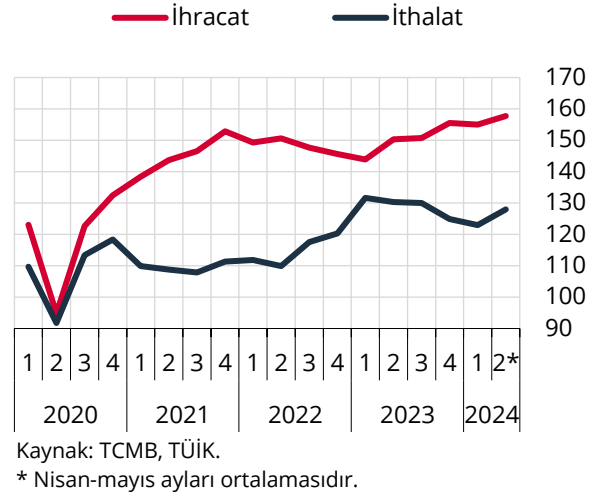
**Mayıs ayı itibarıyla dış ticaret hadleri çeyreklik olarak yataya yakın seyretmiş, dış ticaretteki birkaç çeyreklik devam eden miktarsal dengelenme ise duraksamıştır.** Nisan-mayıs ortalamasına göre hesaplanan ikinci çeyrek dış ticaret birim değer endekslerine göre ihracat ve ithalat fiyatları önceki çeyreğe kıyasla sınırlı düzeyde ve birbirine yakın oranlarda yükselmiştir (Grafik 2.3.17). Dış ticaret haddi, son üç çeyreklikte görece yüksek seviyesini koruyarak dış ticaret dengesini desteklemiştir. Diğer taraftan, yine Mayıs ayı itibarıyla hesaplanan dış ticaret miktar endekslerine göre, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat ve ithalat miktarı artarken ithalat miktarındaki artış daha yüksek olmuştur (Grafik 2.3.18). Böylelikle,

dış ticarete son üç çeyrekte görülen reel dengelenme yılın ikinci çeyreğinde duraksamıştır. Mal grupları bazında incelendiğinde ithalat miktarındaki artışa tüm mal gruplarının katkı verdiği görülürken tüketim malı ithalat miktarındaki artış diğer gruplara kıyasla daha güçlü gerçekleşmiştir (Grafik 2.3.19). Tüketim malı ithalat miktarındaki seyirde nisan ayındaki kuvvetli artış etkili olurken mayıs ayında gerileme kaydetmiştir. Haziran ayı dış ticaret verilerine göre nominal olarak gerileyen tüketim malı ithalatının miktarsal olarak da düşüş eğilimini sürdüreceği değerlendirilmektedir.

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

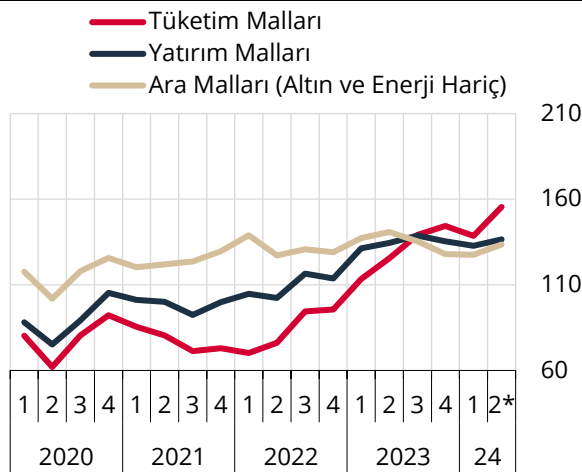


**Grafik 2.3.18: Dış Ticaret Miktar Endeksleri (Mevsimsellikten Arındırılmış, 2015=100)**

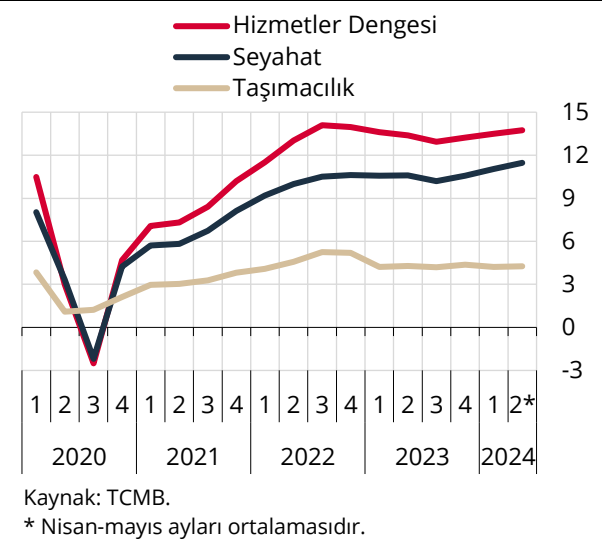


**Hizmetler dengesindeki olumlu seyir, seyahat gelirlerinin katkısıyla güçlenerek devam etmektedir.** Mayıs ayı itibarıyla mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış net seyahat gelirlerindeki artışın sürmesiyle hizmetler dengesi fazlası yılın ikinci çeyreğinde de artmaya devam etmiş, önemli bir diğer kalem niteliğindeki taşımacılık gelirleri ise yatay seyretmiştir (Grafik 2.3.20). Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış yabancı ziyaretçi sayısında devam eden artış eğilimi, seyahat gelirlerindeki artışta en temel etken olmayı sürdürmüştür. Mevcut ve öncü veriler, haziran ayında da yabancı ziyaretçi sayısının ve net seyahat gelirlerinin görece yüksek seviyelerini koruduğuna işaret etmektedir.

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

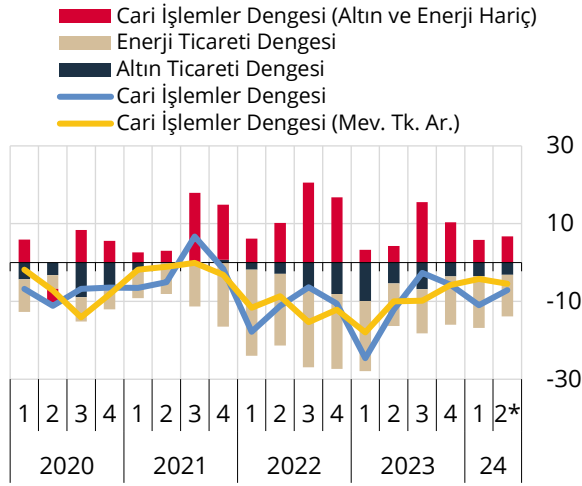


**Grafik 2.3.20: Hizmetler Dengesi (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, Milyar ABD Doları)**



**Cari işlemler dengesi yıllık bazda iyileşmeye devam ederken çeyreklik bazdaki iyileşme eğilimi hizmetler dengesindeki güçlü görünümüne karşın dış ticaret açığındaki artışın etkisiyle duraksamıştır.** İkinci çeyrekte hizmetler dengesinin cari dengeye sunduğu olumlu katkı artarak devam etmiştir. Bununla birlikte, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ödemeler dengesi tanımlı mal ticareti dengesinde süregelen artış eğilimi bu dönemde bayramlar ve bağlantılı köprü günlerinin de etkisiyle duraksamış ve mal ticareti açığı bir miktar artarak 2023 yılı son çeyrek seviyesine yakın gerçekleşmiştir. Böylelikle, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari açık ikinci çeyrekte bir önceki çeyreğe göre bir miktar artmıştır (Grafik 2.3.21). Benzer şekilde ana eğilim göstergesi niteliğindeki altın ve enerji hariç cari işlemler dengesindeki fazla da mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak ikinci çeyrekte gerilemiştir. Önümüzdeki dönemde tüketim başta olmak üzere ithalatın seyrininin, dış ticaret açığının ve cari açığın seyri açısından belirleyici olacağı değerlendirilmektedir.

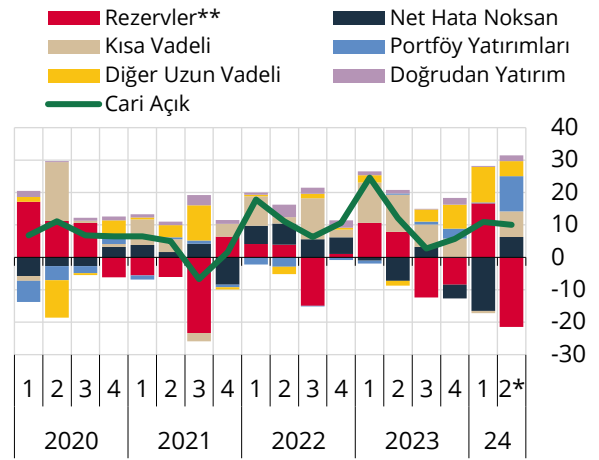
**Grafik 2.3.21: Cari İşlemler Dengesi (Çeyreklik, Milyar ABD Doları)**



Kaynak: TCMB.

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

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



Kaynak: TCMB.

\* Nisan-mayıs ayları toplam değeridir.

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

**Cari işlemler dengesinin finansmanında portföy yatırımlarının ağırlığı artarken ikinci çeyrekte net hata ve noksan kaleminde giriş gözlenmiş, rezervler artmıştır.** Mayıs ayı itibarıyla ikinci çeyrekte yurt dışı yerleşiklerin doğrudan yatırımları önceki çeyreğe kıyasla sermaye girişlerindeki artış kaynaklı yükselmiştir. Hisse ve borçlanma senedi piyasalarına portföy girişleri ile krediler gibi kısa vadeli yatırım kalemleri kaynaklı girişler ise önceki çeyreğe kıyasla artmıştır (Grafik 2.3.22). Bu dönemde, net hata ve noksan kalemine girişler görülürken rezervler de artış kaydetmiştir. Öncü veriler, resmi rezervlerin haziran ayında sınırlı azalış kaydettikten sonra, temmuz ayında yeniden arttığına işaret etmektedir. Cari işlemler açığının mevsimsel etkilerle gerileyeceği önümüzdeki dönemde, finansman ihtiyacındaki azalış ve finansman kompozisyonundaki çeşitlenme rezerv birikimine de katkıda bulunacaktır.

## Kamu Maliyesi Gelişmeleri

**Yılın ilk yarısında merkezi yönetim bütçesi 747,2 milyar TL bütçe açığı ve 172,8 milyar TL faiz dışı açık kaydetmiştir.** Bu dönemde finansman ihtiyacının karşılanmasında hem iç hem de dış borçlanma kullanılmış; uluslararası sermaye piyasalarından yaklaşık 7 milyar ABD doları tutarında finansman sağlanmıştır. Merkezi yönetim borç stokunun milli gelire oranının 2024 yılı haziran ayında yüzde 23,6; iç ve dış borç stokunun milli gelire oranlarının ise sırasıyla yüzde 11,6 ve yüzde 11,9 olduğu tahmin edilmektedir.

**Ocak-haziran döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre, gelirler yüzde 103,8 oranında, harcamalar ise yüzde 93,7 oranında artış kaydetmiştir.** Söz konusu dönemde vergi gelirlerinin faiz dışı harcamaları karşılama oranı yüzde 80,3 olmuştur. Personel giderlerinin faiz dışı harcama artışına verdiği katkıda memur maaşlarında yapılan düzenlemeler de rol oynamıştır. Faiz dışı harcamalar içinde önemli bir paya sahip olan cari transferler yılın ilk yarısında yüzde 74,8 oranında yıllık artış kaydetmiştir. Bu gelişmede emeklilere

bayram ikramiyesi miktarının 2024 yılında yükseltilmesinin yanı sıra EYT uygulamasıyla emekli sayısının artmasının ve gelirden ayrılan payların yüksek bir yıllık artış kaydetmesinin etkisi olmuştur. Ayrıca görevlendirme giderleri kapsamında Elektrik Üretim A.Ş.'ye yapılan 86,7 milyar TL'lik; borç verme kapsamında Toprak Mahsülleri Ofisi ve T.C. Devlet Demiryolları'na yapılan sırasıyla 48,9 ve 30,9 milyar TL'lik aktarımlar ilk altı ayda yapılan faiz dışı harcamalar içinde dikkat çekmektedir. Öte yandan vergi gelirleri, çeyreklik bazda yavaşlamakla birlikte yıllık artışını sürdüren yurt içi talep görünümü, enflasyondaki seyir ve 2023 yılı temmuz ayında yapılan düzenlemelere bağlı olarak güçlü seyretmektedir. Nitekim yurt içi talebe duyarlılığı yüksek olan ÖTV ile dahilde alınan KDV kalemleri, vergi gelirlerinin yıllık artışına en yüksek katkı yapan kalemler olmuştur. Yılın ilk yarısında tahsil edilen toplam 39,5 milyar TL tutarındaki yeniden yapılandırma geliri de bütçeye katkı sağlamıştır.

**Yıllıklandırılmış bütçe açığının milli gelire oranının haziran ayı itibarıyla yüzde 4,9 civarında olduğu tahmin edilmektedir.** Vergi gelirlerinin seyri, deprem harcamalarının tutarı, mayıs ayında açıklanan kamuda tasarruf ve verimlilik paketinin bütçeye katkısı gibi unsurların söz konusu oranın yıl sonunda alacağı değer üzerinde belirleyici olacağı not edilmelidir.

## Mercek Altı 2.2

### Parasal Sıkılaştırma ve Kart Harcamalarının Gelişimi

**Parasal sıkılaştırma, ihtiyari harcamalar başta olmak üzere kart harcamaları üzerinde etkili olmaktadır.** Toplam kartla yapılan harcamalar, yüksek seviyesine karşın son dönemde görece yatay seyretmiştir (Grafik 1). Bu mercek altında, yakın dönemde kart harcamalarında gözlenen normalleşme eğilimi, harcama kalemleri ihtiyari ve zorunlu harcamalar şeklinde ayrılarak daha detaylı incelenmiştir. Hanehalkının temel harcama kalemlerini daha iyi yansıttığı değerlendirilen gıda, sağlık, yakıt ve yemek sektörleri gibi kalemler zorunlu harcama kalemleri olarak sınıflandırılmıştır. Geriye kalan kuyumculuk, araba kiralama, kumarhane-içkili yerler ve elektronik gibi kalemler ise ihtiyari veya görece daha fazla isteğe bağlı harcama kalemleri olarak gruplanmıştır.<sup>1</sup> İhtiyari harcamaların, toplam kart harcamaları içindeki payı yüzde 30 civarındadır. Söz konusu sınıflamaya göre kartla yapılan harcamaların parasal sıkılaştırma sürecini takip eden bir yıllık dönemdeki seyri Grafik 2'de sunulmaktadır.

**Parasal sıkılaştırma adımlarının hanehalkının zorunlu harcamalarında nispeten daha yavaş ve kademeli etki edebilmesi; öte yandan, sıkılaştırmanın etkilerinin ihtiyari harcamalarda daha erken azalmaya yol açması beklenir.** Nitekim, salgın dönemine denk gelen 2021 dönemi sıkılaştırma dışlandığında<sup>2</sup>, daha önceki iki parasal sıkılaştırma döneminde kart harcamaları söz konusu hipotez ile uyumlu hareket etmiştir (Grafik 3 ve Grafik 4). Son sıkılaştırma sürecine bakıldığında da özellikle 2024 yılında kart harcamalarının, önceki sıkılaştırma dönemlerine benzer şekilde, söz konusu beklentiyle genel olarak uyumlu hareket ettiği gözlenmektedir.<sup>3</sup> Bu sıkılaştırma dönemindeki bir fark ihtiyari ve zorunlu harcamalardaki yavaşlamanın sıkılaştırmaya başlanmasından daha uzun bir süre sonra oluşmasıdır. Bu durumun, hem önceki dönemlere göre ödeme şekli alışkanlıklarının değişmesine de (nakit yerine kartla harcama tercihinin artması) bağlı olacak şekilde kartla yapılan harcama eğiliminin yükselmesi hem de tüketicilerin sıkılaştırma öncesi yüksek tüketici kredisi artışı döneminin de etkisiyle

<sup>1</sup> Gıda, sağlık, yakıt, yemek, market ve avm, giyim, kozmetik, yapı malzemeleri, araç ve servis, mobilya ile market ve avm zorunlu; kuyumculuk, araba kiralama, kumarhane-içkili yerler, elektronik, hizmet sektörleri, telekomünikasyon, seyahat-taşımacılık, kırtasiye, konaklama, müteahhit işleri, sosyal hizmetler ve doğrudan pazarlama ise ihtiyari kalemler olarak ayrıştırılmıştır. Bu sınıflandırma çerçevesinde, her iki grup içinde de bazı harcamalar zorunlu ve bazıları ise isteğe bağlı olarak değerlendirilebilse de söz konusu sınıflamanın hanehalkının genel tüketim kalıpları göz önünde bulundurularak uygun olabileceği değerlendirilmektedir. Benzer bir sınıflandırma "Grigoli, F., ve Sandri, D. (2023). Monetary policy and credit card spending, BIS Working Papers No 1064" çalışmasında yapılmıştır. İlgili çalışmada, bu mercek altına benzer şekilde seyahat harcamaları gibi kalemler "ihtiyari (discretionary)" harcamalar altında ele alınırken, market alışverişi gibi kalemler "temel tüketici ürünleri (consumer staples)" kategorisinde değerlendirilmiştir.

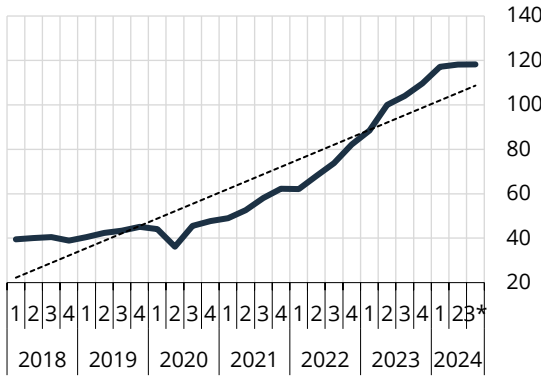
<sup>2</sup> Salgın dönemine bağlı olarak zorunlu harcama kalemleri de etkilendiğinden bu tarz bir analizde sıkılaştırma etkisi ile salgın etkisinin birbirine karışabileceği değerlendirilmiş, bu yüzden bu dönem yerine diğer sıkılaştırma dönemleri seçilmiştir.

<sup>3</sup> İhtiyari harcama kalemleri arasında sadece ağırlığı en yüksek üç kalem (elektronik, hizmet sektörleri ve telekomünikasyon) için bakıldığında da benzer bir görünüm izlenmektedir.

likidite/servet tamponu oluşturmasından kaynaklanabileceği değerlendirilmektedir. Veriler, zorunlu ve ihtiyari harcamaların 2024 yılının şubat ayına kadar kadar artış eğiliminde olduğuna, 2024 yılının mart ayı itibarıyla ise sıkılaştırmanın etkisinin özellikle ihtiyari harcama gruplarından başlayarak daha belirgin şekilde hissedildiğine işaret etmektedir. Zorunlu harcama sınıflandırmasına göre kart harcamaları ise nisan ayı itibarıyla görece yataylaşmıştır.

**Özetle, kart harcamaları hem toplam hem de ihtiyari/zorunlu olarak gruplandırıldığında ikinci çeyrekte yavaşlamaya başlamıştır.** Söz konusu yavaşlamanın, parasal sıkılaştırmadan daha güçlü ve erken etkilenmesi beklenen ihtiyari harcama grubunda daha belirgin olduğu değerlendirilmektedir.

**Grafik 1: Kartla Yapılan Harcamalar (MTA, 2023Ç2=100)**

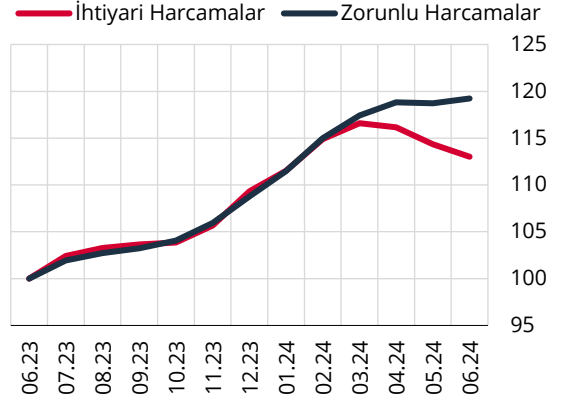


Kaynak: TCMB.

\* TÜFE ile reelleştirilmiştir. 2024 yılı üçüncü çeyreği temmuz ayının ilk üç haftası itibarıyladır. Kesikli çizgi doğrusal trendi göstermektedir.

MTA: Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış.

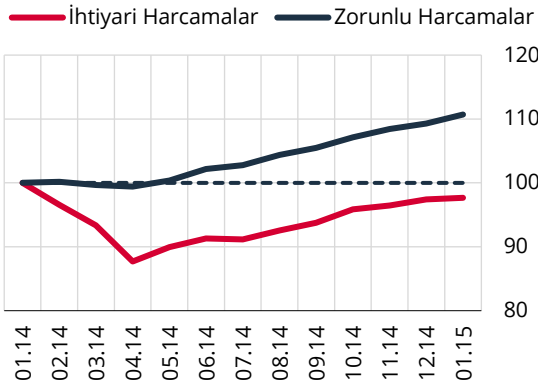
**Grafik 2: Kartla Yapılan Harcamalar\* (MTA, 3-Ay HO, 2023 Haziran=100)**



Kaynak: TCMB.

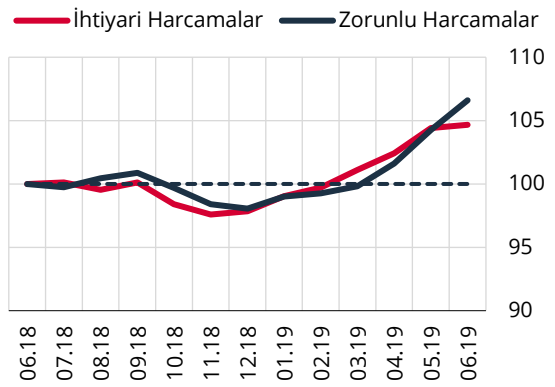
\* TÜFE ile reelleştirilmiştir. Hava yolları kalemi tavan fiyat uygulamaları nedeniyle dışlanmıştır. Aylık bazda harcama kalemlerinin oynaklığını azaltmak için 3-aylık hareketli ortalamalar kullanılmıştır. HO: Hareketli Ortalama.

**Grafik 3: Kartla Yapılan Harcamalar (MTA, 3-Ay HO, 2014 Ocak=100)**



Kaynak: TCMB.

**Grafik 4: Kartla Yapılan Harcamalar (MTA, 3-Ay HO, 2018 Haziran=100)**



Kaynak: TCMB.

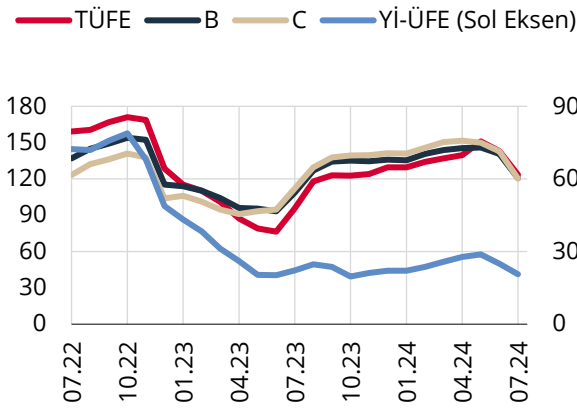
## 2.4 Enflasyon

**Tüketici enflasyonu 2024 yılı temmuz ayını yüzde 61,8 ile bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının içinde tamamlamıştır** (Grafik 2.4.1). Ocak ayından itibaren artış kaydeden ABD doları bazındaki emtia fiyatları, nisan ayında ulaştığı seviye sonrasında gerileme kaydederek ikinci çeyrek genelinde ılımlı bir seyir izlemiştir. Temmuz ayında küresel emtia fiyatlarındaki düşüş enerji dışı emtia kaynaklı olarak devam etmiştir. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi ikinci çeyrekte tarihsel ortalamasında seyretmiştir. Rapor döneminde nominal döviz kuru sepetindeki artış oldukça sınırlı olmuştur. Bu görünüm altında, tüketici enflasyonu üzerinde üretici fiyatları kaynaklı baskılar zayıflamıştır. 2024 yılı ilk çeyreğinde güç kazanan talep



koşullarının yılın ikinci çeyreğinde zayıfladığı ancak çıktı açığının enflasyonist bölgedeki seyrini koruduğu tahmin edilmektedir. Bu dönemde enflasyon beklentileri tüm vadelerde gerilese de mevcut seviyeler Enflasyon Raporu öngörülerinin üzerinde kalarak yukarı yönlü risk teşkil etmeye devam etmiştir. İkinci çeyrek gelişmeleri alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, yıllık tüketici enflasyonundaki yükselişe en önemli katkı baz etkilerinin belirgin olduğu enerji grubundan gelirken bunu hizmet grubu izlemiştir. Mayıs ayında meskenlerde doğal gazda ilk 25 metreküpün bir yıl süreyle bedelsiz olarak kullanılmasından kaynaklı uygulamasının sona ermesi ve 2023 yılı mayıs ayında doğal gazın ücretsiz kullanılması kaynaklı oluşan düşük baz ile enerji yıllık enflasyonu kayda değer bir artış kaydetmiştir. Hizmet sektörü yüksek katkısını sürdürerek, tüketici enflasyonun seyrinde öne çıkan ana grup olmaya devam etmiştir (Mercek Altı 2.3). Temel mal ve gıda gruplarının yıllık enflasyona katkıları ise bir önceki çeyreğe kıyasla azalmıştır (Grafik 2.4.2).

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

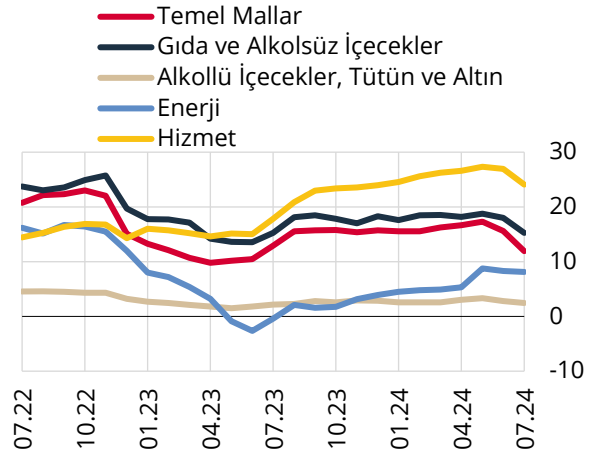


Kaynak: TÜİK.

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

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

**Grafik 2.4.2: Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı (% Puan)**

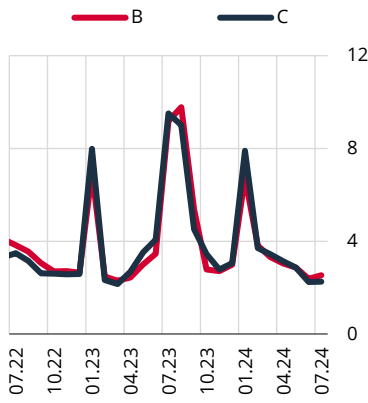


Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Yıllık manşet enflasyon ikinci çeyrekte yükselmesine karşın, enflasyonun ana eğilimi Enflasyon Raporu 2024-III'deki öngörülerle uyumlu olarak yavaşlamıştır.** Mevsimsellikten arındırılmış veriler, B ve C endeksleri aylık artışlarının yavaşlama eğiliminde olduğuna işaret etmiştir (Grafik 2.4.3). İkinci çeyrekte B ve C endeksinin mevsimsellikten arındırılmış aylık ortalama artışı sırasıyla yüzde 2,8 ve yüzde 2,7 oranlarında olmuştur (ilk çeyrekte sırasıyla yüzde 4,6 ve yüzde 5,0). Göstergelerin temmuz ayındaki ortalama artış oranı ise yüzde 2,4 ile ikinci çeyreğe kıyasla yavaşlamasını sürdürmüştür. Medyan enflasyon, SATRIM, Dinamik Faktör gibi alternatif göstergeler de benzer bir eğilim sergileyerek bu görünümü teyit etmiştir (Grafik 2.4.4). B endeksinin oluşturduğu alt gruplar incelendiğinde, yılın ikinci üç ayında fiyat artışları tüm alt gruplarda yavaşlarken temel mallar en düşük çeyreklik fiyat artışıyla dikkat çekmiştir (Grafik 2.4.5). Temel mallar grubundaki bu gelişmede son dönemde döviz kurundaki ılımlı seyir ve iç talepteki görünümün yansımalarıyla, dayanıklı tüketim mallarının etkisi belirgin olmuştur. Dayanıklı mal grubu fiyatlarındaki yavaşlamayı, indirim kampanyalarına bağlı olarak ılımlı seyreden otomobil ile beyaz eşya dışındaki elektrikli ve elektriksiz ev aletleri kalemleri sürüklemiştir. Mobilyadaki fiyat artışları ise nispeten belirgin olmuştur. Diğer taraftan bu dönemde, hizmet grubu fiyat artışı önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamakla birlikte görece güçlü (çeyreklik yüzde 11,80 artış) seyretmiştir (Tablo 2.4.1). Hizmet alt gruplarının genelinde de benzer bir görünüm izlenmiştir. Önceki çeyreğe kıyasla zayıflamakla beraber en yüksek fiyat artışı kira alt grubunda (yüzde 19,49) kaydedilmiştir. Bu dönemde öne çıkan haberleşme grubu enflasyonunda (yüzde 11,97) internet ve telefon görüşme ücretlerinin etkisi hissedilmiştir. Kiralarda ve haberleşme hizmetleri tarafında internet ücretlerinde, kontrat bazlı fiyatlamanın yaygınlığı, bu gruplarda geçmiş enflasyona endeksleme ve atalet eğiliminin yüksek olmasına neden olmaktadır. Bu dönemde yüksek fiyat artışı ile öne çıkan bir diğer alt grup, lokanta ve otel hizmetleri olmuştur. Son aylarda kırmızı et tarafında zayıflayan maliyet baskılarına karşın yemek hizmetleri enflasyonunda süregelen güçlü seyir, tüketici enflasyonundaki yavaşlamayı sınırlamaktadır. Ayrıca, bu dönemde turizm kaynaklı gelişmelerden önemli ölçüde etkilenen otel

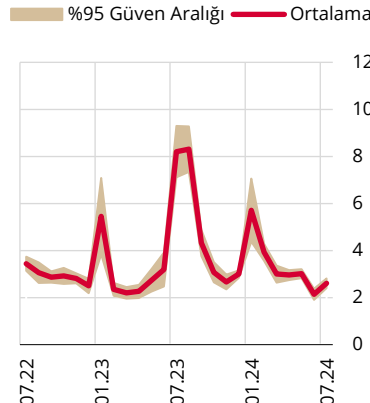
fiyatlarındaki artışın güçlendiği gözlenmiştir. Diğer hizmetler grubu enflasyonunda ise eğitim, sağlık, eğlence ve spor kalemlerinin etkisi öne çıkmıştır. Özel okul ücretlerine istinaden eğitim hizmetlerindeki yüksek seyir sürmektedir. Geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yüksek olduğu ve ücret gelişmelerinden de etkilenen özel okul ücretlerinin tüketici enflasyonuna olan etkisinin, fiyat açıklama tarihlerine bağlı olarak, yaz aylarında kademeli olarak yavaşlayacağı değerlendirilmektedir. Öte yandan, eğitim hizmetlerinin tüketici enflasyonu üzerindeki artırıcı etkisinin eylül ayında özel üniversite ücretlerine bağlı olarak belirgin olabileceği not edilmelidir. B endeksinin bir diğer bileşeni olan işlenmiş gıdada da çeyreklik fiyat artışı bir önceki döneme kıyasla yavaşlarsa da görece güçlü seyretmiştir. Temmuz ayında ise işlenmiş gıda fiyat artışında sınırlı bir düşüş gözlenirken mevsimsellikten arındırılmış verilerle temel mal ve hizmet grubu fiyat artışlarında bu ayda geçici bir yükselme izlenmiştir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

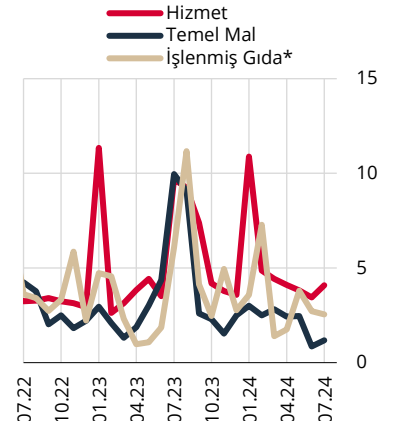
**Grafik 2.4.4: 6 Farklı Ana Eğilim Göstergesi\*** (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık % Değişim)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Mevsimsellikten arındırılmış B, C, SATRİM, Medyan, oynak kalemleri dışlayan, dinamik faktör göstergelerinin aylık ortalaması. Taralı alan %95 güven aralığını gösterir.

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

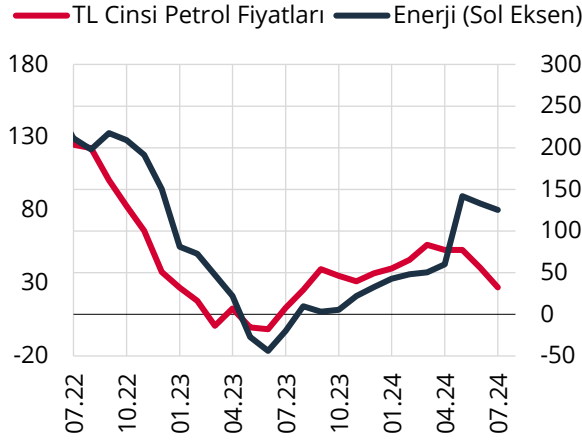


Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* İşlenmiş gıda grubunda istatistiksel olarak anlamlı bir mevsimsel etki bulunmadığı için, ilgili veri grafikte mevsimsel etkilerden arındırılmadan sunulmuştur.

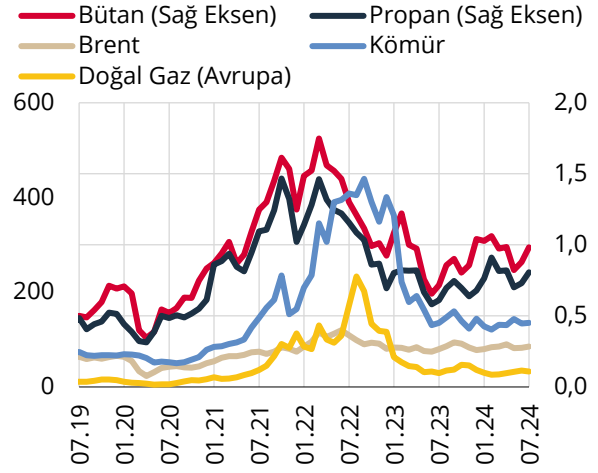
**İkinci çeyrekte, enerji fiyatlarının seyrinde doğal gazda ilk 25 metreküpün bedelsiz olarak kullandırılması uygulamasının sona ermesinin etkisi öne çıkarken grup yıllık enflasyonu bir önceki yılın mayıs ayında doğal gazın ücretsiz kullanılması kaynaklı düşük baz ile önemli ölçüde artış kaydetmiştir.** Yurt içi enerji fiyatları yılın ikinci çeyreğinde yüzde 6,41 oranında yükselmiştir (Tablo 2.4.1). Mart ayında ortalama 85 ABD doları düzeyinde olan uluslararası Brent tipi ham petrol fiyatı, arz yönlü etkilerin yanı sıra, stok seviyelerindeki düşüşler ve devam eden jeopolitik riskler ile dalgalı bir seyir izleyerek nisan ayında yükseldikten sonra izleyen dönemde yeniden gerilemiştir. Petrol fiyatı, haziran ayını yaklaşık 83 ABD doları ortalamasında tamamladıktan sonra temmuz ayında yeniden yükseliş kaydetmiştir. İkinci çeyrekte döviz kuru sepeti ılımlı seyrettiğinden, yurt içi akaryakıt fiyatlarının seyrini TL cinsi uluslararası petrol fiyat hareketleri şekillendirmiştir. İkinci çeyrekte yurt içi enerji fiyatları üzerinde öne çıkan gelişme, yavaşlayan dış fiyat baskılarına karşın, meskenlere yönelik doğal gaz fiyatlarında düzenlemeler kaynaklı mekanik artış olmuştur (Grafik 2.4.6). İlk 25 metre küpü bedelsiz kullanılan doğal gazda bu uygulamanın sona ermesiyle mayıs ayında hane halkı doğal gaz fiyatları yüksek bir oranda (yüzde 28,7) artmıştır. Küresel enerji emtia fiyatları ikinci çeyrekte, kömür ve doğal gaz fiyatları dışında, gerileme göstermiştir (Grafik 2.4.7). Şebeke suyu fiyat artışı, büyük ölçüde İstanbul ilindeki gelişmelere istinaden, ikinci çeyrekte güçlenmiştir. Söz konusu gelişmeler neticesinde, enerji grubunun yıllık tüketici enflasyonuna katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla 3,36 puan artışla 8,28 puan olmuş ve yıllık tüketici enflasyonundaki yükselişe en belirgin katkı bu gruptan gelmiştir (Grafik 2.4.2 ve Grafik 2.4.6). Enerji fiyatları temmuz ayında ise meskenlere yönelik elektrik fiyat artışı yanında, akaryakıt ve tüp gazdaki otomatik vergi artışının yansımalarıyla belirgin şekilde artmıştır.

Grafik 2.4.6: Enerji Fiyatları (Yıllık % Değişim)



Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK.

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



Kaynak: Bloomberg.

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

Tablo 2.4.1: Tüketici Fiyatları

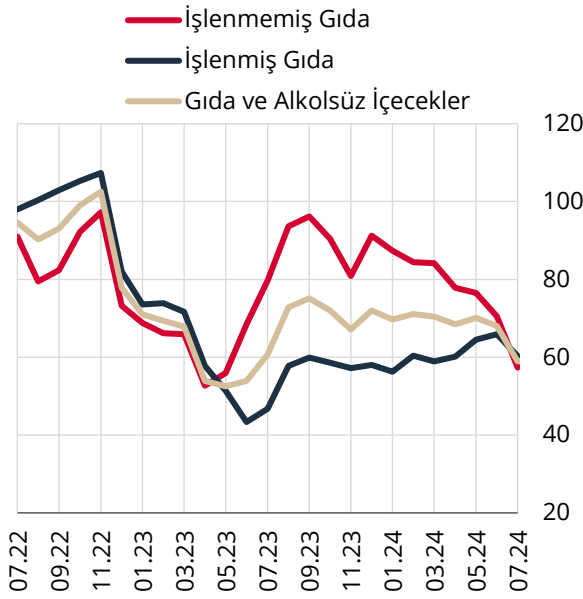
	Çeyreklik % Değişim (Mevsimsellikten Arındırılmış)				Yıllık % Değişim			
	2023		2024		2023		2024	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
<b>TÜFE</b>	<b>25,94</b>	<b>10,35</b>	<b>13,99</b>	<b>8,46</b>	<b>61,53</b>	<b>64,77</b>	<b>68,50</b>	<b>71,60</b>
<b>B</b>	<b>26,30</b>	<b>8,73</b>	<b>14,51</b>	<b>8,52</b>	<b>67,22</b>	<b>68,02</b>	<b>71,89</b>	<b>70,40</b>
<b>C</b>	<b>24,77</b>	<b>9,56</b>	<b>15,75</b>	<b>8,46</b>	<b>68,93</b>	<b>70,64</b>	<b>75,21</b>	<b>71,41</b>
<b>1. Mallar</b>	25,19	9,47	9,86	8,00	52,39	55,46	58,17	62,56
<b>Enerji*</b>	<b>33,71</b>	<b>17,08</b>	<b>10,80</b>	<b>6,41</b>	<b>10,25</b>	<b>27,19</b>	<b>37,32</b>	<b>84,58</b>
<b>Gıda ve Alkolsüz İçecekler</b>	<b>22,68</b>	<b>10,41</b>	<b>11,93</b>	<b>10,85</b>	<b>75,14</b>	<b>72,01</b>	<b>70,41</b>	<b>68,08</b>
İşlenmemiş Gıda	25,24	8,72	12,08	11,66	96,17	91,23	84,14	70,50
Taze Meyve ve Sebze	36,95	-0,13	6,44	22,38	102,46	81,29	82,67	78,61
İşlenmiş Gıda*	22,81	10,50	12,68	8,48	59,95	58,05	58,97	65,89
<b>Temel Mallar</b>	<b>23,06</b>	<b>6,44</b>	<b>8,56</b>	<b>5,84</b>	<b>53,23</b>	<b>52,81</b>	<b>56,46</b>	<b>50,62</b>
Giyim ve Ayakkabı	17,27	8,19	7,97	5,81	31,36	39,74	49,12	46,87
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	24,41	3,89	9,61	3,69	65,61	60,70	61,11	46,89
Mobilya	23,32	7,25	16,21	10,90	62,08	55,21	60,00	70,60
Otomobil	28,93	3,68	4,88	2,70	72,91	72,24	66,93	40,87
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler*	22,01	6,56	10,79	0,91	57,63	47,89	54,94	45,35
Diğer Dayanıklı Mallar*	23,07	9,30	13,75	5,08	53,37	55,64	62,98	60,78
Diğer Temel Mallar*	22,69	9,17	11,31	6,76	50,10	50,42	55,25	59,17
<b>Alkollü İç. Tütün Ür. ve Altın*</b>	<b>26,24</b>	<b>9,45</b>	<b>6,58</b>	<b>13,36</b>	<b>67,19</b>	<b>71,18</b>	<b>65,30</b>	<b>66,94</b>
<b>2. Hizmetler</b>	<b>28,66</b>	<b>12,01</b>	<b>21,43</b>	<b>11,80</b>	<b>86,46</b>	<b>90,66</b>	<b>96,48</b>	<b>95,27</b>
Kira	24,06	20,16	25,77	19,49	95,03	108,58	123,95	123,64
Lokanta ve Oteller	24,69	12,57	22,50	10,99	92,48	93,24	94,97	90,67
Ulaştırma	61,82	5,52	8,36	10,57	95,97	92,44	94,41	103,54
Haberleşme	13,20	13,39	16,54	11,97	55,04	63,92	71,99	67,45
Diğer Hizmetler	27,14	13,75	15,33	13,58	81,64	85,20	90,41	89,06

Kaynak: TCMB, TÜİK.

\* Mevsimsellik saptanmayan kalemler.

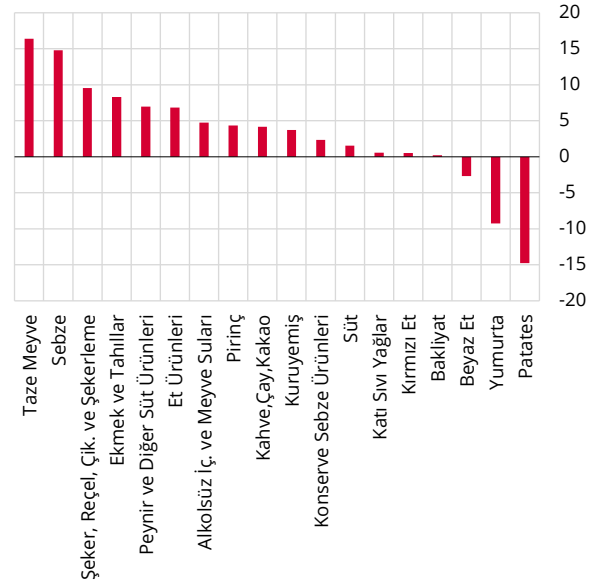
**Üç yıllık bir süreden sonra nisan ayında manşet enflasyonun altına gerileyen yıllık gıda enflasyonu bu görünümü çeyrek boyunca korumuştur.** Gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu, ikinci çeyrekte 2,33 puan gerileyerek yüzde 68,08 olmuştur. Yıllık enflasyon işlenmemiş gıdada 13,64 puan gerilerken işlenmiş gıdada 6,92 puan artış kaydetmiştir (Grafik 2.4.8). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle gıda grubu enflasyonunda bir önceki çeyreğe benzer bir oranda yükseliş görülürken alt kırılım bazında taze meyve ve sebze fiyat artışında (yüzde 22,38) güçlenme, diğer gıda grubunda ise yavaşlama (yüzde 7,48) olmak üzere ayrışma kaydedilmiştir (Tablo 2.4.1). Bu dönemde taze meyve ve sebze fiyatları, meyvede daha belirgin olmak üzere, tarihsel ortalamasının belirgin olarak üzerinde bir oranda artmıştır (Grafik 2.4.9). Şekerleme ve çikolatalar, birikmiş maliyet baskılarının hissedildiği ekmek ve tahıllar, çiğ süt fiyat artışının etkilerinin izlendiği peynir ve diğer süt ürünleri ile kırmızı et fiyatlarındaki birikimli artışların yansıdığı işlenmiş et ürünleri tarihsel eğilimlerinin üzerindeki yükselişlerle öne çıkan diğer alt kalemler olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde gıda fiyat görünümünde öne çıkan ana unsur olan kırmızı et fiyatları, bu çeyrekte tarihsel eğilimine dönmüştür. Kırmızı ete ikame olabilen ve ihracatı kota düzenlemesi ile sınırlanan beyaz et fiyatları, bu dönemde tarihsel ortalamasının altında artış kaydetmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde tarihsel eğiliminin altında fiyat artışı gösteren diğer ürünler ise patates ve yumurta olmuştur (Grafik 2.4.9). Gıda aylık artışı temmuz ayında bir önceki aya yakın seyretmiş, taze meyve ve sebze kalemi ise mevsimsel ortalamalarının üzerinde artış sergilemiştir.

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



Kaynak: TCMB, TÜİK.

**Grafik 2.4.9: Gıda Alt Kalemleri Fiyatları\* (2024Ç2 % Değişiminin Tarihsel Ortalamasından Sapması, Sıralanmış)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

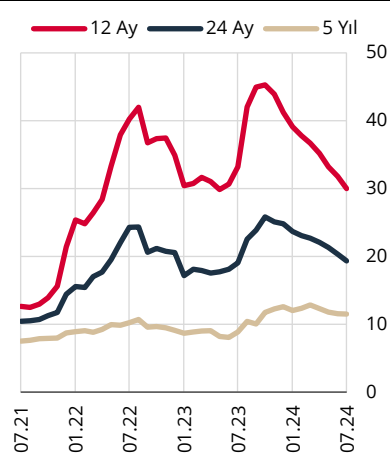
\* Gıda alt kalemleri bazında, 2024Ç2 çeyreklik yüzde değişiminin tarihsel ortalamadan (2012-2021 ikinci çeyreği dönemi) farkı.

**Yılın ikinci çeyreğinde alkollü içecek ve tütün ürünleri fiyatları yüzde 14,84 oranında artarken grubun temmuz ayındaki aylık yükselişi alkol ve tütün ürünlerindeki maktu vergi artışı ve aynı zamanda üreticilerin fiyat ayarlamaları kaynaklı olarak yüzde 5,84 oranında olmuştur.** Üretici firma kaynaklı olarak alkollü içecek fiyatları ikinci çeyrekte yüzde 3,87 oranında artarken tütün ürünleri fiyatları yüzde 15,91 oranında yükselmiştir. Böylelikle, alkollü içecekler ve tütün grubunda yıllık enflasyon önceki çeyreğe kıyasla 4,95 puan artarak yüzde 67,93 olmuş, bu çeyrekte alkol-tütün grubunun yıllık enflasyona katkısı 0,30 puan artmıştır. Temmuz ayında ise grup fiyatları üzerinde Yİ-ÜFE'ye bağlı otomatik vergi artışının da etkileri hissedilmiştir.

## Enflasyonun Belirleyicileri

**Enflasyon beklentileri bir önceki Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerin üzerinde kalmakla birlikte gerilemeye devam etmiştir.** Temmuz ayı Piyasa Katılımcıları Anketi'nde, 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla 5,15 puan azalışla yüzde 30,02; 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi 2,73 puan düşüşle yüzde 19,32 olarak ölçülmüştür. 5 yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi ise 0,82 puanlık aşağı yönlü güncelleme ile yüzde 11,50 olmuştur (Grafik 2.4.10). Söz konusu olumlu gelişmelere rağmen 2024 yılı sonu enflasyon beklentisi yüzde 42,95 ile son Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının üzerinde değer almıştır. Anket verileri piyasa katılımcılarının 2024 yılı sonu enflasyon hedefine yaklaşık birkaç aylık bir gecikmeyle ulaşılacağını beklediklerini ima etmektedir. Diğer yandan, İktisadi Yönelim Anketi ve Tüketici Eğilim Anketi sonuçlarına göre reel sektör ile tüketici kesimi enflasyon beklentileri daha yüksek değerler almakla beraber gerilemektedir. Piyasa Katılımcıları Anketi'nde yer alan 12 ay sonrası TÜFE enflasyon beklentisi sorusuna verilen yanıtlardan elde edilen dağılım sola kayarken dağılımın yapısında belirgin bir değişim izlenmemiştir (Grafik 2.4.11). Yayılım endeksi haziran ayında geriledikten sonra temmuz ayında hizmetler sektörü öncülüğünde sınırlı bir artış sergilemiştir. Hizmetler sektörünün şokların etkisini zamana yayma özelliğini korumasıyla, sektör yayılım endeksi dönem boyunca manşet endeksin üzerinde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 2.4.12).

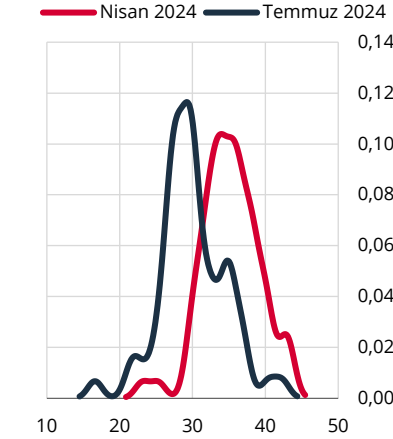
**Grafik 2.4.10: Tüketici Enflasyonu Beklentileri\* (%)**



Kaynak: TCMB.

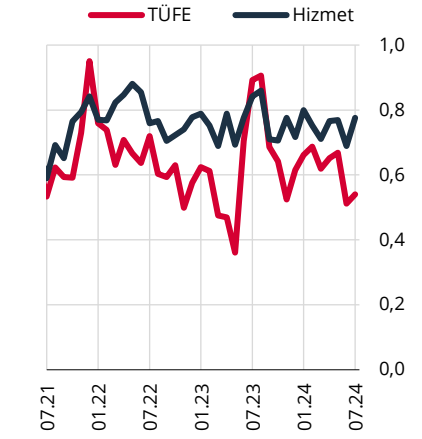
\* TCMB tarafından reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan katılımcılara uygulanan Piyasa Katılımcıları Anketi verileridir.

**Grafik 2.4.11: Piyasa Katılımcıları Anketi Dağılımı (12 Ay Sonrası TÜFE Beklentisi)**



Kaynak: TCMB.

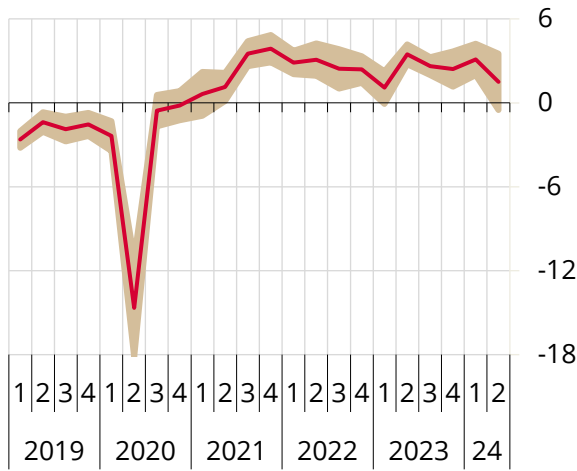
**Grafik 2.4.12: TÜFE ve Hizmetler Sektörü Yayılım Endeksleri\* (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

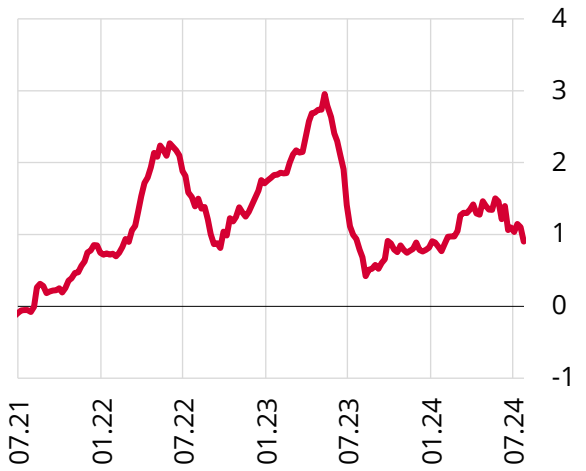
\* Yayılım Endeksi, fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır.

**Toplam talep koşullarının son Enflasyon Raporu döneminde zayıfladığı değerlendirilmektedir.** 2024 yılı ilk çeyreğinde güç kazanan talep koşullarının yılın ikinci çeyreğinde ivme kaybettiği ancak çıktı açığının enflasyonist bölgedeki seyrini koruduğu tahmin edilmektedir (Grafik 2.4.13). İktisadi Yönelim Anketi ve PMI endeksinin yanı sıra beyaz eşya ve taşıt satışları (Grafik 2.3.4) gibi öncü göstergeler toplam talep koşullarındaki yavaşlamayı iç talebin sürüklediğine işaret etmektedir. Öte yandan, TCMB bünyesinde üretilen çıktı açığı serilerinden elde edilen belirsizlik bandı genişlemeye devam ederek bu görünüm üzerindeki belirsizliğin arttığını göstermiştir. Kredi gelişmelerinde oynaklık devam etse de 13 haftalık ortalamalarla incelendiğinde, yılın ikinci çeyreğinde kredi kullanımının gerilediği gözlenmektedir. Alt kalem bazında ele alındığında bireysel kredilerdeki zayıflamanın daha belirgin olduğu, bu gelişmede kredi kartlarının öne çıktığı dikkat çekmektedir. Bu gerilemeye rağmen reel kredi değişimi, temelde ticari kredi kaynaklı olarak, tarihsel eğiliminin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.14). Temmuz ayı gelişmeleri ise kredi kullanımında yavaşlamanın belirginleştiğine işaret etmiştir. Bu görünüm altında, para politikasının gecikmeli etkilerinin daha belirgin hale gelmesiyle toplam talep koşullarının zayıflamaya devam edeceği ve yılın geri kalanında dezenflasyonist patikayı destekler hale geleceği öngörülmektedir.

**Grafik 2.4.13: Çıktı Açığı\* (%)**

Kaynak: TCMB.

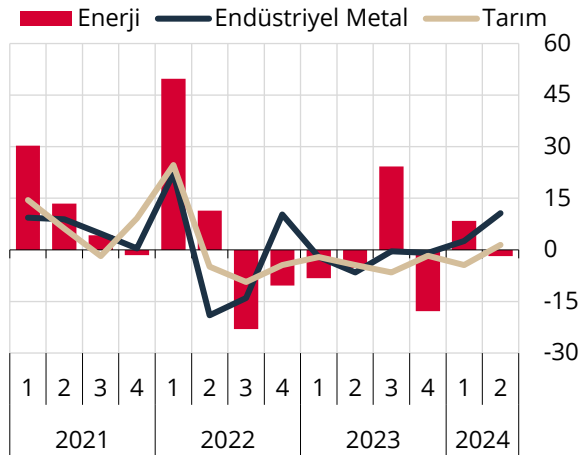
\* Farklı yöntemlerle hesaplanan sekiz çıktı açığı göstergesi baz alınarak hesaplanan yüzde 95 güven aralığı ile birlikte gösterilmektedir.

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

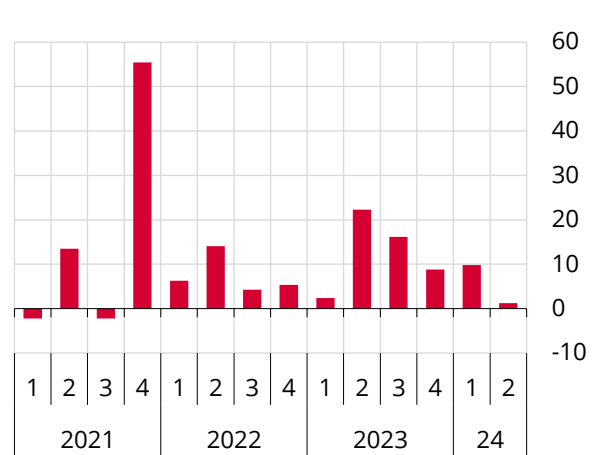
Kaynak: TCMB.

\* 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.

**Küresel emtia fiyatları ikinci çeyrek genelinde belirgin bir değişim sergilememiştir.** Türk lirasında hâkim olan istikrarlı seyir yurt dışı maliyet baskılarının hafif seyretmesine katkı sağlamıştır. Yılın ilk aylarında artış eğiliminde olan küresel emtia fiyatları nisan ayı sonlarından itibaren gerilemeye başlamıştır. Nisan ayında genele yayılan fiyat artışları gerçekleştikten sonra enerji ile enerji dışı gruplar arasında ayrışma hâkim olmuştur. Mayıs ayında enerji fiyatları düşerken endüstriyel metal ve tarım fiyatları yükselmiş, haziran ayında enerji fiyatlarında sınırlı bir artış gözlenirken enerji dışı gruplarda fiyatlar gerilemiştir. Çeyrek geneli değerlendirildiğinde, endüstriyel metal alt grubu güçlü fiyat artışıyla dikkat çekmiştir (Grafik 2.4.15). Haziran ayındaki gelişmeler büyük ölçüde temmuz ayına taşınırken enerji grubunda ılımlı fiyat artışlarının devam ettiği, enerji dışında fiyatların düştüğü gözlenmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde nominal sepet kurdaki artış oldukça sınırlı gerçekleşmiştir (Grafik 2.4.16). Bu gelişme, ithalata duyarlılığı yüksek kalemler başta olmak üzere, maliyet baskılarını zayıflatmış ve enflasyon görünümünü olumlu etkilemiştir.

**Grafik 2.4.15: Emtia Fiyat Endeksleri (Çeyreklik % Değişim)**

Kaynak: Goldman Sachs.

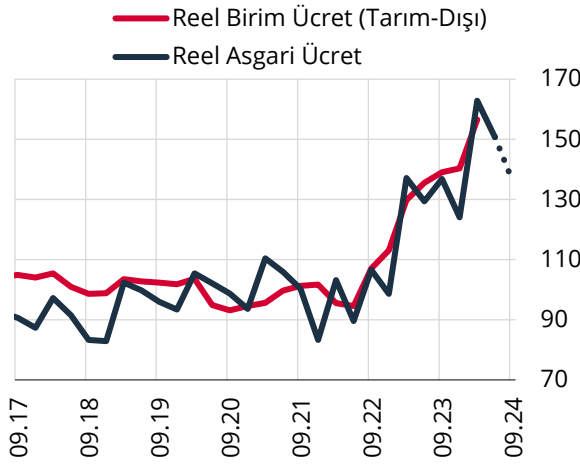
**Grafik 2.4.16: Sepet Kur\* (Çeyreklik % Değişim)**

Kaynak: TÜİK.

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

**Üretici enflasyonu ana eğilimi yılın ikinci çeyreğinde zayıflamıştır.** Yılın başında reel ücretler ekonomi genelinde artış sergilemiştir (Grafik 2.4.17). 2022 ve 2023 yıllarından farklı olarak bu yıl asgari ücretin temmuz ayında sabit kalması sonucunda, yılın kalan kısmında genel ücret artışlarının daha sınırlı olması beklenmektedir. Nominal ücret artışlarının süreceği, ancak reel olarak ücretlerin belirgin bir değişiklik sergilemeyeceği öngörülmektedir. Ücret dışındaki maliyet gelişmelerine bakıldığında, küresel navlun endeksleri ikinci çeyrekte birbirinden farklılaşan bir görünüm sergilemiştir. Küresel ve Çin'e yönelik konteyner endeksleri bu çeyrekte artış kaydederken, kuru yük taşımacılık endeksleri gerilemiştir. Yurt içinde tedarikçilerin teslimat sürelerinde ise bir önceki çeyreğe kıyasla kısmi normalleşme gözlenmiştir. Emtia fiyatlarının daha ılımlı seyrettiği son Enflasyon Raporu döneminde, küresel arz zinciri koşullarında da belirgin bir değişiklik izlenmemiştir. Bu gelişmeleri takiben, küresel maliyet koşullarının daha elverişli olduğu, döviz kurunun daha istikrarlı seyrettiği son üç aylık dönemde, imalat sanayi enflasyonu ana eğilimi düzenli bir şekilde yavaşlamıştır (Grafik 2.4.18).

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

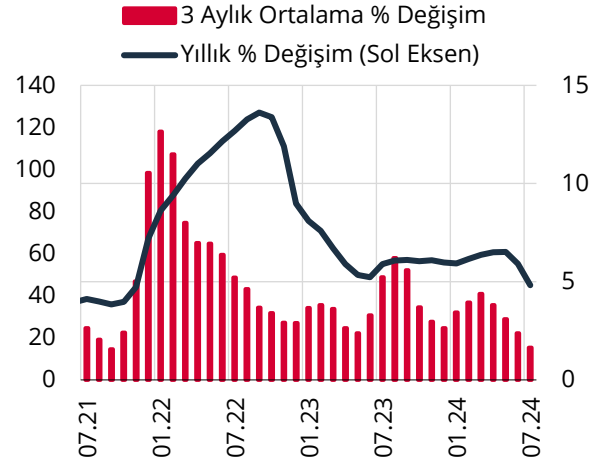


Kaynak: TÜİK, TCMB.

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

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

**Grafik 2.4.18: Petrol ve Ana Metal Hariç İmalat Sanayi Fiyatları**



Kaynak: TÜİK, TCMB.

**Vergi ve yönetilen kalemlerin manşet enflasyona yaptığı katkı doğal gaz kaynaklı etkiye rağmen yılın ikinci çeyreğinde gerilemiştir. Temmuz ayında ise maktu vergi güncellemeleri ve elektrik tarifelerinde artışlar gerçekleşmiştir.** İlk 25 metre küplük doğal gaz kullanımının bedelsiz olması uygulamasının sona ermesi ikinci çeyrekteki en önemli yönetilen fiyat gelişmesi olmuştur. Söz konusu gelişme mayıs ayı manşet enflasyonunu 0,64 puan yukarıya çekmiştir. Temmuz ayında mesken ve ticarethanelerde elektrik tarifelerinin yükseltilmesi, doğrudan etkilerinin yanı sıra dolaylı olarak da enflasyonu olumsuz etkilemiştir. Akaryakıt ve tüp gaz fiyatları, maktu vergilerin altı aylık Yİ-ÜFE enflasyonu oranında yükseltilmesiyle temmuz ayında artış sergilemiştir. Haziran ve temmuz aylarında şebeke suyu tarifelerinde gerçekleşen artışlar enerji grubu kaynaklı bir diğer gelişme olmuştur. Şehir içi ulaşım kalemlerinde tarifeler mayıs ve haziran aylarında yukarıya çekilirken temmuzda akaryakıt fiyatlarındaki yükselişi takiben artışların belirginleştiği izlenmiştir. Köprü ve otoyol ücretlerinde mayıs ayında yapılan artışlar, doğrudan etkileri sınırlı olmasına rağmen maliyetleri ve beklentileri olumsuz yönde etkileyen bir gelişme olmuştur. Ekmek fiyatları mayıs ve haziran aylarında belirgin bir şekilde yükselirken temmuz ayında artışlar yavaşlayarak da olsa sürmüştür. Mayıs ayı başında çiğ süt referans fiyatları yükseltilirken bu gelişmenin süt ile peynir ve diğer süt ürünleri fiyatları üzerindeki etkisi geçmiş dönemlere kıyasla daha sınırlı olmuştur. Tütün ürünlerinde, ikinci çeyrekte üretici firma kaynaklı olarak fiyatlar yükselirken temmuz ayında maktu vergideki güncelleme sonucu tütün ürünleriyle birlikte alkollü içeceklerde de fiyatlar yukarıya çekilmiştir. Alkollü içeceklerde yapılan fiyat artışı vergi güncellemesinin ima ettiğinden daha fazla olmuştur. Tütün ürünlerinde ise vergi etkisinin kısmi bir

şekilde nihai fiyatlara yansıtılmasıyla artış ihtiyacının yaklaşık yarısı ağustos ayına sarkmıştır. Türk Tabipler Birliği'nin temmuz ayında tarifelerini yükseltmesi sonucu ilgili sağlık hizmetleri kalemlerinin fiyatlarında artışlar gözlenmiştir. Ağustos ayı başında doğal gaz tarifelerinde yapılan artış bir diğer önemli gelişme olmuştur.

## Mercek Altı 2.3

### Tüketici Enflasyonu Alt Kalemlerinde Atalet

**Tüketici enflasyonunun ataleti, enflasyonun düşüş hızı hakkında fikir vermektedir.** Enflasyon ataleti (persistence), enflasyonun belirleyicilerindeki değişimlerin ardından, enflasyonun merkez bankasının hedefine doğru yavaşça (veya ağır ağır) yakınsama eğilimi olarak tanımlanabilir. Bu mercek altında katılığın boyutunun tespiti amacıyla, ampirik literatürdeki yöntemlerden biri olan tek değişkenli modellere dayalı yaklaşım kullanılmıştır. Bu çerçevede, mevsimsel etkilerden arındırılmış 5 hane fiyat endeksleri üzerinden, uygun örneklem büyüklüğüne sahip 141 adet alt kalemde çeyreklik bazda enflasyon oranları kullanılarak otoregresif denklemler (toplamda 4 gecikmeli değer içeren) tahmin edilmiştir.<sup>4</sup> Atalet göstergesi olarak ise istatistiksel açıdan (yüzde 5 düzeyinde) anlamlı otoregresif katsayıların toplamı kullanılmıştır. Daha sonra her bir alt kalem için yapılan tahmin tüketim sepetindeki ağırlığı ile toplulaştırılarak, TÜFE ve ilgili grup için atalet katsayısına ulaşılmıştır. Bu basit yaklaşım şokun kaynağını dikkate almamakta, bu yönüyle enflasyon alt kalemlerinin ataleti hakkında bilgi edinmede faydalı bir ilk adım teşkil etmektedir (Tablo 1).

**Tablo 1: TÜFE Alt Kalemlerinde Atalet** (Örneklem Dönemi: 2006Ç2-2021Ç3)

	TÜFE'deki Pay (%, 2024)	Atalet Katsayısı
Hizmet	27,8	0,48
Kira	5,1	0,76
Kira Hariç Hizmet	22,8	0,42
Mallar	72,2	0,21
<b>TÜFE</b>	<b>100</b>	<b>0,28</b>

Kaynak: TCMB.

**Hizmet enflasyonunda katılık görece yüksektir.** Analizler tahmin edilen dönemde, hizmet enflasyonunda ataletin (0,48) mal enflasyonunun (0,21) iki katından fazla olduğuna işaret etmektedir (Tablo 1). Nitekim, hizmet ve temel mal yıllık enflasyonları arasındaki fark halihazırda yaklaşık 47 puan ile oldukça belirgindir. Hizmet sektörü genelinde yaygın olan geriye dönük fiyatlandırma davranışı, şokların etkilerinin uzun bir süreye yayılmasına ve hizmet enflasyonundaki zayıflamanın gecikmeli olarak gerçekleşmesine neden olmaktadır. Enflasyonun mevcut kompozisyonunun daha çok hizmet kaynaklı olması, enflasyonist baskıları inatçı hale getirmekte ve dezenflasyonun reel ekonomik maliyetini artırabilmektedir. Başta kira, eğitim, sağlık, yemek hizmetleri olmak üzere yüksek hizmet enflasyonu, ikincil etkilerle birlikte özellikle kentsel alanlarda ücretler üzerinde de baskı oluşturmaktadır.

**Kira enflasyonu yüksek ataleti ile alt gruplar arasında ön plana çıkmaktadır.** Alt bileşenler bazında ataletin kaynaklarına bakıldığında, kira enflasyonu yüksek ataleti ile ilk sıralarda gelmektedir. Kira sözleşmelerinin zamana bağlı fiyatlandırma yapısı ve geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yaygınlığı, kiralarda yüksek ataletle yol açmaktadır. Ayrıca, Türkiye'deki yıkıcı depremin ardından kiraların konut fiyatlarına oranı yükselmiştir. Gerek deprem kaynaklı arz yönlü unsurlar gerekse söz konusu yüksek atalet neticesinde, kira enflasyonunun yüksek seviyesini koruyarak, dezenflasyon sürecinde tüketici enflasyonunun seyrinde azalarak da olsa önemli rol oynamayı sürdüreceği değerlendirilmektedir.

<sup>4</sup> Çalışmanın örnekleme 2006Ç2-2021Ç3 dönemi ile sınırlı tutulmuştur. Temel amaç, enflasyon alt kalemlerinin nispeten ılımlı bir seyir izlediği bir dönemde, alt kalemler arasında görece olarak ataletin boyutu hakkında fikir edinebilmektir.



**Düşük atalet katsayısı ile de uyumlu olarak, dezenflasyon dönemlerinde mal enflasyonundaki gerileme daha belirgin olmaktadır.** Analizler incelenen dönem için mal fiyatlarında ataletin düşük olduğunu göstermektedir. Nitekim, Türkiye’de mallarda duruma bağlı fiyat belirleme eğilimi zamana bağlı fiyatlama davranışına kıyasla daha yaygındır.<sup>5</sup> Tüketici fiyat endeksinde malların payının yüksek olması, TÜFE’de de ataletin nispeten düşük kalmasını sağlamaktadır. Diğer taraftan, son yıllarda enflasyona gelen şokların görece fiyat şoklarından ziyade genele yaygın olması nedeniyle, atalet katsayılarının bu çalışmada öngörülene kıyasla yükselmiş olması olasıdır.<sup>6</sup> Buna karşın, atalet katsayısının hizmetlerde görece olarak büyük olduğuna yönelik durumun korunduğu düşünülmektedir. Dezenflasyon dönemlerinde zirveden dönüşün nasıl gerçekleştiğine yönelik analizler, tarihsel olarak temel mal enflasyonunun, yukarıdaki bulgularla uyumlu olarak, daha hızlı bir şekilde yavaşladığına işaret etmektedir. Parasal sıkılaştırma sonrası dönemlerde döviz kurunda sağlanan istikrar bu olgunun temel nedenidir. Ayrıca, söz konusu malların finansal koşullara duyarlılığı da görece belirgindir. Bu faktörler genel olarak temel mallardaki yavaşlamayı desteklemektedir. Nitekim, son dönemdeki sıkılaştırma sonrasında, döviz kurlarındaki ılımlı seyir ve yurt içi satışlardaki görünümle birlikte temel mal enflasyonunda, özellikle dayanıklı mal fiyatlarında, olumlu bir seyir söz konusudur. Mal fiyatlarında başlayan dezenflasyona zaman içinde hizmet enflasyonu da eşlik etmekte, ancak hizmet enflasyonundaki gerileme, hâkim olan fiyatlama davranışının etkisiyle yukarıdaki analizlerin de işaret ettiği üzere, gecikmeli olarak ortaya çıkmaktadır. Öte yandan, mallara kıyasla yüksek seyretmekle birlikte, göstergeler hizmet enflasyonunda da ana eğilimin yavaşlamakta olduğuna işaret etmektedir.

<sup>5</sup> Enflasyon ataleti, bazı firmaların fiyatlarını hemen değiştirmemelerinden, fiyat değişikliklerinin firmalar veya ürünler arasında kademeli olarak gerçekleşmesinden kaynaklanabilir. Yaşanan bir şok karşısında bazı firmalar fiyatlarını hemen değiştirmeyi tercih ederken diğerleri kontrat ya da fiyatlama dönemi gibi nedenlerle fiyatları sabit tutup, ileride sabitledikleri bir dönemde (kontrat bitimi gibi) değiştirmeyi seçebilirler. Enflasyonda atalet, özellikle firmalar fiyatlarını zamana bağlı olarak (düzenli aralıklarla) değiştiriyorsa güçlü olacaktır. Tüm firmaların para politikasındaki veya ekonomideki bir değişikliğe tepki vermesinin zaman alması nedeniyle, enflasyon bir süre yüksek seyredecektir.

<sup>6</sup> Beklentilerin çapalanmaması, endeksleme, ücret-fiyat spiralinin varlığı, firmaların fiyat belirleme davranışı (duruma/zamana bağlı), firmalar arasındaki stratejik birbirini tamamlayıcılıklar (complementarities), işgücü piyasasındaki sıklığın düzeyi gibi unsurlar atalette artışa yol açabilmektedir.

## Kutu 2.1

### Reel Sektör Enflasyon Beklentileri ve Kredi Davranışı

Enflasyon beklentileri, ekonomik aktörlerin fiyatlama, yatırım ve kredi kullanımı gibi birçok stratejik kararına temel teşkil eden önemli bir unsurdur. Ülkemizde son yıllarda enflasyon beklentileri görece oynak ve yüksek bir seyir izlemekte ve özellikle reel sektör ve hanehalkı kesiminin beklentilerindeki katılık sürmektedir. Bu durum ilgili kesimlerin ekonomik karar ve davranışlarını etkileyerek parasal aktarımı zorlaştıran ve finansal koşulları etkileyen bir unsur olmaktadır. Kuramsal olarak enflasyon beklentileri arttıkça kredi maliyetleri reel olarak azalacaktır ve bu ilişkinin kredi talebini arttırması beklenir. Bu kutuda enflasyon beklentilerinin firma kredi davranışını ne ölçüde etkilediği, kredilerin para birimi, faiz ve vade gibi alt kısımlarında firma seviyesinde veri ile analiz edilmektedir. Çalışma bulguları özetle, enflasyon beklentileri görece yüksek firmaların diğer firmalara göre daha fazla TL krediyi daha yüksek maliyette ve daha kısa vadede kullandığını göstermektedir.

Enflasyon beklentilerinin karar alma mekanizmalarını nasıl şekillendirdiğini inceleyen literatür son dönemde gelişim sergilemektedir.<sup>1</sup> Ankete dayalı enflasyon beklentilerini girdi olarak alan çalışmaların daha çok hanehalkının tüketim ve finansman davranışları üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir.<sup>2</sup> Öte yandan, firmaların fiyat belirleme, işgücü talebi ve yatırımları gibi unsurların enflasyon beklentilerine doğrudan bağlı olduğu bilinmektedir.<sup>3</sup> Firmaları konu alan çalışmalar arasında yer alan ve İtalya örneğinde anket verilerini kullanan Coibion ve diğ., (2020) çalışması daha yüksek enflasyon beklentileri olan firmaların fiyatlarını yükselterek, kredi taleplerini arttırdıklarını, ayrıca istihdam ve yatırımlarını azalttıklarını bululamaktadır.

Bu kutuda İktisadi Yönelim Anketi (İYA) mikro verileri kullanılarak Türkiye’de imalat sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların enflasyon beklentilerinin kredi kullanım eğilimi üzerindeki etkisi analiz edilmektedir.<sup>4</sup> TCMB tarafından yakın dönemde kamuoyu ile paylaşılmaya başlanan “Sektörel Enflasyon Beklentileri” veri grubu piyasa katılımcıları, hanehalkı ve reel sektörün enflasyon beklentilerini toplu bir biçimde takip etmeye olanak sağlamaktadır. İYA kapsamında toplanan bilgiler ise mikro düzeyde bu veri setinin reel sektör bacağına oluşturmaktadır.<sup>5</sup>

Çalışma kapsamında ilk olarak TL kredi kullanımı ve enflasyon beklentisi ilişkilendirilmekte, daha sonra aynı analiz YP kredi kullanımı için de tekrarlanmaktadır. Enflasyon beklentisi artan firmaların kur beklentilerinin de bozulacağı ve YP kredi riskini taşımak istemeyeceği beklenebilir. Ayrıca, enflasyon beklentilerinin kredi finansmanına yansımaları yüksek enflasyon ve kur şoklarının yaşandığı 2020 yılı sonrası gibi farklı alt dönemler için de incelenmektedir. Çalışmada ek olarak borçlanma maliyetleri ve vade yapısı üzerindeki sonuçların dikkate alınması amacıyla enflasyon beklentilerinin seyrinin TL kredi faiz oranlarına ve kısa vadeli kredi payına etkisi sayısallaştırılmaktadır.

#### Veri ve Yöntem

Çalışma kapsamında farklı veri kaynakları birleştirilmiştir. İlk aşamada firmaların soru bazlı anket cevaplarını içeren İYA mikro verisi kullanılmıştır. Tasarım itibarıyla İYA, firmaların kısa dönemde satış, üretim ve ihracat faaliyetlerine ilişkin beklentilerinin yanı sıra orta vadeli enflasyon beklentilerini de takip etmeye olanak sağlamaktadır. Bu kapsamda firma seviyesindeki enflasyon beklentilerinin tarihsel seyri “Gelecek on iki aylık dönem sonu itibarıyla, yıllık tüketici fiyatları enflasyonu beklentiniz” sorusuna verilen yanıtlar üzerinden takip edilmektedir.

İkinci aşamada İYA enflasyon beklentisi verileri firmaların yıllık frekansta bilanço ve gelir tablolarını içeren Gelir İdaresi Başkanlığı idari kayıtları ile eşleştirilmiştir. Üçüncü aşamada firma kredilerinin ayrıntılı olarak takibi ve analizine olanak sağlayan kredi mikro verileri kullanılmıştır. TL ve YP cinsinden canlı nitelikteki firma kredileri firma-ay seviyesinde toplulaştırılarak İYA ve firma bilançoları verileriyle eşleştirilmiştir.

<sup>1</sup> Bknz. D’Acunto ve diğ. (2023)

<sup>2</sup> Bknz. Bachmann ve diğ. (2015); Botsch ve Malmendier (2023); Coibion ve diğ. (2023)

<sup>3</sup> Bknz. Boneva ve diğ. (2020); Weber ve diğ. (2022); Born ve diğ. (2023).

<sup>4</sup> Kutu kapsamında Türkiye örneği için gerçekleştirilen Akgündüz, Çolak, Özbekler ve Yılmaz (2024) çalışmasının bulguları özetlenmektedir.

<sup>5</sup> Bknz. Ayanoğlu, Özertaş ve Seven (2024)

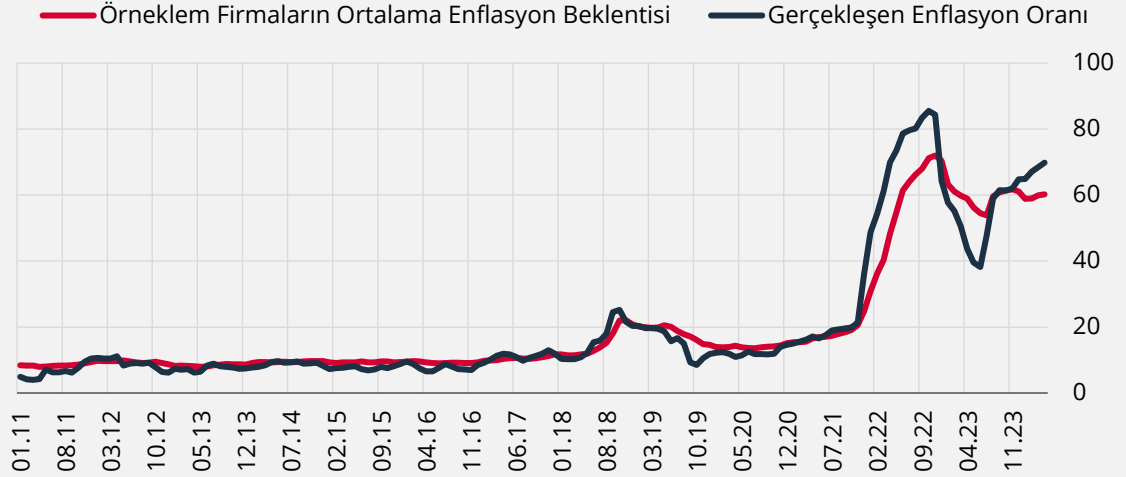
Bu örneklem oluşturma sürecinin sonunda, çalışmaya dahil edilen analizler, Ocak 2011-Nisan 2024 örneklem döneminde imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 3159 firmayı ele almaktadır. İncelenen bu firmaların ortalama enflasyon beklentisi makroekonomik koşullarla paralel bir biçimde son dönemde kayda değer artış göstermiştir (Grafik 1).

Enflasyon beklentilerinin banka kredileri üzerinden finansman kararlarına etkisinin incelenmesinde aşağıdaki ampirik spesifikasyon kullanılmıştır:

$$\Delta(Kredi Seviye)_{it} = \beta TUF E Enflasyonu Beklentisi_{it} + \gamma Firma Kontrolleri_{it-12} + \delta_i + \theta_{st} + \tau_{pt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Denklem (1)'de kredi kullanımının seyrini ölçen  $\Delta(Kredi Seviye)_{it}$  değişkeni, firma  $i$ 'nin  $t$  ve  $t-1$  dönemleri arasında nominal kredi bakiyesinin (milyon TL cinsinden ifade edilen) aylık değişimini göstermektedir. İlgili hedef değişken TL ve YP kredi bakiyeleri için ayrı ayrı hesaplanmaktadır.  $TUF E Enflasyonu Beklentisi_{it}$  değişkeni ilgili firmanın belirli bir dönemdeki 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisinin seviyesini temsil etmektedir.  $Firma Kontrolleri$  vektörü zamana göre değişen belirli firma özelliklerinin gecikmeli değerlerini kontrol etmektedir.<sup>6</sup> Denklem (1) ayrıca firma ( $\delta_i$ ), sektör-ay ( $\theta_{st}$ ) ve bölge-ay ( $\tau_{pt}$ ) sabit etkilerini içermektedir. Sabit etkilere girdi oluşturan sektör tanımları NACE-2 faaliyet alanı seviyesinde, bölge tanımları ise NUTS-3 il seviyesinde kullanılmıştır. Standart hatalar firma seviyesinde kümelenmiştir.

**Grafik 1: Örneklem Firmaların Enflasyon Beklentileri ve Enflasyon Gerçekleşmeleri (%)**



## Sonuçlar

Baz modele ilişkin sonuçlar Tablo 1'de sunulmaktadır. Sütun (1) tüm örneklem dönemi için firma enflasyon beklentilerinin yönü ve seviyesinin TL kredi kullanım eğilimine etkisini diğer kontroller ve sabit etkileri dikkate alarak tahmin etmektedir. Bu sonuçlarda,  $TUF E Enflasyonu Beklentisi$  değişkeninin katsayısı pozitif ve istatistik olarak anlamlı bir yönde şekillenmektedir.<sup>7</sup> Bu durum enflasyon beklentisi görece yüksek olan firmaların TL kredi yoluyla finansmana daha çok yöneldiğine işaret etmektedir. Sütun (2) aynı tahminleri yüksek boyutlu enflasyon ve kur şoklarının yaşandığı 2020 sonrası örneklem dönemi için tekrarlamaktadır. Enflasyon beklentilerindeki bozulmanın TL krediye yönelim üzerindeki etkisi bu dönemde de gözlenmektedir. Ekonomik etki olarak bakıldığında beklentilerdeki 1 yüzde puan bozulmanın (yükselişin) tüm dönem tahminleri (ve katsayısı) dikkate

<sup>6</sup> Analiz kapsamında firma büyüklüğü, özkaynaklar/varlıklar oranı, satışlar/varlıklar oranı, varlık getiri oranı, dönen varlıklar oranı ve çalışan sayısı kontrol edilmiştir. Yıllık frekansta elde edilebilen bu değişkenlerin değerleri aylık frekanstaki gözlemlere dağıtılmıştır.

<sup>7</sup> Kutu kapsamında raporlanmayan sağlamlık analizlerinin sonuçları firmaların ÜFE enflasyonuna ilişkin beklentilerinin de kredi kullanımında etkili olduğuna işaret etmektedir.

alındığında TL kredilerde ilave yüzde 4,1 artışa yol açtığı görülmektedir<sup>8</sup>. 2020 sonrası dönem tahminleri (ve katsayısı) baz alındığında ise 1 yüzde puan bozulmanın (yükselişin) TL kredilerde ilave yüzde 2,3 artışa denk geldiği gözlenmektedir.<sup>9</sup>

Sütun (3) ve (4) ise enflasyon beklentileri ile YP kredi talebi arasındaki ilişkiye odaklanmaktadır. Tüm örneklem dönemi için belirgin bir ilişki gözlenmezken, 2020 sonrası süreçte enflasyon beklentisi artan firmaların YP kredi kullanımını önemli ölçüde azalttığı görülmektedir. İlgili süreçte yoğun şekilde artan YP kredi kapamaları ve ihracatçı firmalarda dahi gözlenmiş olan TL kredi tercihi bu bulguyu desteklemektedir. Mevcut konjonktür açısından ise bu durum enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin firma YP kredi talebini artırabileceğini ima etmektedir.

Çalışmanın bir sonraki aşamasında, TL kredi kullanımındaki değişime ek olarak kredi maliyeti üzerindeki etki de incelenmiştir (Tablo 2). Bu analizde Denklem (1)'deki model yapısı korunurken, tahminler sadece firmaların sıfırdan farklı TL kredi bakiyesine sahip olduğu gözlemler için gerçekleştirilmiştir. Tablo 2'deki sonuçlar ilgili firmaların ağırlıklı ortalama TL cinsinden kredi maliyetlerini (*TL Kredi Faizi*) açıklanan değişken olarak almaktadır.<sup>10</sup> Sonuçlar, enflasyon beklentisindeki bozulmanın (ve oluşan ek kredi kullanımı eğiliminin) firmaların kredi faizlerini artırdığını, firmaların yüksek enflasyon ve dolayısıyla daha negatif reel faiz beklentisiyle daha yüksek TL kredi faizinden finansman erişime yöneldiklerini ima etmektedir.

Takip eden aşamada, enflasyon beklentilerindeki yükseliş sonucu firma borçlanmalarında kredi vade yapısının ne yöne şekillendiği incelenmiştir. Yine aynı kredi veri setindeki bilgilerin firma-ay düzeyinde toplulaştırılmış versiyonu kullanılarak, firmaların toplam kredi borç bakiyesinde 0-12 ay arası vadeli kredilerin payı (*TL Kısa Vadeli Kredi Oranı*) zamana göre değişen şekilde hesaplanmıştır. Tablo 3'te yer alan sonuçlar enflasyon beklentilerindeki yükselişlerin kısa vadeli kredi kullanma eğilimini istatistiki olarak anlamlı ve pozitif bir biçimde etkilediğini bulgulamaktadır. Yüksek enflasyon ortamında bankaların daha çok vadeleri kısaltma eğiliminde olduğu göz önünde bulundurulduğunda, söz konusu bulgular enflasyon beklentisi yüksek olan firmaların daha fazla TL kredi kullanabilmek için kısa vadeli kredilere yöneldiklerine işaret etmektedir.

**Tablo 1: Enflasyon Beklentisi ve Kredi Kullanımı**

	(1) $\Delta(\text{TL Kredi Seviye})$	(2) $\Delta(\text{TL Kredi Seviye})$	(3) $\Delta(\text{YP Kredi Seviye})$	(4) $\Delta(\text{YP Kredi Seviye})$
TÜFE Enflasyonu Beklentisi	0,035*** (0,012)	0,053*** (0,020)	0,019 (0,014)	-0,064*** (0,023)
Örneklem Dönemi	2011-2024	2020-2024	2011-2024	2020-2024
Gözlem Sayısı	220.404	65.850	220.404	65.850
Firma Kontrolleri	Var	Var	Var	Var
Firma Sabit Etkiler	Var	Var	Var	Var
Sektör x Ay Sabit Etkiler	Var	Var	Var	Var
Bölge x Ay Sabit Etkiler	Var	Var	Var	Var

Not: Firma seviyesinde kümelenmiş standart hatalar parantez içinde gösterilmektedir. \*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade etmektedir. Kredi bakiyeleri milyon TL cinsindedir.

<sup>8</sup>  $\Delta(\text{TL Kredi Seviye})$  değişkeni için modelden gelen firma başına ortalama etki (yaklaşık 35 bin TL) ilgili dönemdeki örneklem ortalamasına oranlanarak (yaklaşık 860 bin TL) enflasyon beklentilerindeki artış/azalışın marjinal etkisi hesaplanmaktadır.

<sup>9</sup> İlgili tahmin sonuçlarının incelenen dönem ve örnekleme bağlı olduğu hususu not edilmelidir.

<sup>10</sup> Analiz sonuçları, kredi faizlerine ilişkin stok ve akım nitelikteki verilerin tercih edilmesinin bulgularda önemli bir farklılığa yol açmadığına işaret etmektedir.

**Tablo 2: Enflasyon Beklentisi ve Kredi Maliyeti**

	(1) TL Kredi Faizi	(2) TL Kredi Faizi
TÜFE Enflasyonu Beklentisi	0,086*** (0,004)	0,039*** (0,006)
Örneklem Dönemi	2011-2024	2020-2024
Gözlem Sayısı	130.155	41.418
Firma Kontrolleri	Var	Var
Firma Sabit Etkiler	Var	Var
Sektör x Ay Sabit Etkiler	Var	Var
Bölge x Ay Sabit Etkiler	Var	Var

Not: Firma seviyesinde kümelenmiş standart hatalar parantez içinde gösterilmektedir. \*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade etmektedir.

**Tablo 3: Enflasyon Beklentisi ve Kredi Vadesi**

	(1) TL Kısa Vadeli Kredi Oranı	(2) TL Kısa Vadeli Kredi Oranı
TÜFE Enflasyonu Beklentisi	0,206*** (0,018)	0,154*** (0,016)
Örneklem Dönemi	2011-2024	2020-2024
Gözlem Sayısı	122.105	39.146
Firma Kontrolleri	Var	Var
Firma Sabit Etkiler	Var	Var
Sektör x Ay Sabit Etkiler	Var	Var
Bölge x Ay Sabit Etkiler	Var	Var

Not: Firma seviyesinde kümelenmiş standart hatalar parantez içinde gösterilmektedir. \*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade etmektedir.

## Değerlendirme

Bu çalışma kapsamında İYA verileri üzerinden imalat sanayi firmalarının enflasyon beklentilerinin kredi kullanımı, maliyeti ve kompozisyonunu nasıl etkilediği incelenmiştir. Kapsamlı mikro veriler üzerinden gerçekleştirilen analiz sonuçları tüm örneklem dönemi için enflasyon beklentilerindeki yükselişin TL kredi talebini artırdığını ve YP kredi talebi üzerinde ise anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Kur oynaklığının arttığı ve yüksek enflasyonun yaşandığı 2020 sonrası dönem için aynı analiz tekrarlandığında TL cinsi kredi talebindeki artışın devam ettiği, fakat beklentilerdeki bozulmanın YP kredilerde azalmaya neden olduğu görülmektedir. Ayrıca, firmaların enflasyon beklentileri arttıkça kredi maliyetlerinin de arttığı, diğer bir ifadeyle enflasyonda artış beklentisi yüksek olan firmaların diğer firmalardan daha yüksek kredi faizlerine razı olduklarını göstermektedir. Son olarak enflasyon beklentisi yükseldikçe TL kredi kompozisyonunda kısa vadeli kredilerin payının arttığı bulgulanmıştır.

Bu çalışmanın bulguları, enflasyon beklentilerindeki normalleşmenin sağlıklı bir kredi piyasasının oluşması ve kredi talebindeki aşırılıkların azaltılması açısından önemli bir rolü olduğunu göstermektedir. Beklentiler yeterince çıpalandığında ve dolayısıyla enflasyon beklentileri oynaklık sergilediğinde, bu durum enflasyon beklentisi yüksek olan firmalar aracılığıyla daha fazla TL kredi talebine, para arzında görece daha fazla artışa ve enflasyon göstergelerinde ek bozulmaya yol açan bir döngüye neden olmaktadır. TCMB, kredi büyümesine yönelik uygulamakta olduğu makroihtiyati politikalarla, enflasyon beklentilerinde kalıcı iyileşme sağlanana kadar TL kredi talebinde yaşanabilecek ani talep artışını kontrol etmeyi amaçlamaktadır. Bununla birlikte TCMB, enflasyon beklentileri normalleştiğinde YP kredi talebinde oluşacak artışın da farkında olarak YP kredi büyümelerine yönelik sınırlayıcı önlemleri devreye almıştır. Para politikasının enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerinin belirgin biçimde gözlenmesiyle, ilgili makroihtiyati düzenlemelere ihtiyaç azalacak, parasal aktarım kanalı daha sağlıklı bir yapıya kavuşacaktır.

## Referanslar

- Akgündüz, Y. E., Çolak, M. S., Özbekler, M. D., & Yılmaz, M. H. (2024). Inflation expectations and credit behavior: Evidence from Türkiye. Devam Eden Çalışma.
- Ayanoğlu, Ö. A., Özertaş, K. Y., Seven, Ü. (2024). Enflasyon beklentilerinin takibi için yeni bir yayın: Sektörel enflasyon beklentileri. *Merkezin Günceci*.
- Bachmann, R., Berg, T. O., & Sims, E. R. (2015). Inflation expectations and readiness to spend: Cross-sectional evidence. *American Economic Journal: Economic Policy*, 7(1), 1-35.
- Boneva, L., Cloyne, J., Weale, M., & Wieladek, T. (2020). Firms' price, cost and activity expectations: Evidence from micro data. *The Economic Journal*, 130(627), 555-586.
- Born, B., Enders, Z., Müller, G. J., & Niemann, K. (2023). Firm expectations about production and prices: Facts, determinants, and effects. In *Handbook of Economic Expectations* (pp. 355-383). Academic Press.
- Botsch, M. J., & Malmendier, U. (2023). The long shadows of the great inflation: Evidence from residential mortgages. Available at SSRN 3888762.
- Coibion, O., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y., & Van Rooij, M. (2023). How Does Consumption Respond to News About Inflation? Field Evidence from a Randomized Control Trial. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 15(3), 109-152.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., & Kumar, S. (2018). How do firms form their expectations? New survey evidence. *American Economic Review*, 108(9), 2671-2713.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., & Ropele, T. (2020). Inflation expectations and firm decisions: New causal evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 135(1), 165-219.
- D'Acunto, F., Malmendier, U., & Weber, M. (2023). What do the data tell us about inflation expectations? In *Handbook of Economic Expectations* (pp. 133-161). Academic Press.
- Weber, M., D'Acunto, F., Gorodnichenko, Y., & Coibion, O. (2022). The subjective inflation expectations of households and firms: Measurement, determinants, and implications. *Journal of Economic Perspectives*, 36(3), 157-184.

## 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, Nisan-Haziran 2024 döneminde yapılan görüşmelerden elde edilen bulgular özetlenmektedir.

#### ***İktisadi faaliyette yılın ikinci çeyreğinde ivme kaybı gözlenmiştir.***

Yurt içi talep nihai tüketicilerin ağırlıklı olarak dayanıklı ürün talebine bağlı olarak yavaşlarken, ana pazarlar dışındaki satışların desteğiyle mevcut ihracat görünümü korunmaya devam etmiştir. Bu gelişmeler neticesinde toplam talebin önceki çeyreğe kıyasla ivme kaybettiği değerlendirilmiştir. İkinci çeyrek görüşmelerinde iç talebin üçüncü çeyrekte zayıf seyredeceğine ilişkin beklentiler yaygın olarak iletilmiştir.

Yatırım durumunda zayıf seyir sürerken, yatırım planı olan firmaların maliyetleri azaltmak ve verimlilik artırmak üzere makine-teçhizat ve enerji yatırımlarına odaklanmaya devam ettikleri gözlenmiştir. Bu çeyrekte maliyet baskısının hafiflemesi, maliyet artışlarının dönem içinde büyük ölçüde fiyatlara yansıtılması, önümüzdeki dönem için ılımlı maliyet artışı beklentileri ve talep koşulları fiyat artış planlarının da azalmasını sağlamıştır.

#### ***Yurt içi satışlarda, nisan ayından itibaren başlayan yavaşlama çeyrek genelinde devam etmiştir.***

Önceki dönemde öne çekilen talep, fiyat geçişleri ve sıkı finansal koşullar zayıflamanın temel nedenleri olarak gözlenmiştir. Yaygın ve cazip kampanyaların nihai tüketici talebini desteklemesi ivme kaybını sınırlarken bu doğrultuda tüketici talebinin finansman kolaylığı sağlanan ya da uygun fiyatlı ürünlere yöneldiği gözlenmiştir. Gıda, hızlı tüketim ve hazır giyimde satışların kampanyalarla olumlu seyrettiği, beyaz eşya ve mobilya satışlarında ivme kaybının daha belirgin olduğu, otomobil satışlarındaki yavaşlama eğilimini kampanyaların sınırladığı, konut satışlarındaki zayıflığın devam ettiği not edilmiştir. Diğer taraftan sıkı finansal koşulların satışlar üzerindeki etkisinin firmalar arası ticarete daha belirgin olduğu değerlendirilmiştir.

**Gıda ve hızlı tüketim** ürünlerinde fiyat artış hızının yavaşladığı ve kampanyaların satışları desteklediği gözlenmiştir. **Hazır giyim** satışlarında kampanyaların desteğiyle ilk çeyrekteki canlı seyir korunurken, turist sayısındaki artışın satışlara yansımalarının sınırlı kaldığı belirtilmiştir. **Beyaz eşya ve mobilya** satışlarının mevsimsel hareketliliğin gerisinde kaldığı ifade edilmiştir. Önceki dönemlerde öne çekilen talep, kredi kartlı alışverişlerde taksit imkanlarının önceki döneme kıyasla azalması, artan finansman maliyetleri ve konut piyasasındaki zayıflık talebi baskılayan temel unsurlar olarak öne çıkarılmıştır.

**Otomotiv** sektörü satışlarındaki ivme kaybının temmuz ayında yürürlüğe giren yeni güvenlik düzenlemesinden (GSR II) etkilenen modeller için düzenlenen finansman kampanyaları ve fiyat indirimlerinin yanı sıra Çin menşeli binek araçlara getirilen ilave ithalat vergisi öncesi öne çekilen talep nedeniyle beklenenden sınırlı olduğu değerlendirilmiştir. **Konut** sektöründe, yüksek konut fiyatları ve kredi koşulları ikamet amaçlı talebi baskılamaya devam etmiştir.

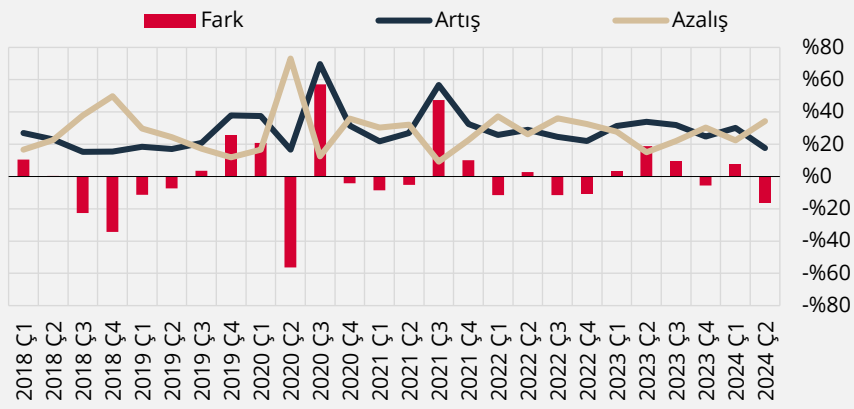
#### ***Yılın ikinci çeyreğinde ihracatın önceki çeyreğe benzer seyrettiği gözlenmiştir.***

Yurt dışı talep koşullarında belirgin bir değişim görülmemiştir. Firmaların kalite, hızlı termin, yeni pazarlara erişim ve ürün geliştirme yoluyla ihracat fırsatları yaratmaya devam ettiği değerlendirilmiştir. Diğer yandan TL cinsi maliyetler ve jeopolitik riskler, ihracat üzerinde baskı oluşturan unsurlar arasında öne çıkarılmaya devam etmiştir. Önümüzdeki dönemlere ilişkin olarak gelişmiş ülkelerin sıkılaştırıcı politikalarında sona gelmiş olmasının ihracatta yeni fırsatlar yaratacağına ve ihracatı olumlu etkileyeceğine yönelik beklentileri beslediği değerlendirilmiştir.

<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 sohbet şeklinde gerçekleştirilen görüşmeler sonucunda elde edilen bulgular, para politikası kararları için nitelikli ve zamanlı bir bilgi kaynağı oluşturmaktadır. Görüşmeler sektörel, bölgesel ve ölçek düzeyinde toplam iktisadi faaliyet içindeki ağırlıkları dikkate alınarak oluşturulan örneklem çerçevesinde imalat sanayi, ticaret ve hizmet sektörlerindeki firmalar ile gerçekleştirilmektedir. Grafikler, firma görüşmelerinden elde edilen anekdotal bilgilerin konularına göre sayısallaştırılmasıyla üretilmektedir. Bu çalışma, firma görüşmeleri esas alınarak yapılan değerlendirme ve çıkarımları içermekte olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının görüşlerini yansıtmamaktadır. Elde edilen bilgi, bulgu ve grafikler daha sonra yayımlanacak resmi istatistik, bilgi ve bulgularla farklılık gösterebilir.

**Hazır giyim** ihracatında süren zayıf seyrinde maliyet yönlü baskılar ile özellikle katma değeri düşük ürün gruplarında rekabet koşullarının etkili olmaya devam ettiği belirtilmiştir. **Tekstil** ihracatının Suveyş kanalındaki gelişmelerin etkisine bağlı olarak görece daha olumlu seyrettiği, Avrupalı müşterilerin ellerindeki stokların azalmasına bağlı olarak talep artışı gözlemlendiği ifade edilmiştir. **Mobilya** ihracatında Avrupa dışı pazar arayışlarının sürdüğü görülürken uzak mesafeli pazarlarda gerileyen nakliye ücretlerinin de rekabeti zorlaştırdığı belirtilmiştir. **Beyaz eşya** ihracatında çeyreklik bazda yatay seyrin sürdüğü gözlenirken maliyetler sebebiyle fiyatlamada sıkıntı yaşandığı aktarılmıştır. **Otomotivde** ihracatın gücünü koruduğu değerlendirilmektedir. Piyasaya yeni ürün sunabilen, maliyetlerde işçilik payı görece düşük olan ve otomasyonla verimli üretim yapabilen firmaların daha olumlu ayrıştığı görülmekle birlikte, artan maliyetlerin rakip ülkelerle rekabeti zorlaştırdığına dikkat çekilmiştir. **Ana metal sanayi** ihracatında yüksek enerji maliyetleri, kotalar ve artan Uzak Doğu rekabeti satışların seyrinde belirleyici olmayı sürdürürken, jeopolitik gelişmelere bağlı bazı fırsatları değerlendirebilen firmaların etkisiyle ihracat hacminde bir miktar artış olduğu gözlenmiştir. **Turizmde** genel görünümün mevsim normalleriyle ve tahminlerle uyumlu olduğu izlenmiştir. Öte yandan artan TL cinsi maliyetler nedeniyle karlılıklar üzerinde baskı hissedildiği ifade edilmiştir.

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



Kaynak: TCMB RESİM.

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

### 2024 yılının ikinci çeyreğinde üretim faaliyeti yavaşlamaya başlarken ihracatçı firmalar gücünü görece korumuştur.

İç piyasa ağırlıklı faaliyet gösteren firmalarda; talepte gözlenen yavaşlama, finansman koşulları ve yılın ikinci yarısında iç talepte zayıflamanın belirginleşebileceği öngörülerini üretimi baskılamıştır. İhracatçı firmalarda ise mevcut üretim seviyesi çeyrek genelinde korunmaya çalışılmıştır.

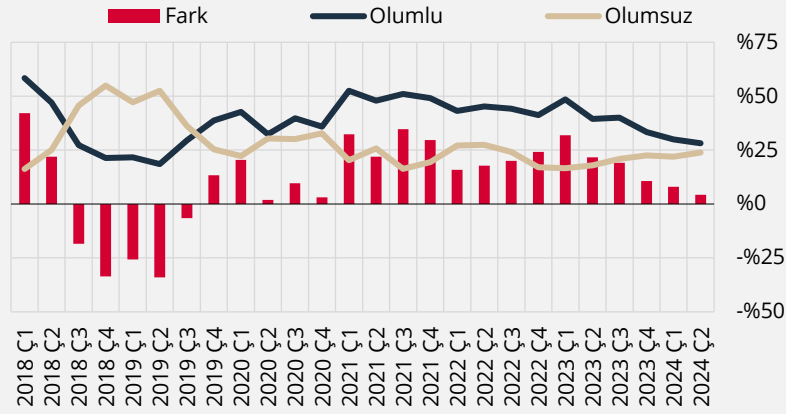
Sektörel gelişmelere bakıldığında, **otomotivde**, iç pazarda yılın ikinci yarısında talepte öngörülen ivme kaybı üretimi baskılamıştır. İhracat tarafında ise, ana sanayi gücünü korurken yan sanayi kanalında özellikle Çinli firmalarla rekabette zorlanıldığına ilişkin yapılan vurgu devam etmiştir. **Beyaz eşyada** güçlü geçen ilk çeyreğin ardından iç talep ikinci çeyrekte aşağı yönlü seyrederken, ihracat tarafında önceki çeyreğe kıyasla ek bir hareketlenme gözlenmemiş, üretim bu doğrultuda çeyreklik bazda yatay izlenmiştir. **Mobilyada** ise, beyaz eşya sektörüne kıyasla daha derin olan iç talepteki yavaşlama üretime yansımıştır. **Makine - teçhizat**ta iç piyasada, sıkı finansman koşullarının yatırım mali talebindeki sınırlayıcı etkileri dile getirilmiştir. İhracat tarafında da ek bir hareketlenme gözlenmemesi sonucunda üretim çeyreklik bazda aşağı yönlü izlenmiştir. **Kimyada**, iç pazarda firmaların yılın ilk çeyreğindeki alımları ikinci çeyrekteki talebi etkilerken, ihracatın da hız kesmesi ile üretimde yavaşlama gözlenmiştir. **Tekstil ve hazır giyimde**, iç talep önceki çeyreğe benzer seyrederken ihracat tarafında, Avrupalı müşterilerdeki stok seviyesinin azaldığına yönelik sinyaller dış talebi desteklemiş ve üretim çeyreklik bazda yatay değerlendirilmiştir. **İnşaat yan sanayi ve ana metalde**, iç pazarda öne çekilen talep etkisiyle yaşanan hareketlilik ikinci çeyrekte devam etmezken, altyapı tarafında da yavaşlama gözlenmektedir. Buna karşılık deprem bölgesindeki faaliyetin sürükleyici etkisi devam etmektedir. İhracattaki yatay seyrin etkisiyle üretim önceki çeyreğe benzer izlenmiştir.



### **Firmaların yatırım duruşunda zayıf seyir devam etmiştir.**

Yatırım planı olmayan firmaların gerekçeleri arasında finansman maliyetleri ile iç ve dış talep koşullarındaki gelişmeler öne çıkmaktadır. Firmaların bu dönemde yeni yatırımlara başlama konusunda ihtiyatlı oldukları, maliyetleri azaltmak ve verimlilik artırmak üzere makine-teçhizat ile enerji yatırımlarına odaklanmaya devam ettikleri gözlenmiştir. Mevcut koşullarda ürün çeşitlendirmesi yapan, yeni müşteri/pazar kazanımı sağlayan ihracatçı firmaların yatırım duruşu görece olumlu seyretmektedir. Diğer yandan öz kaynakları güçlü veya alternatif kanallardan yatırım finansmanına ulaşma kabiliyeti yüksek firmaların da olumlu yatırım duruşunu koruduğu gözlenmiştir.

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



Kaynak: TCMB RESİM.

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

Sektörel bazda bakıldığında; imalat sanayiinde özellikle **gıda, makine-teçhizat, fabrikasyon metal ve otomotiv yan sanayi** sektörlerinde yatırım duruşunun görece olumlu olduğu görülmüştür. Yatırım duruşunun olumsuz olduğu sektörler arasında **tekstil, hazır giyim ve inşaat** sektörleri öne çıkmaktadır. Tekstil sektöründeki atıl kapasite, hazır giyimde artan üretim maliyetleri ve talebin seyrinin öngörülememesi yatırım iştahını olumsuz etkilemektedir. İnşaat sektöründe yüksek arsa fiyatları, konut talebindeki zayıf seyir ve sıkı finansal koşullar nedeniyle yatırım iştahı zayıf seyretmektedir.

### **İkinci çeyrek itibarıyla mevcut istihdam seviyelerini koruma eğilimi sürmektedir.**

İstihdam artışı planlayan firmaların oranındaki gerileme dikkat çekse de firmaların halen büyük kısmı mevcut istihdam düzeyini koruma eğilimini sürdürmektedir. Son dönemde istihdam artışı planlayan sınırlı sayıda firmanın, ürünlerine yönelik talebin seyrini öngörebilen, kapasite artırıcı, yeni tesis ve makine yatırımları gerçekleştiren firmalardan oluştuğu gözlenmiştir. Diğer taraftan firmaların, çalışan bulma konusunda yaşanan zorluklar ve yetişmiş elemanını kaybetmeme motivasyonu ile istihdam azaltma yönünde temkinli olduğu görülmüştür.

### **Yılın ikinci çeyreğinde firmaların finansman ihtiyacına yaptığı vurgu azalmıştır.**

Ağırlıklı olarak işletme sermayesi kaynaklı oluşan finansman ihtiyacı yapılan vurgunun, nisan ayında yüksek seyrini koruduktan sonra özellikle haziran ayında azaldığı gözlenmiştir. Bu gerilemede, döviz kuru ve emtia fiyatlarının seyrine bağlı olarak maliyetler etkili olmuştur. Bununla birlikte kredi maliyetleri, bazı firmaların nakitte kalma güdüsüyle vadeleri uzatma eğiliminde olmaları ve alacak gecikmelerinin nakit akışına olan etkisi finansman ihtiyacını artıran temel faktörler olarak dikkat çekmiştir. Geçmiş dönemlerde başlanan yatırımlar kaynaklı finansman ihtiyacının arttığını belirten firmalar olmakla birlikte çeyreklik bazda yatırım kaynaklı finansman ihtiyacı vurgusu azalmıştır.

Kredi koşullarının ikinci çeyrek genelinde sıkılaştığı belirtilmekle birlikte, teklif edilen faizlerde çeyrek içerisinde aydan ayda kademeli bir gevşeme olduğu aktarılmıştır. İlk çeyrekte artan bankaların kredi verme iştahının, mart ayında alınan önlemler sonrası nisan ayında azaldığı ve bu durumun limit kullandırmalarına yansıtıldığı aktarılmıştır.

TL kredi maliyetlerinin yüksek bulunması firmaların kredi taleplerini baskılamaya devam ederken, YP krediye yönelim devam etmiştir. Bu çerçevede, ikinci çeyrek genelinde krediye erişimin büyük ölçüde önceki çeyreğe benzer seyrettiği görülmüştür.

Firmalar arası ticarete koşulların zorlaştığına yapılan vurguda artış gözlenmiştir. Çeyreğin ilk aylarında vade kanalında sıkılaşıma daha fazla dile getirilirken, haziran ayında nakit akışı nedeniyle firmalar arası ticaretin zorlaştığı vurgusu artmıştır. Vade farkları ve peşin iskonto oranlarındaki artışlar özellikle tedarik kanalında peşin alımın yaygınlaşmasına neden olmuştur.

İkinci çeyrek itibarıyla piyasa geneline yaygın olmasa da ödemelerdeki gecikmelerin yanı sıra karşılıksız çek adetlerinin artmaya başladığı ifade edilmiştir. Alacak sorunlarının mevcut durumda yönetilebilir düzeyde olduğu yönünde görüşler aktarılmakla birlikte, önümüzdeki dönemler için sektörel bazda risklere dikkat çekilmiştir.

***Yılın ikinci çeyreğinde maliyet artışlarının ve beklentilerinin yavaşladığı, önümüzdeki dönem için fiyat artışı planlayan firmaların oranının da azaldığı görülmüştür.***

Firmalar tarafından maliyet artışlarına yapılan vurgu çeyrek içindeki aylar itibarıyla gerileme göstermiştir. En belirgin iyileşme iş gücü ve kur kaynaklı maliyetlere yapılan atıflarda gözlenmiş, bunları enerji ve döviz kuru etkisi hariç girdi maliyetleri izlemiştir.

Maliyet baskısının hafiflemesinin yanı sıra maliyet artışlarının dönem içinde büyük ölçüde fiyatlara yansıtılması, önümüzdeki dönem için ılımlı maliyet artışı beklentileri ve talep koşulları fiyat artış planlarının azalmasında etkili olmuştur. Çeyreklik bazda fiyatlandırma davranışındaki iyileşmenin hizmetlere kıyasla ticaret firmalarıyla imalatçı firmalarda daha belirgin olduğu gözlenmiştir.

## Kutu 2.3

### Firma Düzeyinde Verilerle Kredi ve İhracat İlişkisi

Mevcut yazın firmaların ihracatlarını arttırmak için finansman ihtiyaçlarının olabileceğini ve dolayısıyla kredi kullanımının firmaların ihracatını artırabileceğini göstermektedir (Feenstra vd., 2014). Bunun bir nedeni, firmaların ihracat pazarı mevzuatına ve ürün standartlarına uyum gibi bazı işlemler için önden harcama yapmak durumunda kalabilmesidir. Ayrıca navlun, gümrük vergisi ve sigorta gibi bazı maliyet kalemlerine ilişkin ödemelerini, ihracat gelirlerini elde etmeden önce yapmaları gerekebilmektedir. Son olarak, ihracat işlemlerinin gerçekleşmesi yurt içi satışlardan daha uzun sürmekte ve dolayısıyla ihracat gelirleri gecikmeli olarak firmalara ödenmektedir (Chor ve Manova, 2012). Bu kutuda, literatürdeki argümanların ima ettiği üzere, kredi kullanımı ile firmaların ihracat artışı arasında pozitif bir ilişkinin var olup olmadığı incelenmektedir.

#### Veri ve Yöntem

Analiz için Ticaret Bakanlığı ihracat verileri, Gelir İdaresi Başkanlığı bilanço ve gelir tablosu verileri ile Risk Merkezi stok kredi verileri firma bazında eşleştirilerek 2009-2023 dönemini kapsayan bir panel veri seti oluşturulmuştur. Bilançosu bulunan, net satışları pozitif olan, birden fazla çalışanı olan, en az üç yıl ihracat yapan ve kredi kullanan firmalar analize dahil edilmiştir. Firmaların kredi bakiyeleri ile ihracatları arasındaki ilişki aşağıdaki denklem ile tahmin edilmiştir:

$$\Delta \ln(ihracat)_{it} = \beta \Delta \ln(kredi)_{it} + \Gamma X_{it} + \alpha_i + \lambda_t + \delta_{St} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Denklemden  $\Delta \ln(ihracat)_{it}$  değişkeni  $i$  firmasının  $t$  yılındaki ihracat değerinin doğal logaritmik farkını ve  $\Delta \ln(kredi)_{it}$  ise  $i$  firmasının  $t$  yılındaki TL cinsinden kredi stok miktarının doğal logaritmik farkını göstermektedir.  $\alpha_i$ ,  $\lambda_t$ , ve  $\delta_{St}$  sırasıyla firma, yıl ve sektör-yıl sabit etkilerini göstermektedir.  $X_{it}$  matrisi ise zamanla değişen firma özelliklerinin (toplam varlık, ticari borçlar ve çalışan sayısının logaritması ve kaldıraç oranı) gecikmeli değerlerini içermektedir. Hata terimi  $\epsilon_{it}$  ile gösterilmektedir. Denklemden  $\beta$  katsayısı, ihracat artışının kredi artışına esnekliğini göstermektedir.

Olası içsellik sorununu çözmek amacıyla denklem En Küçük Kareler (EKK) yönteminin yanı sıra Araç Değişkenler (AD) yöntemi ile de tahmin edilmiştir. İlk olarak bankaların yıllık kredi bakiye değişimleri kullanılarak, her bir firma-yıl gözlemi için aşağıdaki araç değişken tanımlanmıştır<sup>1</sup>:

$$IV_{it} = \sum_b \omega_{i,b,t-1} * \Delta \ln(kredi)_{b,-i,t} \quad (2)$$

Denklemden  $\omega_{i,b,t-1}$   $b$  bankasının  $i$  firmasının  $t-1$  yılında kullanılan krediler içindeki payını göstermektedir.  $\Delta \ln(kredi)_{b,-i,t}$  değişkeni ise  $b$  bankasının  $t$  yılında  $i$  firması dışındaki firmalara kullandığı kredilerin toplamının logaritmik büyümesini ifade etmektedir.

İkinci bir araç değişken olarak Amity ve Weinstein (2018) tarafından kullanılan, kredi değişimini arz ve talep bileşenlerine ayırma yönteminden yararlanılmıştır. Amity ve Weinstein (AW) en az iki bankayla kredi ilişkisi olan firmaların kredi değişim oranını ( $D_{b,i,t}$ ), firma-yıl sabit etkisi  $\alpha_{i,t}$  (firma borçlanma kanalı) ve banka-yıl sabit etkisi  $\beta_{b,t}$  (banka kredi verme kanalı) olarak ikiye ayırmıştır:

$$D_{b,i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{b,t} + \epsilon_{i,b,t} \quad (3)$$

AW yönteminde, banka kredi büyümesi ( $D_{b,t}^B$ ) bankaya özel arz şokları ( $\beta_{b,t}^{AW}$ ) ve bankadan kredi kullanan firmaların kredi talebi artışına aşağıdaki denklemle ayrıştırılmaktadır:

$$D_{b,t}^B = \beta_{b,t}^{AW} + \sum_i \phi_{i,b,t-1} \alpha_{i,t}^{AW} + \sum_i \phi_{i,b,t-1} \epsilon_{b,i,t} \quad (4)$$

Denklemden  $\phi_{i,b,t-1}$ ,  $i$  firmasının kullandığı kredilerin  $b$  bankasının  $t-1$  yılında kullanılan toplam krediler içindeki payını,  $\alpha_{i,t}^{AW}$  ise  $i$  firmasının kredi talebindeki artışı ifade etmektedir. Benzer şekilde, firma kredi büyümesi ( $D_{i,t}^I$ ) firma kredi talebindeki artış ( $\alpha_{i,t}^{AW}$ ) ve firmaya kredi veren bankaların kredi arz şoklarına ( $\beta_{b,t}^{AW}$ ) aşağıdaki şekilde ayrıştırılmaktadır:

<sup>1</sup> Bu araç değişkeni, literatürde ilk kez Bartik (1991) tarafından kullanıldığından Bartik araç değişkeni olarak da adlandırılmaktadır.

$$D_{i,t}^I = \alpha_{i,t}^{AW} + \sum_b \omega_{i,b,t-1} \beta_{b,t}^{AW} + \sum_b \omega_{i,b,t-1} \epsilon_{b,i,t} \quad (5)$$

Yukarıdaki (4) ve (5) numaralı denklemlerden oluşan denklem sisteminin eş anlı olarak tahmin edilmesiyle elde edilen banka şokları kullanılarak, firma kredi büyümesi için aşağıdaki Bartik araç değişkeni tanımlanmıştır:<sup>2</sup>

$$IV_{it}^{AW} = \sum_b \omega_{i,b,t-1} * \beta_{b,t}^{AW} \quad (6)$$

## Sonuçlar

Firma düzeyindeki (1) numaralı denklem sonuçları Tablo 1'de gösterilmektedir. Tablodaki ilk sütun tüm örneklemin kullanıldığı tahmin sonuçlarını göstermektedir. Panel A'daki EKK sonuçlarına göre, tüm örneklem dikkate alındığında, firma TL kredi hacminde yüzde 10 artış ile ihracatta yüzde 0,2 oranında artış ilişkilidir. Panel B ve C'de gösterilen araç değişken yöntemiyle tahmin edilen sonuçlar ise kredi hacminde yüzde 10'luk bir artışın firma ihracatını sırasıyla yüzde 0,5 ve yüzde 0,6 oranında artırdığını göstermektedir.

**Tablo 1: Tahmin Sonuçları**

Bağımlı Değişken: İhracat Değişimi (Logaritmik Fark)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Tüm Örneklem	KOBİ	Büyük	2009-2019	2020-2023
<b>Panel A: EKK (OLS)</b>					
Kredi Değişimi (Log Fark)	0,02*** (0,0014)	0,02*** (0,0015)	0,01*** (0,0043)	0,03*** (0,0022)	0,01*** (0,0023)
Gözlem Sayısı	423.755	373.700	47.755	262.507	149.890
<b>Panel B: AD (Bartik)</b>					
Kredi Değişimi (Log Fark)	0,05*** (0,0174)	0,06*** (0,0208)	0,03*** (0,0142)	0,08*** (0,0162)	0,04*** (0,0191)
F-testi	134,29	96,58	51,19	92,82	61,25
Gözlem Sayısı	423.755	373.700	47.755	262.507	149.890
<b>Panel C: AD (AW)</b>					
Kredi Değişimi (Log Fark)	0,06*** (0,0111)	0,08*** (0,0139)	0,04*** (0,0183)	0,09*** (0,0152)	0,04*** (0,0184)
F-testi	60,35	38,90	17,08	43,18	15,38
Gözlem Sayısı	423.755	373.700	47.755	262.507	149.890

Notlar: Firma seviyesinde kümelenmiş standart sapmalar parantez içerisinde gösterilmiştir \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1. F-testi sonuçları tüm modellerde araç değişkenlerin zayıflık testini geçtiğine işaret etmektedir.

Tablodaki ikinci ve üçüncü sütunlarda model sonuçları firma büyüklüğüne göre gösterilmektedir. Tüm modellerde, kredi artışının katsayısı KOBİ'lerde büyük firmalara göre daha yüksektir. Bu durum KOBİ'lerin iç finansal kaynaklarının daha sınırlı olması ve ihracatlarını arttırmak için dış finansmana ihtiyaçlarının daha fazla olması ile açıklanabilir. Son olarak, dördüncü ve beşinci sütunlarda örneklem dönemi ikiye ayrılarak katsayılarıdaki farklılık incelenmiştir. Kredi hacminin hızlı arttığı pandemi sonrası

<sup>2</sup>  $\phi_{i,b,t-1}$  ve  $\omega_{i,b,t-1}$  önceden belirlenmiş ve dolayısıyla hata terimlerinden bağımsız oldukları için,  $\sum_i \phi_{i,b,t-1} E(\epsilon_{b,i,t}) = 0$  ve  $\sum_b \omega_{i,b,t-1} E(\epsilon_{b,i,t}) = 0$  moment koşulları kullanılarak denklem sistemi tahmin edilmektedir.

dönemde krediler ile ihracat arasındaki nedensel ilişki zayıflamıştır. Pandemi öncesi dönemde firma kredi hacmindeki yüzde 10'luk artış, alternatif araç değişkenler kullanıldığında ihracatı sırasıyla yüzde 0,8 ve 0,9 arttırırken pandemi sonrasında yüzde 0,4 arttırmıştır. Firmaların kredi kullanımının arttığı bu dönemde kredi miktarındaki ekstra artışın ihracat artışına katkısının azalması bu gerilemede etki olmuş olabilir. Göreli olarak verimsiz ve ihracat artış potansiyeli sınırlı firmaların aldığı kredilerin toplam krediler içindeki payının artması söz konusu düşüşün bir diğer nedeni olabilir.

### **Kaynakça**

Amiti, M. ve Weinstein, D. E. (2018). How much do idiosyncratic bank shocks affect investment? Evidence from matched bank-firm loan data. *Journal of Political Economy*, 126(2), 525-587.

Bartik, T. J. (1991). Who benefits from state and local economic development policies? Kalamazoo, MI: W.E. Upjohn Institute for Employment Research.

Chor, D. ve Manova, K. (2012). Off the cliff and back? Credit conditions and international trade during the global financial crisis. *Journal of international economics*, 87(1), 117-133.

Feenstra, R. C., Li, Z., ve Yu, M. (2014). Exports and credit constraints under incomplete information: Theory and evidence from China. *Review of Economics and Statistics*, 96(4), 729-744.

## 3. Orta Vadeli Öngörüler

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

#### Temel Tahmin Değişkenlerinin Gelişimi

**Talep koşulları, 2024 yılının ilk çeyreğinde bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla bir miktar daha güçlü seyretmiş ve iç talep dirençli seyrini korumuştur.** İlk çeyrekte özel tüketimin büyümeye katkısı azalırken, net ihracatın katkısı artmış, bu durum büyümenin kompozisyonu açısından daha dengeli bir talep görünümüne işaret etmiştir. Yılın ikinci çeyreğine ilişkin talep göstergeleri ilk çeyreğe kıyasla yavaşlama ima etmekle birlikte, halen enflasyonist düzeyde ve bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerinin üzerinde seyretmektedir. Bu çerçevede, 2024 yılının ilk ve ikinci çeyreği için çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 3.1.1).

**Temmuz ayında yüzde 61,8 oranına gerileyen tüketici enflasyonu bir önceki Enflasyon Raporu tahmin aralığının içinde gerçekleşmiştir.** Enerji fiyatlarının, meskenlere yönelik uygulanan doğal gaz düzenlemesinin sona ermesi nedeniyle enflasyona katkısı öngörüldüğü gibi yükselmiştir. Diğer yandan, küresel emtia fiyatları ve döviz kuru ılımlı bir seyir izlemiştir. Bu gelişmeler neticesinde tüketici enflasyonu ikinci çeyrekte Enflasyon Raporu-II öngörülerıyla uyumlu gerçekleşmiştir. Temmuz ayında ise para politikasının görece etki alanı dışında kalan yönetilen-yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamaları ile işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmelerle yıllık enflasyon, bir önceki Rapor tahmininin orta noktasının bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 3.1.1).

**2024 yılının ikinci çeyreğinde enflasyonun ana eğilimi bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerıyla uyumlu olarak yavaşlamıştır.** Mevsimsellikten arındırılmış veriler, fiyat artışlarının yılın ikinci çeyreğinde B endeksini oluşturan tüm alt gruplarda yavaşladığına işaret etmiştir. Fiyat artışları temel mal grubunda döviz kurundaki ılımlı seyir ve iç talepteki yavaşlamanın etkisiyle zayıflamış, hizmet grubunda ise bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlamakla birlikte görece güçlü seyretmiştir. Temmuz ayında ise enflasyonun ana eğilimi öngörülerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. 12 ve 24 ay sonrası enflasyon beklentileri, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla gerilemesine rağmen, 2024 ve 2025 yıl sonu enflasyon beklentileri bir önceki Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde kalmıştır.

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

	2024-I	2024-II
Çıktı Açığı (Yüzde)	3,1 (2,8)	1,5 (1,0)
Tüketici Enflasyonu** (Yıllık % Değişim)	69,8 (69,8)	61,8 (61,2)
B Endeksi Enflasyonu** (Çeyrek Sonu, Yıllık % Değişim)	72,7 (72,7)	60,3 (60,4)

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

\*\* 2024-I için Nisan, 2024-II için Temmuz enflasyonunu belirtmektedir.

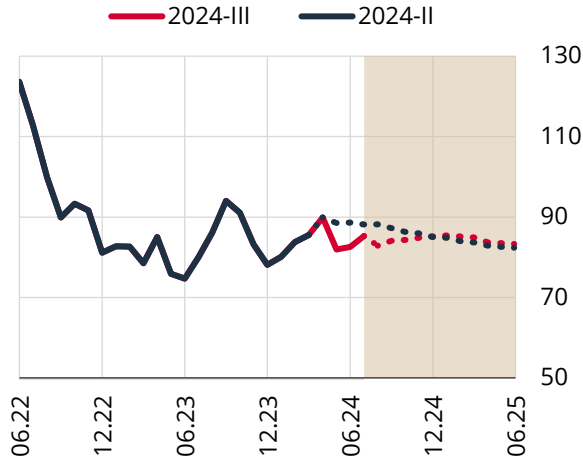
#### Dışsal Değişkenlere Dair Varsayımlar

**Küresel büyüme görünümüne ilişkin varsayımlar bir önceki Enflasyon Raporu öngörülerine kıyasla büyük ölçüde korunmuştur.** Küresel büyümeye ilişkin göstergelerdeki sınırlı artış hizmet sektörü öncülüğünde yılın ikinci çeyreğinde de sürmüştür. Yılın geri kalanı için, Türkiye'nin ticaret ortaklarından Euro Bölgesi için büyüme tahminleri yukarı yönlü güncellenirken Orta Doğu ve Afrika (ODA) ülkelerinin büyüme görünümünde kayda değer bir bozulma görülmektedir. Bu gelişmeler ışığında, Türkiye'nin dış ticaret ortakları baz alınarak hazırlanan İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi yıllık büyüme varsayımı 2024 yılı için 0,1 puan aşağı yönlü güncellenerek yüzde 2,0'a çekilirken, 2025 yılı için 0,1 puan artışla yüzde 2,4'e güncellenmiştir (Tablo 3.1.2).

**Gelişmiş ülkelerde enflasyon görünümündeki olumlu gelişmelere karşın merkez bankaları faiz indirimlerinde temkinli olacakları yönündeki iletişimlerini sürdürmektedir.** Küresel işgücü piyasalarının dengelenmeye başlaması ile hizmet sektöründe fiyat artışları yavaşlarken, emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar ve jeopolitik gelişmeler küresel enflasyonun düşüş sürecini olumsuz etkilemektedir. Hizmet enflasyonu ana eğiliminin ABD verisinde daha belirgin olmak üzere gerilediği izlenmektedir. Bu çerçevede, gelişmiş ülke merkez bankalarına ilişkin faiz indirim fiyatlamaları enflasyon görünümündeki olumlu gelişmelerle birlikte güçlene de merkez bankaları veri odaklı yaklaşımla ihtiyatlı duruşlarını sürdürmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin ise, enflasyon oranlarının hedeflerine daha yavaş yaklaşmasına bağlı olarak faiz indirim süreçlerinde bir miktar daha temkinli oldukları gözlenmektedir. Bu görünüm altında önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüşe bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin sürmesi olası görülmektedir. Ancak, küresel enflasyonun mevcut seviyesi, katılıklar ve jeopolitik riskler değerlendirildiğinde indirim süreçlerinin parasal sıkılığı koruyacak ve enflasyondaki düşüşü destekleyecek şekilde sürdürülmesi beklenmektedir.

**Jeopolitik gelişmeler ve küresel büyüme görünümü emtia fiyatları üzerinde etkili olmaya devam etmektedir.** Mayıs ayında düşüş gösteren petrol fiyatları, haziran ve temmuz aylarında sınırlı bir miktar yükselerek bir önceki Rapor'da öngörülen seviyelere ulaşmıştır. Petrol fiyatlarında son dönemde görülen dalgalanmada Ortadoğu ve Ukrayna'daki gerilimler başta olmak üzere jeopolitik gelişmeler etkili olmuştur. OPEC+ üye ülkelerinin üretim kesintilerine devam etmesi de petrol fiyatları üzerinde arz yönlü olarak etkili olmaktadır. Bu çerçevede, yılın kalanına ilişkin varsayımlar bir önceki Rapor dönemi öngörülerine paralel olmakla birlikte, gerçekleşme kaynaklı olarak 2024 yılı ortalama petrol fiyatları varsayımı 86,4 ABD dolarından 84,2 ABD dolarına gerilemiştir (Grafik 3.1.1). Diğer yandan, endüstriyel metal ve tarımsal emtia fiyatları bu dönemde gerileme kaydetmiştir. Böylece, enerji emtia fiyatlarındaki artış, enerji dışı emtia fiyatlarıyla dengelenmiş ve ithalat fiyatlarının geneline ilişkin varsayımlardaki güncelleme sınırlı olmuştur (Grafik 3.1.2).

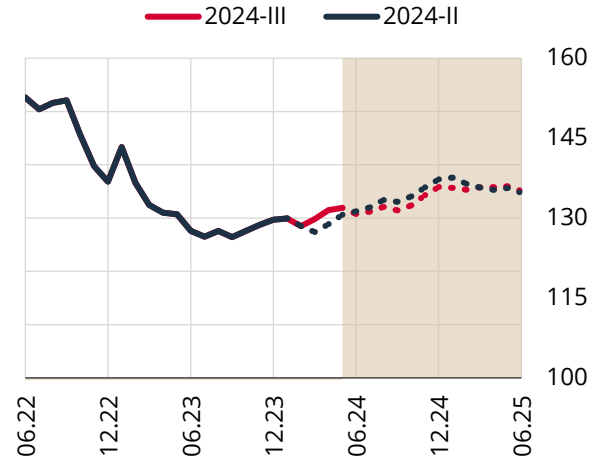
**Grafik 3.1.1: Petrol Fiyatı Varsayımlarındaki Güncellemeler\*** (ABD Doları/Varil)



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 korunmuştur.** Gıda grubunda yıllık enflasyon 2024 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 68,1 olarak gerçekleşmiş ve uzun bir aradan sonra manşet enflasyonun altında kalmıştır. Temmuz ayında da gıda fiyatları yıllık değişimi bir önceki Rapor varsayımlarıyla uyumlu olarak yüzde 59,9'a gerilemiştir. Bu doğrultuda, gıda fiyatları enflasyonuna ilişkin varsayım 2024 ve 2025 yılları için sırasıyla yüzde 35,5 ve yüzde 15 olarak korunmuştur (Tablo 3.1.2).

**Tablo 3.1.2: Varsayımlardaki Güncellemeler\***

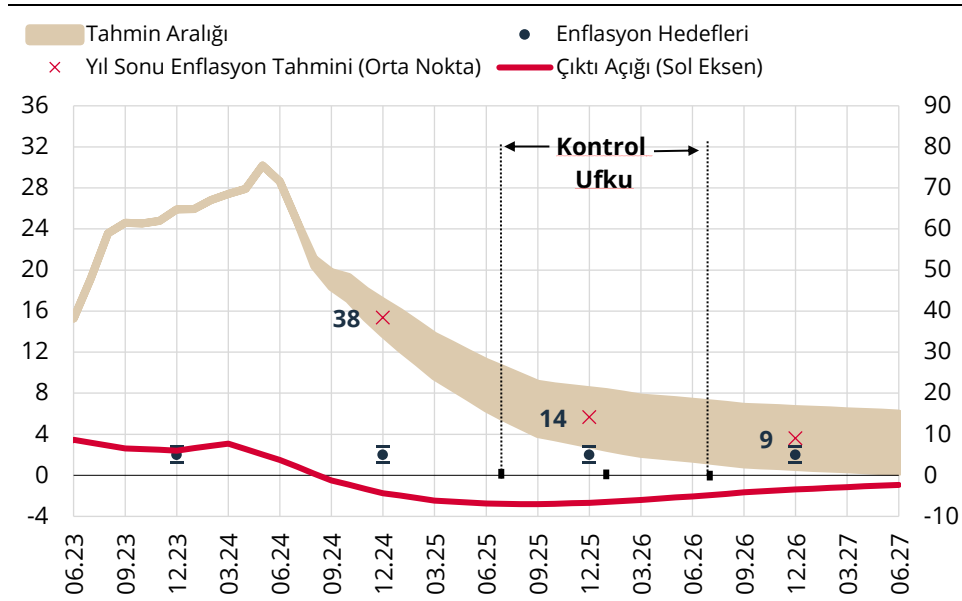
	2024	2025
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,0 (2,1)	2,4 (2,3)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	84,2 (86,4)	82,9 (82,3)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,7 (0,8)	2,8 (2,6)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	35,5 (35,5)	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, maliye politikasının ekonomideki dengelenme sürecine katkı verecek şekilde oluşturulmaya devam edeceği ve kamu kontrolündeki yönetilen/yönlendirilen fiyat, borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının 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, 2025 ve 2026 yılları için sırasıyla yüzde 38, 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 düştükten sonra orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.1). Son dönem jeopolitik gelişmeler ve küresel finansal oynaklıklar neticesinde artan belirsizlikler nedeniyle tahmin aralıkları bir önceki Rapor aralıklarıyla aynı tutulmuştur. Tahminler oluşturulurken enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı 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.



**Tahminler üzerindeki yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesiyle 2024 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 38 olarak korunmuştur.** Temmuz ayı tüketici enflasyonu yıllık yüzde 61,8 seviyesinde gerçekleşerek bir önceki Rapor döneminde öngörülen tahmin aralığının içinde kalmıştır. Talepteki yavaşlamanın öngörülene kıyasla daha sınırlı kaldığı değerlendirilmektedir. Bu nedenle, çıktı açığı tahmininin yukarı yönlü güncellenmesi enflasyon tahminini artırıcı yönde etkilemiştir. Bunun yanı sıra, enflasyon beklentilerindeki gerilemenin de öngörülenden daha az olması enflasyon tahminini yukarı yönlü etkilemiştir. Diğer yandan, Türk lirasında gözlenen ılımlı seyir ve ithalat fiyatları ile yönetilen-yönlendirilen fiyatlara ilişkin varsayımların aşağı yönlü güncellenmesi yıl sonu enflasyon tahminini düşürücü yönde etkilemiştir. Söz konusu yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesiyle yıl sonu enflasyon tahmini korunmuştur (Tablo 3.2.1).

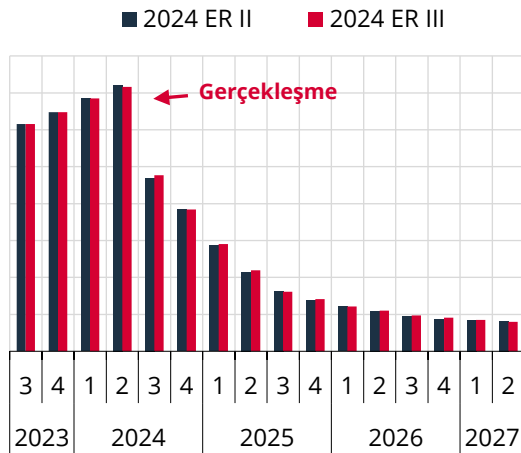
**Tablo 3.2.1: 2024 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları**

	2024
2024-II ER Tahmini (%)	38
2024-III ER Tahmini (%)	38
<b>2024-II Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi</b>	0.0
<b>Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)</b>	
Enflasyon Beklentileri/Ana Eğilim	+0,2
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	-0,1
Çıktı Açığı	+0,2
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	-0,3

Kaynak: TCMB.

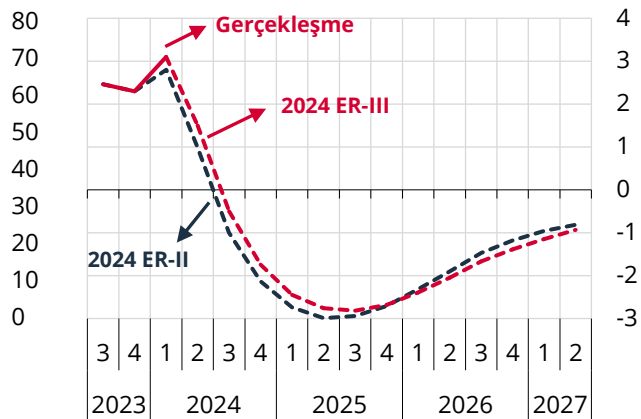
**2024 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 38 seviyesinde korunmuştur** (Grafik 3.2.2). Talepteki yavaşlama bir önceki Enflasyon Raporu döneminde öngörülene kıyasla daha sınırlı gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.3). Bu görünüm altında, çıktı açığı tahmininin yukarı yönlü güncellenmesi, yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan artırıcı yönde etkilemiştir. Türk lirası cinsi ithalat fiyatlarından gelen güncelleme ise tahminleri 0,1 puan aşağı çekmiştir. Yönetilen-yönlendirilen fiyatlara ilişkin varsayımların aşağı yönlü güncellenmesi, yıl sonu tahminlerini 0,3 puan düşürücü yönde etkilemiştir (Tablo 3.2.1). Enflasyon beklentilerindeki gerilemenin öngörülenden yavaş olmasının yıl sonu enflasyonuna etkisinin 0,2 puan olacağı 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 piyasalarda bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki öngörülere kıyasla belirsizliklerin daha yüksek, küresel büyüme görünümünün ise büyük ölçüde geçmiş projeksiyonlarla uyumlu olacağı varsayılmıştır.** Enflasyon görünümündeki iyileşmenin devamı ve hizmet enflasyonuna dair son gelişmeler neticesinde gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirimlerine dair beklentiler güçlense de önümüzdeki dönemde ihtiyatlı ve veri odaklı duruşun korunacağı öngörülmüştür. Jeopolitik riskler, küresel risk iştahındaki dalgalanmalar ve gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim süreçlerine yönelik belirsizlikler gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişlerinin dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur. Mevcut Rapor döneminde rezerv görünümündeki iyileşme Türkiye'nin risk priminin iyileşmesine katkı sağlamıştır. 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 oluşturmıştır.** Parasal aktarımı destekleyecek ve güçlendirecek finansal politikalar ve kararlı sıkı duruşu vurgulayan para politikası iletişiminin de katkısıyla 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 koşullarda oluşan sıkılığın, para politikasını destekleyici adımların da katkısıyla korunacağı değerlendirilmiştir. Kredi büyümesindeki yavaşlamanın devam ederek iç talebin dengelenmesine daha belirgin bir şekilde katkı vereceği ve talep koşullarının önümüzdeki dönemde enflasyonu düşürücü yönde etkileyeceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, tahmin döneminde ekonomi politikaları arasındaki eş güdümün korunacağı bir görünüm esas alınmıştır.

**Haziran ayında başlayan dezenflasyon sürecinin önümüzdeki dönemde güçlenerek devam edeceği öngörülmektedir.** Mayıs ayında tepe noktasını gördükten sonra haziran ayı itibarıyla gerilemeye başlayan yıllık enflasyon, temmuz ayını yüzde 61,8 ile bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmin aralığının içinde tamamlamıştır. Temmuz ayında aylık enflasyon, yönetilen-yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamaları ile işlenmemiş gıda fiyatlarındaki arz yönlü gelişmeler neticesinde geçici olarak artmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde geçen yıldan gelen olumlu baz etkisinin de katkısıyla yıllık enflasyon belirgin şekilde gerileyecektir. Diğer yandan, elektrikte ticarethanelere yönelik fiyat artışı, hizmet sektörü fiyatlarını maliyet kanalıyla önümüzdeki aylarda yukarı yönlü etkileyebilecektir. Eğitim hizmetlerinin de tüketici enflasyonu üzerindeki artırıcı etkisinin eylül ayında özel üniversite ücretlerine bağlı olarak belirgin olabileceği değerlendirilmektedir. Ancak, para politikasındaki ihtiyatlı duruşun sürdürülmesiyle, enflasyonun yılın geri kalanında da istikrarlı olarak gerileyeceği öngörülmektedir. Enflasyon beklentilerindeki gerileme bir önceki Rapor'da öngörülenden sınırlı bir miktar daha az olmuştur. Para politikasındaki sıkı duruşun korunması ve finansal koşullardaki sıkılaşmayla beraber talep koşullarında görülen yavaşlamanın önümüzdeki dönemde daha da belirginleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 3.2.3). Ayrıca, para politikasındaki kararlı duruşun; yurt içi talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme ve enflasyon beklentilerinin düzelmesiyle aylık enflasyonun ana eğilimini düşüreceği ve yılın geri kalanında dezenflasyonun güçlenerek devam edeceği tahmin edilmektedir. 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 sıkı parasal duruşun hedeflerle uyumlu şekilde sürdürülmesiyle birlikte, enflasyonun ana eğiliminde tarihsel ortalamalara gerileme süreci 2025 yılında da devam edecektir. Para ve maliye politikalarının eşgüdümü de bu sürece katkı sağlayacaktır.

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

Önceki bölümde verilen orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulunun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Buna karşın, bu unsurlara dair çeşitli riskler enflasyon görünümünü değiştirerek ana senaryoda öngörülen para politikası duruşunun farklılaşmasına yol açabilmektedir. Ana senaryoda esas alınan ve görünümü değiştirme ihtimali bulunan riskler aşağıda sıralanmış ve Tablo 3.3.1'de özetlenmiştir.

#### **Hizmet fiyatlarındaki katılığın sürmesi tüketici enflasyonu üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.**

Hizmet sektöründe hâkim olan fiyatlama davranışı önemli bir atalet, şokların enflasyon üzerindeki etkilerinin uzun bir süreye yayılmasına ve bu sektörde fiyat artışlarının dezenflasyonist patika ile uyumsuz

olmasına sebep olmaktadır. Hizmet grubu fiyat artışları, ilk çeyreğe kıyasla ikinci çeyrekte yavaşlamakla birlikte görece güçlü seyrini sürdürmüştür. Bu dönemde, kira, haberleşme, lokanta ve otel hizmetleri fiyat artışlarının güçlü olduğu alt gruplar olarak öne çıkmıştır. Eylül ayında özel üniversite ücretlerine bağlı olarak eğitim hizmetlerinin tüketici enflasyonunu yukarı yönlü etkileyebileceği değerlendirilmektedir. Güçlü seyreden hizmet enflasyonu, tüketici enflasyonu üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutarak dezenflasyon sürecinde önemli rol oynamayı sürdürecektir.

**Temmuz ayında gıda fiyatları ılımlı bir seyir izlemiştir.** Bununla birlikte, gıda grubunda özellikle taze meyve ve sebze fiyatları üzerinde mevsim normallerinin üzerinde seyreden sıcaklıklar ve arz yönlü faktörlerin yukarı yönlü risk yaratabileceği de değerlendirilmektedir.

**Enflasyon beklentileri gerilemekte, ancak Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde kalmaya devam etmektedir.** Piyasa katılımcılarının, firmaların ve tüketicilerin enflasyon beklentileri fiyatlama davranışları, portföy tercihleri ve tüketim/kredi talebi üzerinde önemli rol oynamaktadır. Enflasyon beklentilerinin yüksek seyri tüketim eğilimi ve kredi talebi üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir. Böylece iç talep direnç kazanarak dengelenme süreci sektöre uğrayabilecektir. Piyasa Katılımcıları Anketi verilerine göre yakın dönemde enflasyon beklentileri tüm vadelerde gerilemeye devam etse de mevcut seviyeler Enflasyon Raporu tahmin aralığının üzerinde kalarak enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk teşkil etmeye devam etmiştir. Firmaların ve tüketicilerin enflasyon beklentileri ise hem yüksek seyretmekte hem de enflasyon ve döviz kuru gerçekleştirmelerine daha fazla hassasiyet göstermektedir (Kutu 3.1). Enflasyon beklentilerinin TCMB'nin kısa vadede enflasyon tahminleriyle, orta vadede enflasyon hedefleri ile uyumlu seyretmesi dezenflasyon sürecinde kritik önemdedir. Bu durum para politikasında temkinli ve kararlı duruşun korunmasını gerektirmektedir.

**Yılın ikinci çeyreğinde, yurt içi talebin zayıflamakla birlikte hala enflasyonist düzeylerde seyrettiği değerlendirilmektedir.** Yakın dönem göstergeleri 2024 yılının ilk çeyreğinde güçlü seyreden iç talebin ikinci çeyrekte bir miktar zayıfladığına işaret etmektedir. Öte yandan, yılın ikinci çeyreğinde, iki bayram tatili ve köprü günlerinin yer alması talepteki yavaşlamanın düzeyine ilişkin çıkarım yapmayı zorlaştırmaktadır. İkinci çeyrekte çıktı açığının pozitif düzeylerde kaldığı ve talep koşullarının enflasyonist olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, yılın ikinci yarısında, uygulanmakta olan sıkı para politikasının gecikmeli etkileri ve finansal koşullardaki sıkılığın korunmasıyla iç talepteki dengelenmenin belirginleşmesi beklenmektedir. Parasal sıkılaştırmanın iç talep üzerindeki yavaşlatıcı etkilerinin yeterince hızlı bir şekilde görülmemesi tahminler üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.

**Emtia fiyatları önceki Rapor dönemine göre daha olumlu bir seyir izlese de jeopolitik gelişmeler kaynaklı oynaklıklar enflasyon tahminleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.** Enerji dışında kalan emtia fiyatları bir önceki Rapor dönemine göre gerileme göstermiştir. Öte yandan, petrol fiyatları yeniden yükseliş kaydetmiştir. Rusya-Ukrayna, Orta Doğu ve Kızıldeniz'de süregelen jeopolitik gerilimler ile Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'ne (OPEC+) üye ülkelerin üretim kesintisi ile ilgili kararları petrol fiyatlarında yukarı yönlü arz baskıları oluşturmaktadır. Bu gelişmelerin taşımacılık ve girdi maliyetleri üzerindeki etkileri takip edilmektedir. Jeopolitik gelişmeler dış talep ve ihracat gelirleri üzerinden Türkiye'ye yönelik risk algılarını da etkileyebilmektedir.

**Dezenflasyon sürecinde para ve maliye politikalarının eş güdümü büyük önem arz etmektedir.** Gelirler politikası, üretim maliyeti ve talep kanalları ile enflasyon ve beklentiler üzerinde etkili olabilmektedir. Vergi ve yönetilen-yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu olmaması ise enflasyon üzerinde baskı yaratabilmektedir. Bu kapsamda, vergi toplama etkinliğine ve doğrudan alınan vergilerin toplam vergi gelirleri içindeki payının artırılmasına yönelik atılacak adımların, dezenflasyon sürecini destekleyeceği değerlendirilmektedir. Başta yönetilen-yönlendirilen fiyatlar ile vergi ayarlamalarında olmak üzere uygulanan politikalarda TCMB'nin enflasyon tahminlerinin gözetilmesi ve para politikasındaki sıkı duruşun ihtiyatlı maliye politikası ile desteklenmesi, öngörülen dezenflasyon patikasının tesis edilmesi açısından kritik bir önem taşımaktadır.

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

Risk	Baz Senaryoya Kıyasla Risklerin Değerlendirilmesi ve Enflasyon Üzerindeki Olası Etkisi (↑   ↔   ↓)	Takip Edilen Göstergeler
Hizmet enflasyonunda atalet	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hizmet grubu fiyatlarındaki katılığın devam etmesi enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Temel enflasyon göstergeleri</li> <li>Hizmet enflasyonu ataleti</li> </ul>
Gıda fiyatlarının seyri	<ul style="list-style-type: none"> <li>İşlenmemiş gıda fiyatları üzerinde mevsim normallerinin üzerinde seyreden sıcaklıklar ve arz yönlü gelişmeler yukarı yönlü baskı yaratabilecektir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Taze meyve ve sebze fiyatları</li> </ul>
Enflasyon beklentilerinin öngörülen tahmin aralığına yakınsamaması	<ul style="list-style-type: none"> <li>Orta vadeli enflasyon beklentilerindeki iyileşmeye rağmen beklentilerin 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>Sektörel enflasyon beklentileri</li> <li>Enflasyon beklentilerinin dağılımı</li> <li>Enflasyon belirsizliği göstergeleri</li> <li>Anket ve piyasa fiyatlamalarına dayalı enflasyon ve döviz kuru beklentileri</li> </ul>
Talep koşulları	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yurt içi talebin ikinci çeyrekte hız kesmekle birlikte enflasyonist seyrini sürdürmesi enflasyon üzerinde talep yönlü baskı yaratmaya devam etmektedir.</li> <li>Sıkı para politikasının gecikmeli etkileri ve finansal koşullardaki sıkılığın katkısıyla iç talepteki dengelenmenin belirginleşmesi beklenmektedir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yurt içi talep göstergeleri</li> <li>Perakende satış hacim endeksi/Ticaret satış hacim endeksi</li> <li>Firma görüşmeleri ve anket verileri</li> <li>Kartla yapılan harcamalar</li> <li>Beyaz eşya ve otomobil satışları</li> </ul>
Jeopolitik gelişmeler ve emtia fiyatlarının seyri	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rusya-Ukrayna ve Kızıldeniz'de süregelen jeopolitik gerilimler ile OPEC+ üye ülkelerin üretim kesintilerini sürdürmeleri arz kanalı 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>

Para ve maliye politikalarının eşgüdümünün etkinliğine dair riskler	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para, ve maliye politikalarının eşgüdüm içinde olmaması enflasyon ve iç talepteki dengelenme süreci üzerinde risk oluşturabilecektir.</li> <li>• Doğrudan vergilere ve/veya vergi toplama etkinliğine yönelik reformlar yapılması dolaylı vergilere olan ihtiyacı azaltarak fiyatlar üzerinde düşürücü etkiler yaratabilecektir.</li> <li>• Yönetilen- yönlendirilen fiyat düzenlemelerinin enflasyonda öngörülen düşüş patikasıyla uyumlu olmaması enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilecektir.</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.

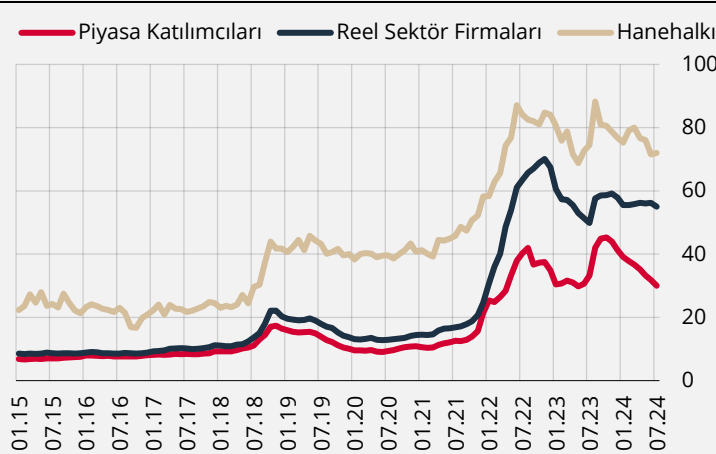
## Kutu 3.1

### Sektörel Enflasyon Beklentilerinin Belirleyicileri

Enflasyon beklentileri, ekonomik birimlerin gelecekteki fiyat artışlarına ilişkin tahminlerini yansıtarak karar alma süreçlerinde kritik bir rol oynamaktadır. Bu nedenle, merkez bankalarının politika kararları ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliği açısından enflasyon beklentileri büyük önem taşımaktadır. Farklı ekonomik birimlerin (firma, tüketici/hanehalkı, piyasa katılımcıları) beklentileri ekonomide farklı kanallar üzerinden etkili olmaktadır. Firmalar, enflasyon beklentileri doğrultusunda fiyatlama, ücret belirleme, stok tutma ve yatırım stratejilerini oluştururlar. Bu çerçevede fiyat belirleme gücüne de sahip olmaları nedeniyle firmaların enflasyon beklentileri, enflasyonun gelecekteki seyri açısından büyük önem arz etmektedir. Para politikası için önem arz eden bir diğer beklenti ise tüketicilerin enflasyon beklentileridir. İşgücüne katılım, portföy tercihleri ve tüketim-tasarruf kararları üzerinde önemli olan tüketici beklentileri de yakından takip edilmektedir. Örneğin, tüketicilerin enflasyon beklentilerinin yüksek olması talebin öne çekilmesi yoluyla ekonomideki toplam talep düzeyi üzerinden doğrudan enflasyonist bir etki yapabilmektedir. Son olarak, piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri ise özellikle finans alanında karar alıcı uzmanların tahminlerini yansıttığı için finansal piyasalardaki fiyatlamalar üzerinde belirleyici olabilmektedir.

TCMB, farklı ekonomik birimlerin gelecek 12 aya ilişkin enflasyon beklentilerini, yürütmekte olduğu Piyasa Katılımcıları Anketi (PKA) ve İktisadi Yönelim Anketi (İYA) ile TÜİK iş birliğiyle yürüttüğü Tüketici Eğilim Anketi (TEA) aracılığıyla derlemiştir. Bu kapsamda 2024 yılı haziran ayında, halihazırda yayımlamakta olduğu piyasa katılımcıları enflasyon beklentilerine ek olarak reel sektör ve hanehalkı enflasyon beklentilerini Sektörel Enflasyon Beklentileri yayını altında birleştirerek kamuoyu ile paylaşmaya başlamıştır. Sektörel beklentilerin karşılaştırıldığı Grafik 1'de enflasyonun düşük olduğu dönemlerde dahi hanehalkı beklentilerinin firma ve piyasa katılımcılarına göre yüksek bir seyir izlediği görülmektedir. Firmaların beklentileri hanehalkına göre daha ılımlı ve piyasa katılımcılarıyla yakın seviyelerde seyrederken, 2022 sonrasında piyasa katılımcılarının beklentilerinin belirgin üzerinde gerçekleşmiştir. 2018 ve 2021 yıllarında yaşanan döviz kuru artışları ve sonrası enflasyonun yüksek seyri tüm sektörlerin beklentilerinde bozulmaya yol açmıştır. Diğer yandan, 2023 yılı haziran ayında başlayan parasal sıkılaştırma süreci ile birlikte, önceki dönemlerden farklı olarak, enflasyondaki yükselişe rağmen beklentiler kademeli gerilemeye başlamıştır. Söz konusu farklılaşmada, para politikasındaki sıkı duruşun yanı sıra bu duruşun enflasyonda belirgin ve kalıcı düşüş sağlanana kadar sürdürüleceği yönündeki sözlü yönlendirmeler de etkili olmuştur. Beklenenden daha düşük gelen haziran ayı enflasyon verisinin açıklanması sonrası, temmuz ayında 12 ay sonrası enflasyon beklentileri piyasa katılımcılarında yüzde 30'a, reel sektörde yüzde 55'e gerilemiştir. Tüketicilerin beklentileri ise temmuz ayında sınırlı bir artış göstererek yüzde 72 olmuştur. Bu çerçevede, farklı sektörlerin enflasyon beklentilerindeki ayrışmaların nedenlerini anlamak amacıyla bu kutuda ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerindeki güncellemelerin temel makroekonomik değişkenlere hassasiyeti incelenmiştir.

**Grafik 1: 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri (%)**



Kaynak: TCMB, TÜİK.

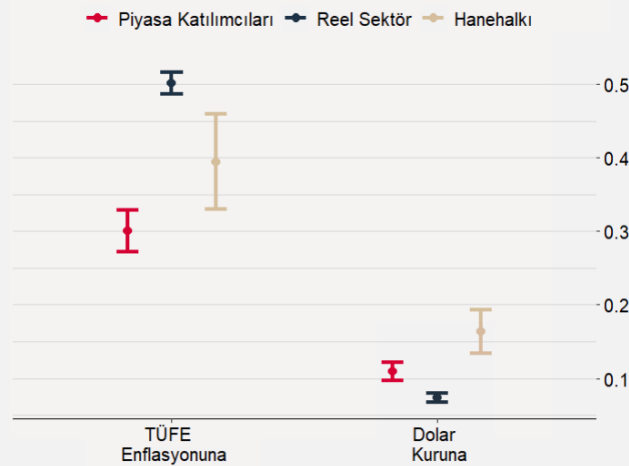
Gülşen ve Kara (2021), enflasyon gerçekleşmeleri ve döviz kuru değişimlerinin piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri üzerinde etkili olduğunu bulmuştur. Bu çerçevede, sektörel enflasyon beklentilerinin enflasyon ve kur gibi temel makroekonomik değişkenlere hassasiyetini ölçmek amacıyla söz konusu üç ankete (PKA, İYA ve TEA) ait mikro veriler panel veri formatında kullanılarak ekonometrik analizler yapılmıştır. Panellere ait yatay kesit birimi PKA'da piyasa katılımcısı, İYA'da ise firma bazındadır. TEA sabit bir tüketici grubuna uygulanmadığı için, bu veride *pseudo-panel* yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemde tüketiciler, cinsiyet, yaş, gelir ve eğitim durumlarına göre gruplanmış ve yatay kesit birimi bu gruplar üzerinden oluşturulmuştur. Söz konusu grubun enflasyon beklentisi ise bu grup içerisindeki tüketicilerin beklentilerinin ortalaması alınarak elde edilmiştir. Tüm sektörlerde, verinin zaman boyutu 2015 yılı ocak ayından 2024 yılı temmuz ayına kadar olan örneklemi kapsamaktadır.

Beklenti değişiminin makroekonomik değişkenlere hassasiyetini ölçmek amacıyla her bir anketten elde edilen 12 ay sonrası yıllık tüketici enflasyonu beklentisi kullanılarak aşağıdaki *Model 1* tahmin edilmiştir. Modelde  $\Delta\pi_{i,t|t+12}^{beklenti}$  ilgili anketteki  $i$  katılımcısının  $t$  ayındaki 12 ay sonrası yıllık TÜFE enflasyonu beklentisindeki değişimi (güncellemeyi) göstermektedir. Açıklayıcı değişken olarak aylık TÜFE enflasyonunun 1 ay gecikmeli değeri ( $\Delta\pi_{t-1}^{TÜFE}$ ) ve aylık dolar kuru değişimi ( $\Delta Dolar/TL_t$ ) kullanılmıştır. Modele, gözlenemeyen anket katılımcılarına özgü sabit etkileri ( $\mu_i$ ) kontrol etmek amacıyla PKA ve İYA için katılımcı sabit etkileri, TEA için grup sabit etkileri eklenmiştir. Aylık enflasyon gerçekleşmesine ve dolar kuru değişimine hassasiyeti gösteren  $\beta_1$  ve  $\beta_2$  katsayıları farklı sektörler için yüzde 90 güven aralığıyla Grafik 2'de gösterilmiştir.

$$\Delta\pi_{i,t|t+12}^{beklenti} = \beta_0 + \beta_1\Delta\pi_{t-1}^{TÜFE} + \beta_2\Delta Dolar/TL_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 1})$$

Piyasa katılımcıları, firmalar ve tüketiciler için tahmin edilen 6 farklı katsayının tamamı istatistiksel olarak yüzde 90 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Sonuçlar, üç farklı grubun da 12 ay sonrası beklentilerini oluştururken gerçekleşen enflasyona karşı hassas olduklarını göstermektedir. Sektörel olarak karşılaştırıldığında, aylık enflasyon gerçekleşmesine hassasiyetin en yüksek firmalarda, döviz kuruna olan hassasiyetin ise en yüksek tüketicilerde olduğu görülmektedir. Profesyonellerin her iki makroekonomik değişkene olan duyarlılığı ise diğer sektörlerle kıyasla daha sınırlı kalmaktadır. Bu durum, tüketicilerin beklenti oluşumunda günlük olarak gözlemledikleri döviz kurunu karşı daha duyarlı olduklarını göstermektedir.

**Grafik 2: Beklentilerin Makroekonomik Değişkenlere Hassasiyeti (Model 1 Sonuçları\*)**



Kaynak: TCMB.

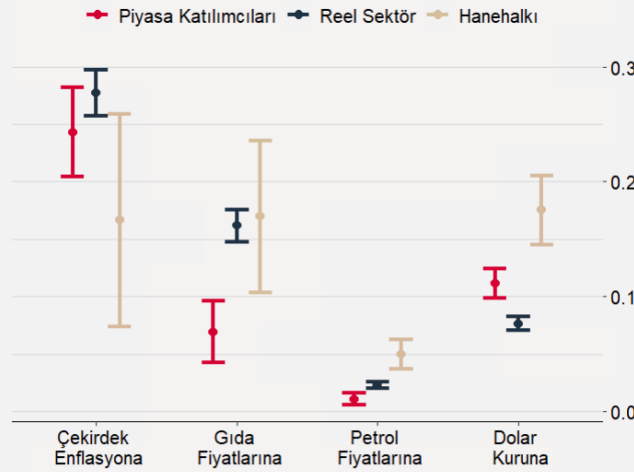
\* Her bir sektör için barların orta noktası tahmin edilen katsayıyı, barların uzunluğu ise yüzde 90 güven aralığını göstermektedir.

D'Acunto vd. (2019) çalışması, tüketici beklentilerinin günlük hayatta sıklıkla gözlemlenen market ürünleri, akaryakıt gibi ürünlere daha duyarlı olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde, Angelico ve Di Giacomo (2019), tüketicilerin enflasyon beklentilerinin belirlenmesinde geçmiş alışveriş deneyimlerinin etkili olduğunu belirtmektedir. Bu çalışmalardan hareketle, beklentilerin farklı fiyat gelişmelerine hassasiyetini daha detaylı bir şekilde ölçmek için *Model 2* tahmin edilmiştir. Bu modelde *Model 1*'e kıyasla aylık TÜFE enflasyonu yerine C endeksi aylık değişimi ( $\Delta\pi_{t-1}^C$ ), aylık gıda enflasyonu ( $\Delta\pi_{t-1}^{Gıda}$ ) ve aylık ABD doları cinsinden Brent petrol<sup>1</sup> fiyatı değişimi ( $\Delta Brent_{t-1}$ ) eklenmiştir. *Model 2* katsayılarının tahmin sonuçları Grafik 3'te sunulmaktadır.

$$\Delta\pi_{i,t|t+12}^{beklenti} = \alpha_0 + \alpha_1\Delta\pi_{t-1}^C + \alpha_2\Delta\pi_{t-1}^{Gıda} + \alpha_3\Delta Brent_{t-1} + \alpha_4\Delta Dolar/TL_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 2})$$

Sonuçlar incelendiğinde, piyasa katılımcıları ve firmaların enflasyon beklentilerini oluştururken çekirdek enflasyona, tüketicilere göre daha fazla önem attıkları görülmektedir. Tüketicilerde ise çekirdek enflasyona hassasiyetin pozitif ve anlamlı olmakla birlikte oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Öte yandan, gıda enflasyonu, Brent petrol ve dolar kurunun tüketicilerin tahmin güncellemeleri üzerinde daha etkili olduğu, profesyonellerin tahminleri üzerinde ise etkisinin sınırlı olduğu anlaşılmaktadır.

**Grafik 3: Beklentilerin Makroekonomik Değişkenlere Hassasiyeti (Model 2 Sonuçları\*)**



Kaynak: TCMB.

\* Her bir sektör için barların orta noktası tahmin edilen katsayıyı, barların uzunluğu ise yüzde 90 güven aralığını göstermektedir.

Piyasa katılımcıları ve firmaların beklenti güncellemelerinde geçmişe endeksleme davranışının daha çok enflasyon ana eğilimini yansıtan çekirdek enflasyon üzerinden gerçekleştiği değerlendirilmektedir. Diğer yandan, tüketiciler, beklentilerini çekirdek enflasyona görece daha az; gıda ve Brent petrol fiyatı ile dolar kuru gelişmelerine ise görece daha fazla bakarak oluşturmaktadır. Bu durum tüketicilerin beklenti oluşumunda gıda ürünleri ve Brent petrolden etkilenen akaryakıt gibi sık tüketilen ürünlere ve fiyatı günlük takip edilebilen döviz kurunun önemine dikkat çekmektedir. Ayrıca, tüketici enflasyon beklentilerinin oynaklığı yüksek ve görece para politikası etki alanının dışında kalan gıda ve akaryakıt fiyatlarına hassasiyetinin yüksek olması beklenti kanalı üzerinden parasal aktarımın zayıflamasına neden olmaktadır.

<sup>1</sup> Türk lirası cinsinden akaryakıt fiyatları ve döviz kuru arasındaki güçlü ilişkiden dolayı akaryakıt fiyatlarının etkisini yakalamak amacıyla modele Brent petrol fiyatları eklenmiştir.



Sonuç olarak, tüm sektörlerde enflasyon beklentilerinin belirlenmesinde makroekonomik değişkenlerdeki gerçekleştirmelere endeksleme davranışının etkili olduğu görülmektedir. Piyasa katılımcıları ve firmalarda bu davranış büyük oranda çekirdek enflasyon üzerinden gerçekleşirken, tüketicilerde ise daha çok gıda, enerji fiyatları ve döviz kuru gelişmeleri üzerinden oluşmaktadır. Beklenti oluşumunda geçmiş makroekonomik değişkenlere hassasiyetin azalıp, ileriye dönük bir yaklaşımla Merkez Bankası tahminlerinin daha çok dikkate alınması dezenflasyon sürecinin maliyetleri üzerinde etkili olacaktır. Ayrıca, önümüzdeki dönemde yıllık enflasyondaki gerilemenin ve döviz kurunda görülen istikrarın tüm iktisadi birimlere ait enflasyon beklentilerini olumlu etkilemesi beklenmektedir. Yakından takip edilen enflasyon beklentilerinin seyri önümüzdeki dönemde para politikası görünümü açısından belirleyici olacaktır.

### **Kaynakça**

Angelico, C., & Di Giacomo, F. (2019) Heterogeneity in Inflation Expectations and Personal Experience. SSRN Electronic Journal

D'Acunto, F., Malmendier, U., Ospina, J., & Weber, M. (2019) Salient Price Changes, Inflation Expectations, and Household Behavior. SSRN Electronic Journal

Gülsen, E., & Kara, H., 2021, Policy Performance and the Behavior of Inflation Expectations. International Journal of Central Banking, 17(70).

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**