

CEF ARAřTIRMA RAPORU

FİRMALARIN ENFLASYON BEKLENTİLERİ VE FİYATLAMA DAVRANIşLARI: DAĞILIMLARA BİR BAKIş

FİRMALARIN ENFLASYON BEKLENTİLERİ VE FİYATLAMA DAVRANIŞLARI: DAĞILIMLARA BİR BAKIŞ

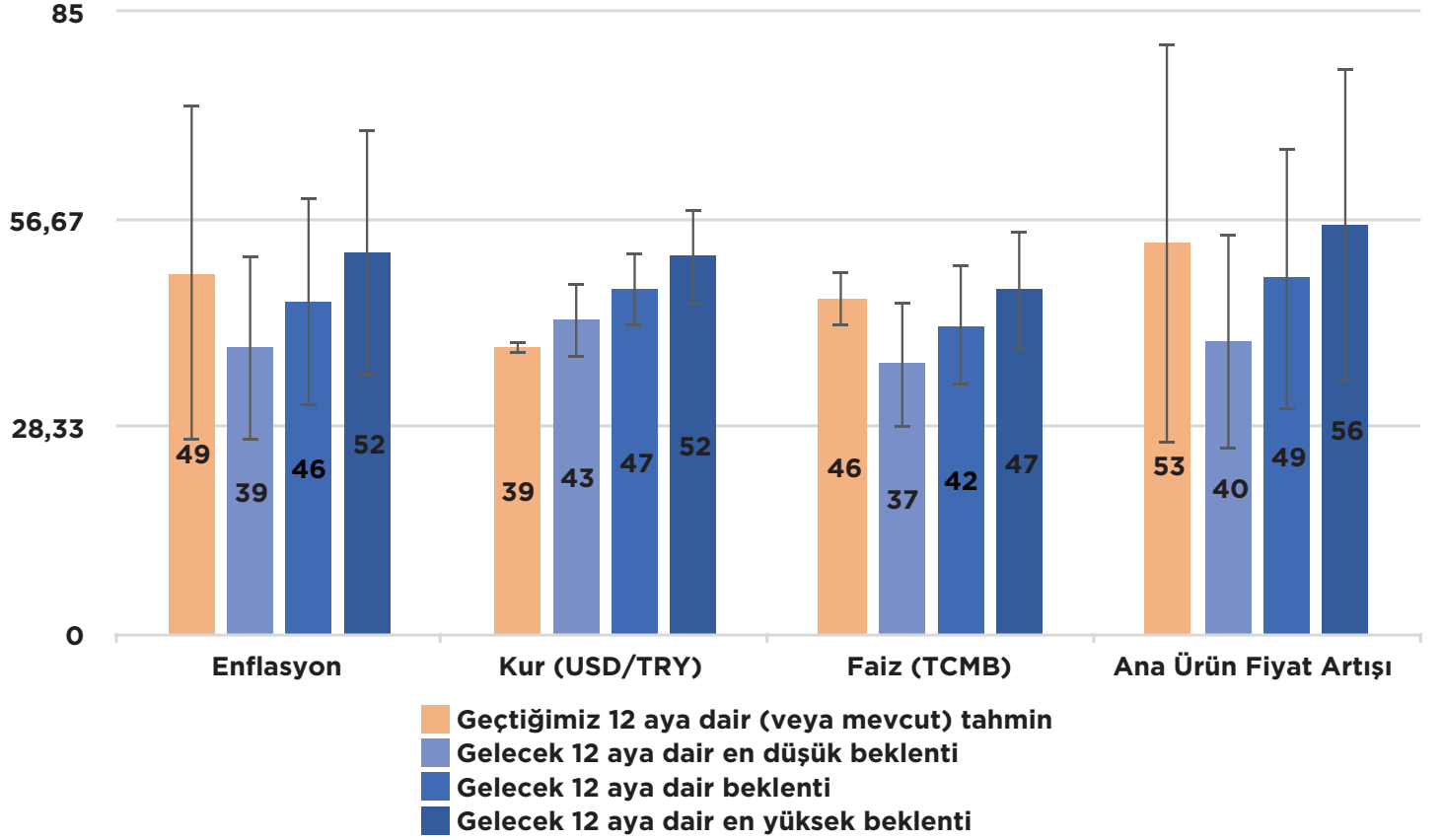
Okan Akarsu, TCMB & Sabancı Üniversitesi
Dr. Öğretim Üyesi Emrehan Aktuğ, Sabancı Üniversitesi
Doç. Dr. Orhan Erem Ateşaoğlu, Sabancı Üniversitesi

1. Geçmiş Algı, Mevcut Bilgi ve Gelecek Beklentileri

Haziran 2025'te yaklaşık 3.000 firma ile gerçekleştirilen ankette, firma yöneticilerine ekonomiye dair beklentileri ve bu beklentileri etkileyen faktörler sorulmuştur. Anket yüz yüze

yapılmış olup katılımcılar anket sırasında başka bir kaynaktan faydalanmamıştır. Rapor, firma beklentilerinin dinamiklerini daha iyi anlamak amacıyla hazırlanmıştır.

Grafik-1: Enflasyon, Kur, Faiz Tahminleri ve Firma Fiyatları



Enflasyon: Grafik 1, firmaların enflasyon, kur, faiz ve firmalarındaki fiyat artışlarına yönelik mevcut bilgilerini ve gelecek 12 aya dair beklentilerini göstermektedir. Öncelikle, firmaların geçmiş 12 aya dair tahminleri %49 olarak belirtilmiştir ve bu oran, firmaların hissettiği enflasyonun resmi oranının (%35) oldukça üzerinde olduğunu göstermektedir. Burada ciddi bir heterojenlik söz konusudur: Firmaların 10. yüzdilik dilimi enflasyonu %35 ile doğru tahmin ederken, 90. yüzdilik dilim %70 ile çok daha yüksek bir enflasyon algısına sahiptir. Bu heterojenliğin kaynaklarına raporun ilerleyen kısımlarında değineceğiz.

Geleceğe yönelik beklentiler sorulduğunda ise firmaların tahminleri, profesyonellerin tahminlerinin

(%25) oldukça üzerinde gerçekleşmiş ve önümüzdeki 12 aylık döneme dair enflasyon beklentisi %46 olmuştur. Katılımcılara en iyimser (en düşük) ve en kötümser (en yüksek) tahminleri de sorulmuş ve sırayla ortalamada %36 ve %52 oranları elde edilmiştir. Burada firmaların algıladıkları mevcut enflasyon oranı ile gelecek beklentileri arasında yüksek bir benzerlik olduğunu görüyoruz; algının beklentiye şekillendirdiği söylenebilir. Sıkı politika duruşunun sergileneceği bir dönemde dahi gelecek 12 aylık enflasyon beklentileri, geçmiş yılın enflasyon algılarının ancak 300 baz puan altında kalmıştır. Bu da firmaların beklenti kontrolünde katı bir duruş sergilediğini ve beklentilerin düşmesinin, gerçekleşen enflasyondaki düşüşe bağlı olduğunu göstermektedir.

¹ Anket "124K538" nolu TÜBİTAK1001 projesi kapsamında TÜBİTAK desteği ile gerçekleştirilmiştir.

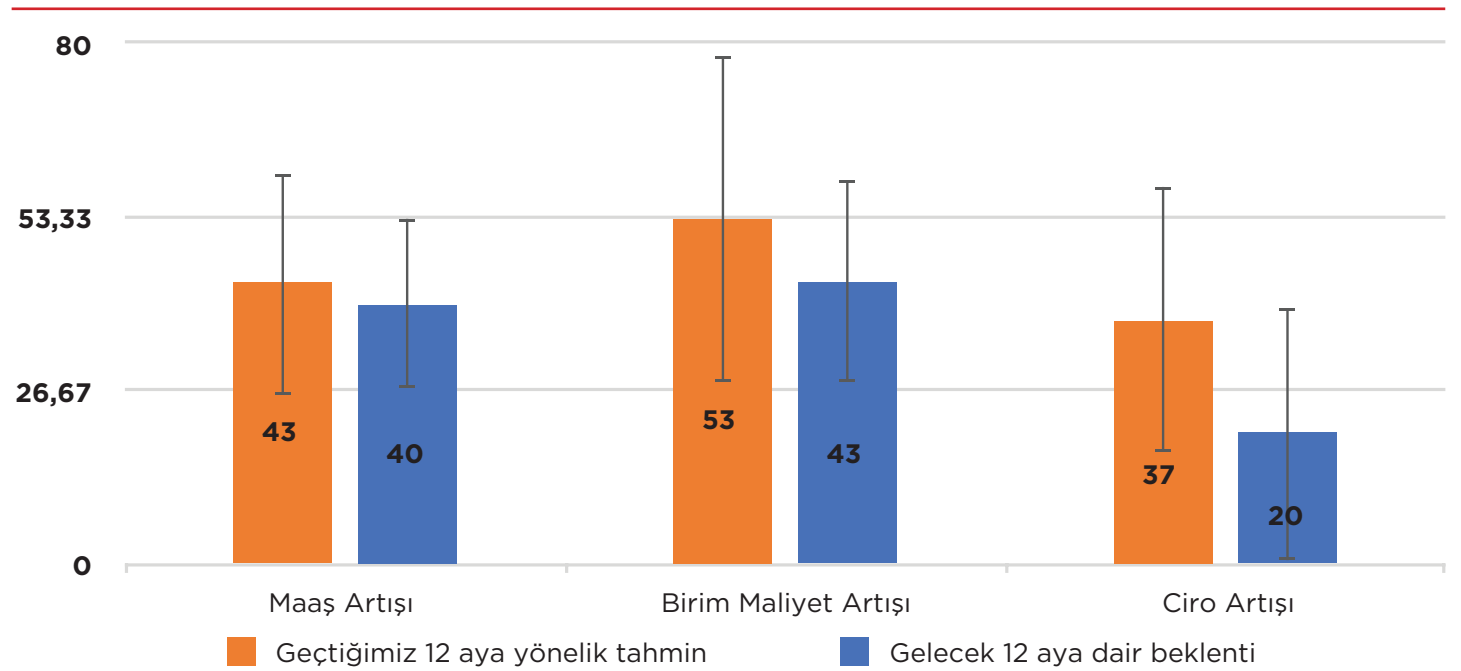
Kur: Firmalar ABD doları kurunu yakından takip etmektedir. Haziran ayı boyunca ortalama 39,4 olan USD/TRY paritesini, ortalamada 39,2 ile doğru tahmin etmişlerdir. Firmaların 10. yüzdilik dilimi mevcut kuru 39, 90. yüzdilik dilimi ise 40 olarak belirtmiştir. Bu durum, kurun görece stabil olduğu bir dönemde dahi firmaların kuru çok yakından takip ettiğini göstermektedir. Beklentiler de çarpıcı bir şekilde profesyoneller ile ortalamada neredeyse aynıdır. Firmalar önümüzdeki 12 ayın sonunda kuru 47,2 olarak beklerken bu oran profesyonellerde 47,04'tür. Yani firmalar hem mevcut kur bilgisine sahiptirler, hem de kur beklentilerini profesyonellerle oldukça benzer şekilde oluşturmaktadırlar. Enflasyon beklentilerindeki firma-profesyonel ayrışımı, kur konusunda görülmemektedir.

Faiz: Firmalar Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası politika faizini de yakından takip etmektedirler. Mevcut politika faizinin ortalamada %45,9 olduğunu belirtmişlerdir. Politika faizinin aslında firmaların doğrudan maruz kalmadığı, daha çok gösterge niteliğinde bir faiz olduğu düşünüldüğünde, firmaların kredi faizlerinden etkilenip daha yüksek bir oran belirtmeleri beklenbilirdi. Ancak firmalar ortalamada faizi doğru şekilde bilmektedirler. Buradaki bilgi düzeyi kur kadar kesin olmasa da oldukça iyi seviyededir: Firmaların 10. yüzdilik dilimi mevcut faizi %42, 90. yüzdilik dilimi ise %49 olarak ifade etmiştir. Beklentiler kısmında ise firmalar yine profesy-

onellerden ayrılmaktadır. Firmalar, 2025 Haziran ayında, faizin 12 ay sonunda %42 civarında olacağını beklerken profesyoneller ciddi bir faiz indirimi öngörmekte ve ortalamada %29,3 tahmin etmektedir. Bu durum, firmaların faiz beklentilerini de enflasyon beklentilerine benzer şekilde geçmişe dayalı olarak oluşturduğunu göstermektedir. Yani firmalar mevcut faizi bilmelerine ve TCMB kararlarını takip etmelerine rağmen, beklentiler konusunda profesyonellerden ayrılmaktadır. Firmaların en düşük faiz senaryosundaki beklentileri dahi %37 civarında oluşmuştur.

Ana Ürün Fiyatı: Firmalara geçmiş 12 aylık fiyat artışları sorulduğunda, ortalamada %53 oranında artış bildirmişlerdir. Bu oran, geçmiş 12 aylık enflasyon algılarıyla oldukça benzerdir. 10. yüzdilik dilim geçen yıl içerisinde %30'luk bir fiyat artışı yaparken, 90. yüzdilik dilim %80'lik bir ana ürün fiyat artışına gittiklerini belirtmiştir. Buradaki heterojenlik, görece fiyatların dengeye gelmeye çalıştığı dezenflasyonist süreçte anlaşılabilir. Bu heterojenlik beklentilere de yansımıştır: Firmalar önümüzdeki 12 aylık süreçte ürünlerine ortalamada %49 zam yapmayı beklemektedirler (10. dilim %30, 90. dilim %80). Enflasyon beklentilerine çok benzer bir seyir karşımıza çıkmaktadır: Firmalar, geçmiş fiyatlandırma davranışının gelecekte de devam edeceğini düşünmekte ve bu nedenle ana ürün fiyatlandırma beklentilerini de geçmiş algılarına oldukça benzer biçimde oluşturmaktadırlar.

Grafik-2: Maaş, Birim Maliyet ve Ciro Beklentileri



Grafik 2, maaş artışı, birim maliyet artışı ve ciro artışına dair geçmiş 12 aya yönelik algılar ile gelecek 12 aya dair beklentileri karşılaştırmaktadır.

²Firmaların enflasyon beklentileri diğer ülkelerde de profesyonellerin enflasyon beklentilerinin üzerinde ve hanehalkı beklentilerinin ise altında seyretmektedir. (Weber vd., 2022).

Maaş ve Birim Maliyet: Katılımcılar, geçmiş yıl içerisinde maaşları ortalama %43 artırdıklarını belirtirken gelecek için benzer şekilde %40'lık bir artış öngörmektedir. Bu durum, fiyatlama davranışında firmaların belirgin bir katılık sergilediğini göstermektedir. Benzer biçimde, birim maliyetlerde geçmişte %53 oranında artış yaşandığı belirtilmiştir ve bu oran geçmiş enflasyon algılarına oldukça yakındır. Gelecek için ise, enflasyon beklentilerindeki sınırlı düşüşle tutarlı şekilde, birim maliyetlerin ortalama %43 artması beklenmektedir.

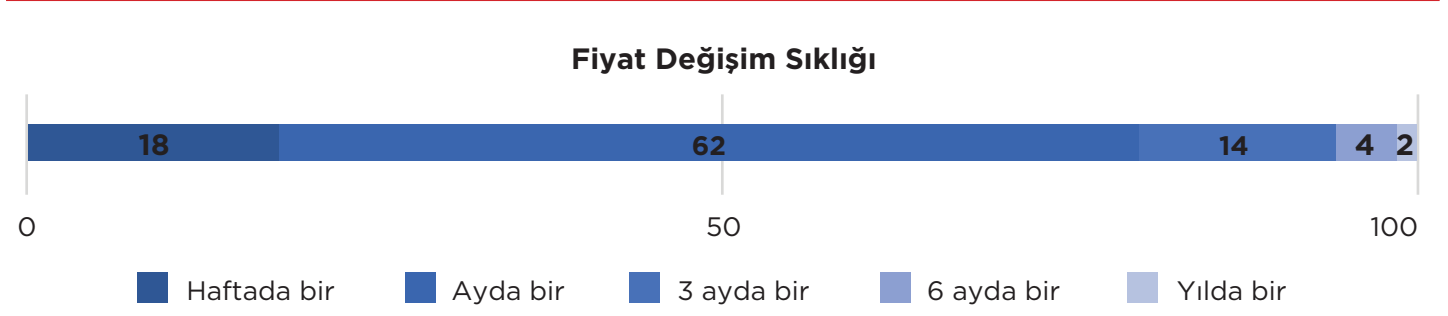
Ciro: En dikkat çekici farklılık ise ciro artışında görülmektedir. Katılımcılar, geçmiş 12 ayda ciro-

larının %37 arttığını belirtirken, gelecek 12 ay için ciro artış beklentilerini %20'ye düşürmüşlerdir. Bu durum, maliyet baskılarının devam edeceği ancak gelir tarafında daha düşük bir performans beklendiği ve dolayısıyla hacimde olası bir daralma öngörüldüğünü göstermektedir. Öte yandan, ana ürün fiyatlarında %49 artış bekleyen firmaların ciroda yalnızca %20 artış öngörmesi, şu olasılıkları akla getirmektedir;

- Ciddi bir hacim düşüşü beklentisi
- Fiyat artışlarında köpük olduğu ve gerçekleşecek olanın daha düşük olduğu
- Ciro beklentilerinin düşük belirtilmesi

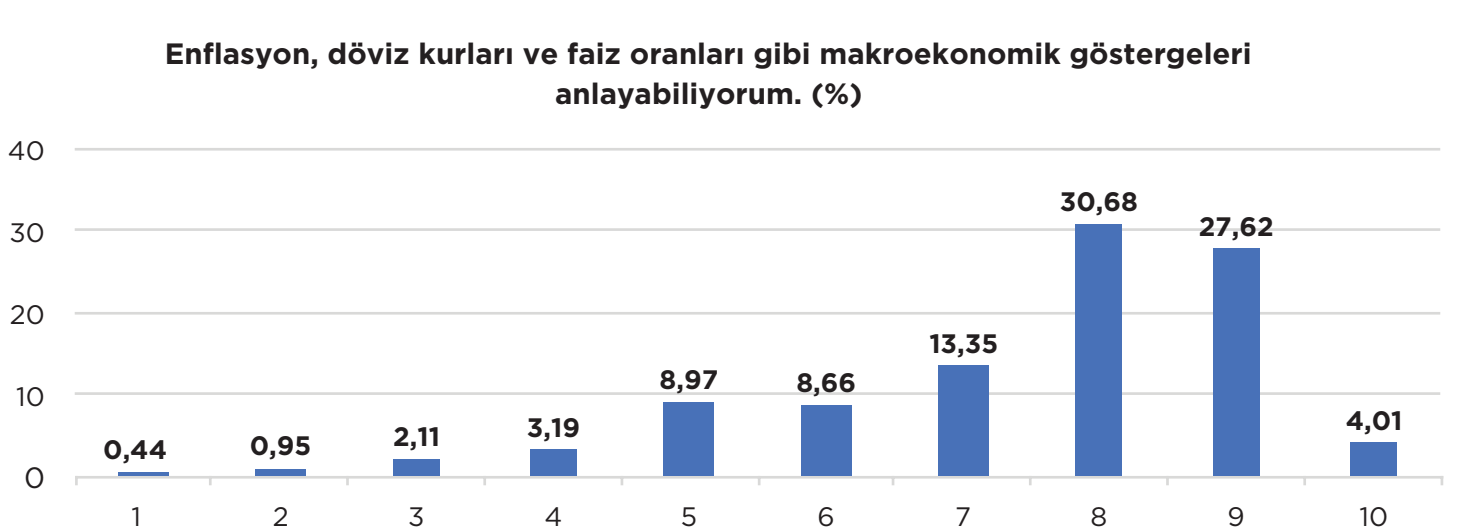
2. Firmaların Eğilimleri ve Bilgileri

Grafik-3: Ana Ürün Fiyat Değişim Sıklığı



Grafik 3, firmaların fiyat değiştirme sıklığını göstermektedir. Firmaların büyük çoğunluğu (%62) fiyatlarını ayda bir artırdığını belirtmiştir. Daha sık artış yapanların oranı da dikkat çekicidir: Katılımcıların %18'i haftada bir fiyat güncellemesi yaptığını ifade etmiştir. Daha seyrek artışlar ise düşük paya sahiptir; firmaların %14'ü üç ayda bir, %4'ü altı ayda bir ve yalnızca %2'si yılda bir kez fiyat değişikliği yaptığını belirtmiştir. Gelişmiş ülkelere fiyat değişim sıklığının ortalama 9 ay olduğunu düşündüğümüzde (Nakamura ve Steinsson, 2008), yüksek enflasyon ortamında fiyatların ne kadar esnek olduğu ortaya çıkmaktadır.

Grafik-4: Makroekonomik Göstergeleri Anlama Durumu



Makroekonomik göstergeleri anlama düzeyleri konusundaki öz değerlendirmelerine göre, katılımcıların önemli bir çoğunluğu kendisini üst seviyelerde görmektedir (Grafik 4). Firmaların %63'ü, kendilerini 10 üzerinden 8 veya üzeri seviyede değerlendirmiştir. Kur ve faiz bilgilerini göz önüne aldığımızda, bu oranların gerçeği yansıttığını söylemek mümkündür. Nitekim firmalar kur dinamiklerini oldukça iyi anlamakta ve kur beklentilerini profesy-

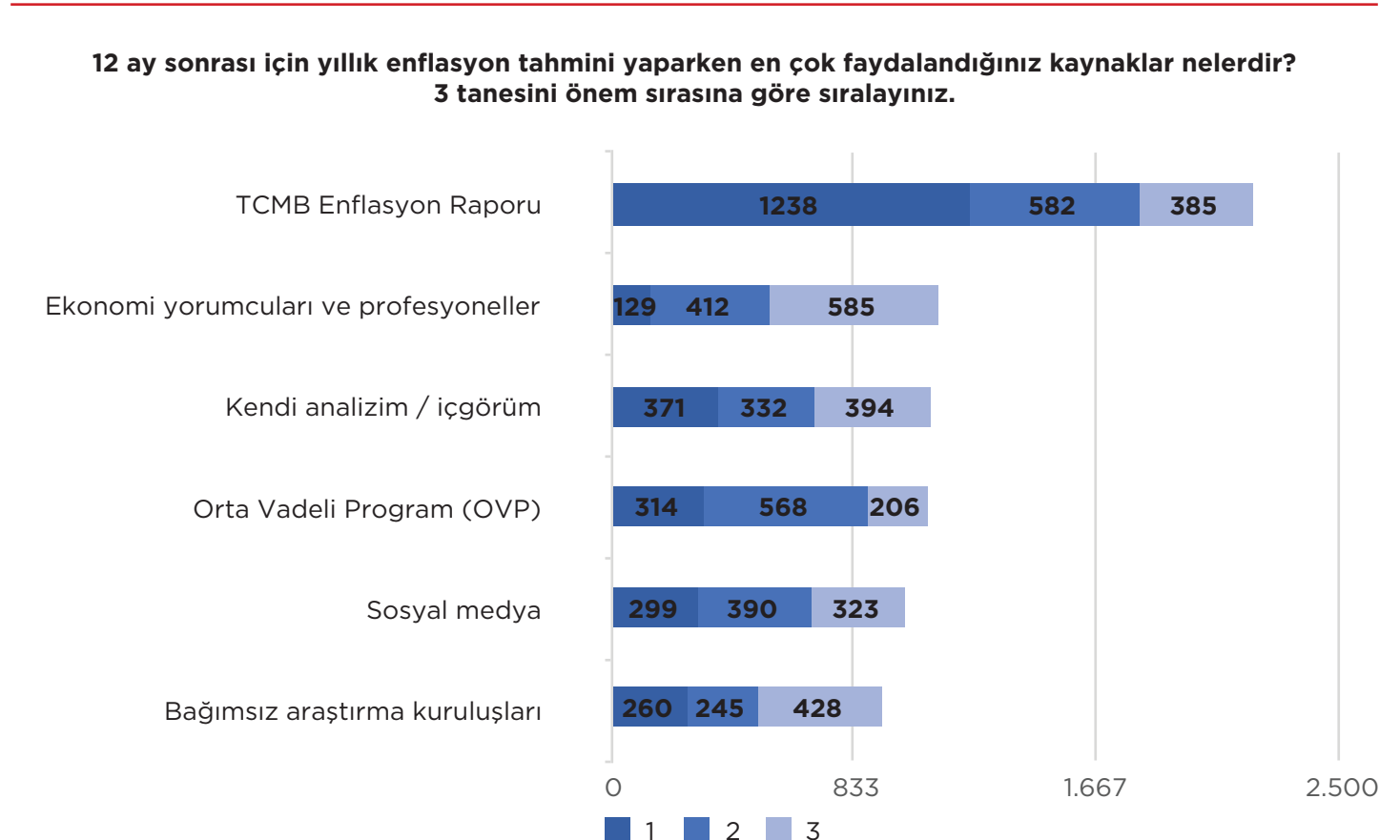
onellerle benzer doğrultuda oluşturmaktadır. Ancak enflasyon ve faiz algıları profesyonellerden farklılaşmakta ve bu da beklentilerde ciddi bir ayrışmaya yol açmaktadır. Yine de ortalamada, firma yöneticilerinin temel makroekonomik göstergeleri bilme konusunda başarılı olduklarını söyleyebiliriz. Alt seviyelerde (1-4) kendini değerlendirenler oldukça düşük bir paya sahiptir ve %7'nin altında kalmaktadır.

Grafik-5: Faiz Oranlarını Takip Durumu



Grafik 5, firmaların mevcut durumu bilmelerinin tesadüf olmadığını göstermektedir. Firmaların %34'ü gelişmeleri her hafta takip ettiğini, %50'si ise ayda bir mevduat veya faiz oranlarına baktığını belirtmiştir. Yılda bir kez veya hiç bakmayanların oranı ise yalnızca %6'dır.

Grafik-6: Beklentileri Oluşturmada Etkili Kaynaklar

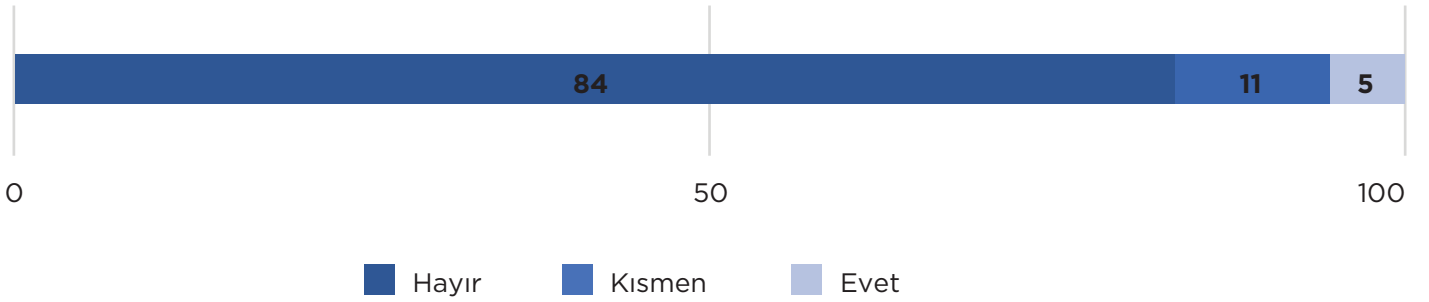


Bilgi kaynakları: Firmalara hangi kaynaklardan faydalandıkları sorulduğunda, TCMB Enflasyon Raporu'nun oldukça belirleyici olduğu görülmektedir (**Grafik 6**). 3.000 firmanın yaklaşık 2.200'ü enflasyon raporunu ilk üç kaynak arasında saymıştır. Bunun ardından ekonomi yorumcuları ve profesyonel tahminler gelmektedir. Firmaların

kendi analizleri, sektörel ve firma düzeyindeki tecrübeleri ile piyasadaki gelişmeler de beklenti oluşumunda rol oynamaktadır. Orta Vadeli Program ise bunlardan sonra gelmektedir. Genel olarak bakıldığında, TCMB raporları birincil kaynak olarak öne çıkarken diğerleri ikincil kaynak konumundadır.

Grafik-7: TÜİK'e Güven

TÜİK, resmi istatistik kurumumuz, tarafından bildirilen resmi enflasyon oranının gerçek enflasyon oranını doğru bir şekilde yansıttığını düşünüyor musunuz?

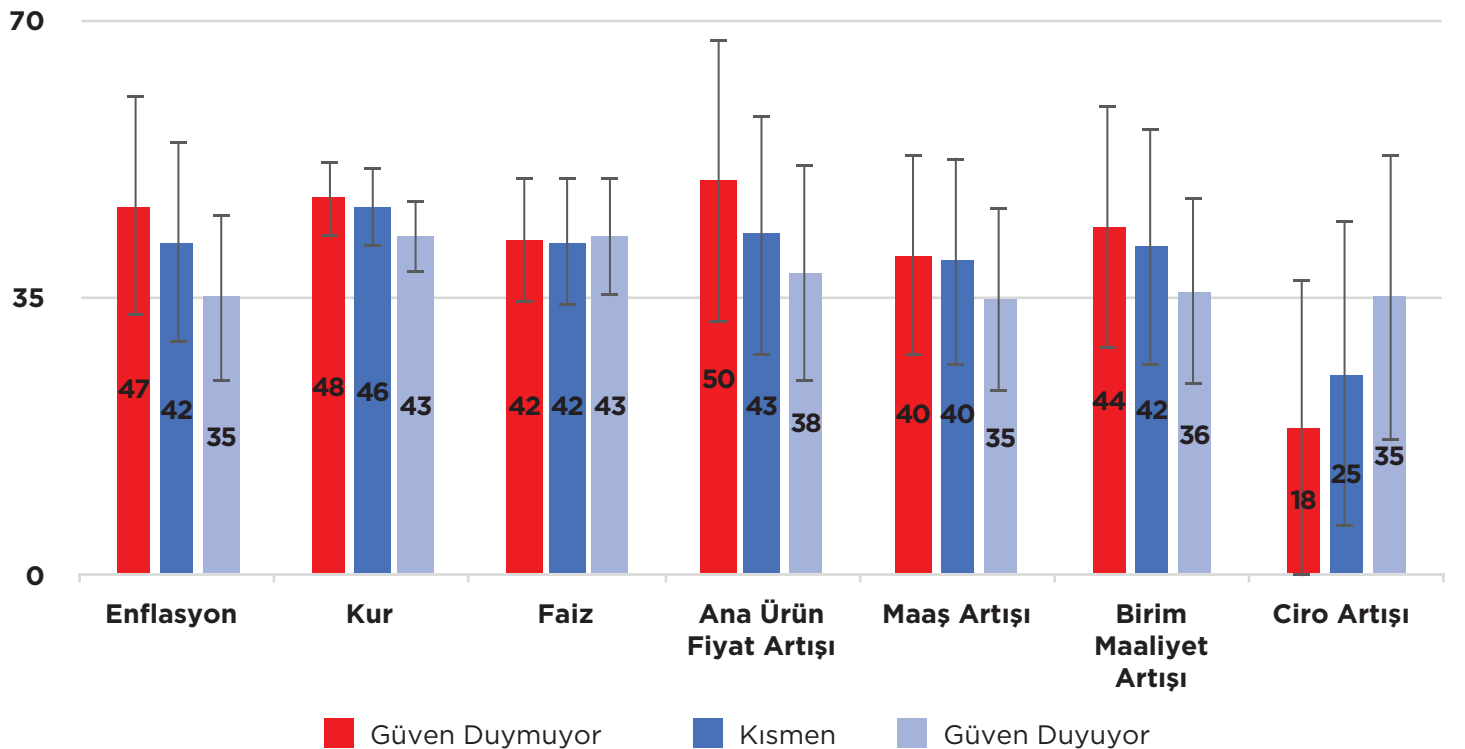


Güven sorunu: Mayıs 2024'te yaptığımız ankete benzer şekilde, Haziran 2025'te yapılan ankette de TÜİK'e güvensizlik %90 seviyelerinde devam etmektedir (**Grafik 7**). Katılımcıların %84'ü verilerin gerçeği

yansıtmadığını belirtirken, yalnızca %5'i verileri doğru bulmaktadır. TÜİK'e olan güvende toparlanma henüz başlamamıştır ve bu durum dezenflasyon sürecini zorlaştıran faktörlerden biri haline gelmiştir.

Grafik-8: TÜİK'e Güvene Göre Ekonomik Beklentiler

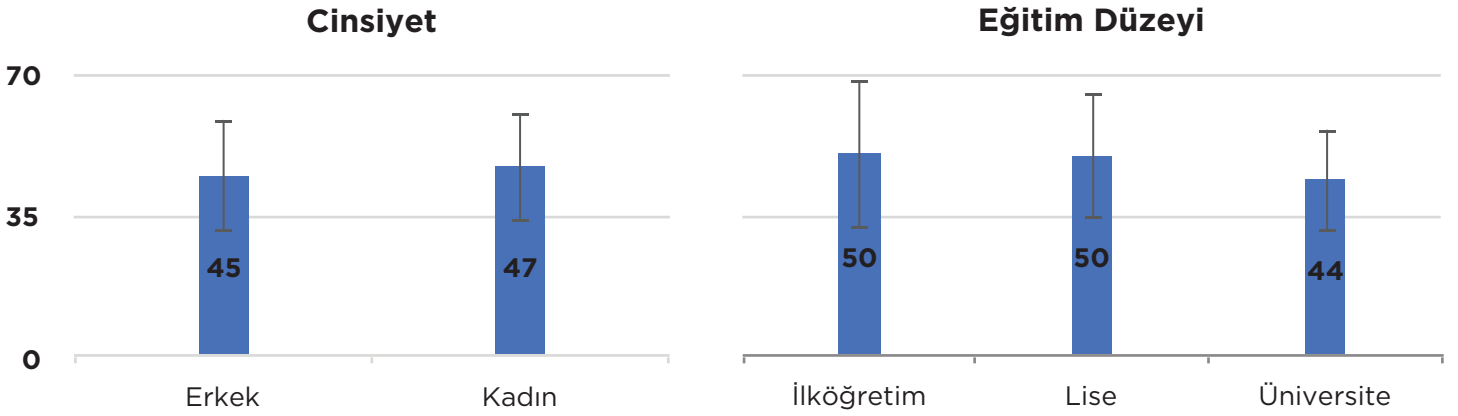
TÜİK'e Duyulan Güvene Bağlı Beklentiler



Açıklanan resmi enflasyon oranına duyulan güvensizlik, beklentilerdeki heterojenliğin kaynaklarından biridir. Bu güvensizlik ekonomik beklentilere de yansımaktadır: TÜİK'e güven duymayanlar hem enflasyonun hem de döviz kuru seviyesinin daha yüksek olacağını öngörmektedir. Faiz beklentilerinde önemli bir farklılık görülmezken, fiyat, maaş ve maliyet artışına yönelik beklentiler de benzer şekilde daha yüksektir. Burada çarpıcı

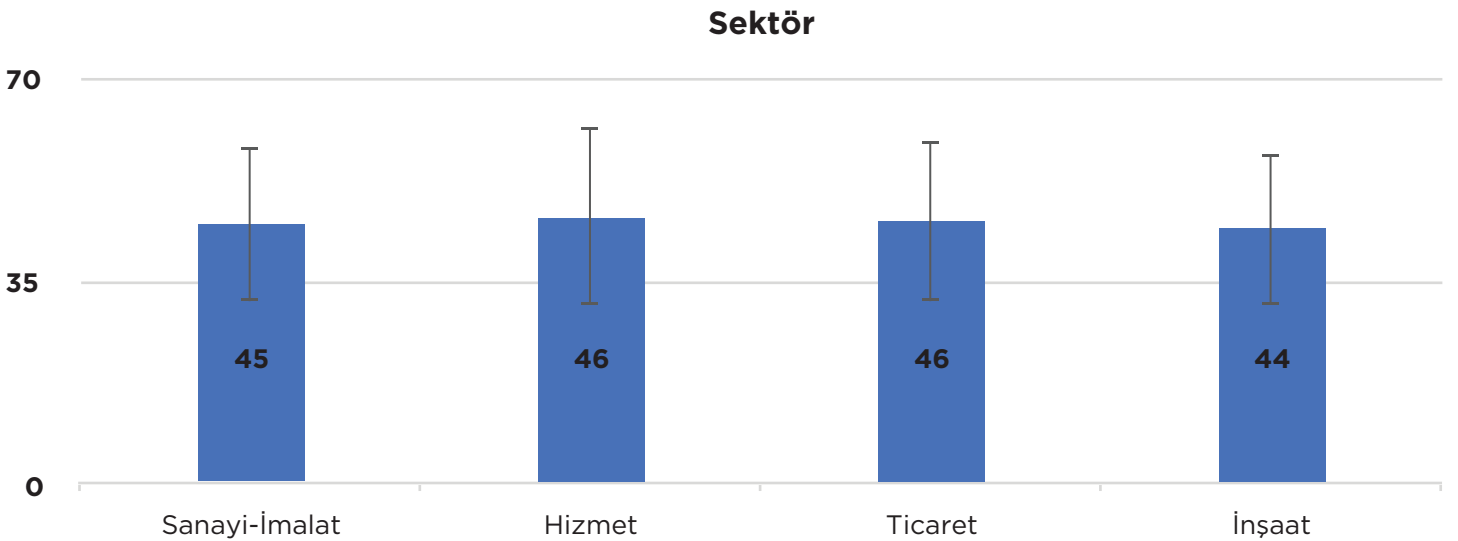
olan nokta, ciro beklentilerindeki ayrışmadır: TÜİK'e güven duymayanların ciro beklentileri, daha yüksek ana ürün fiyat artışı beklentilerine rağmen güven duyanlara kıyasla belirgin biçimde daha düşüktür. Bu durum, yüksek enflasyon beklentisine sahip firmaların geleceğe daha kötümser baktıklarını göstermektedir. Enflasyon beklentileri ile kötümserlik arasında güçlü bir bağ vardır (Akarsu vd., 2025).

3. Alt Kırılımlara Göre Enflasyon Beklentileri



Cinsiyet bazında bakıldığında, erkeklerin enflasyon beklentisi %45 iken, kadınlarda bu oran %47'dir (D'Acunto vd., 2021). Eğitim seviyelerine göre incelendiğinde ise, ilköğretim ve lise mezunlarının beklentisi %50, üniversite mezunlarının beklentisi

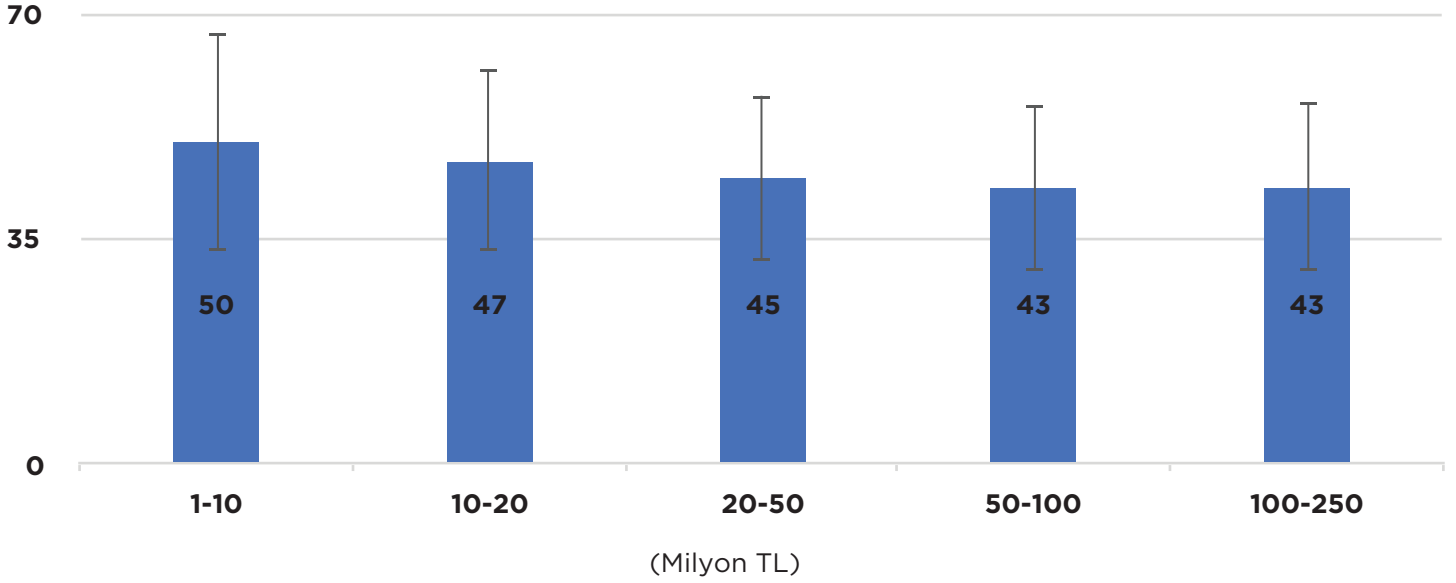
%44'tür. Eğitim seviyesi arttıkça beklentilerde düşüş gözlenmektedir. Bu farklılık, eğitim düzeyi yüksek yöneticilerin (sektörel gelişmeler, firmadaki sorunlar, kişisel tecrübeler gibi) özel koşulları genel enflasyon oranına yansıtma eğiliminden kaçınmalarıyla ilişkili olabilir.



Sektörler arasındaki beklenti seviyeleri birbirine oldukça yakındır. Bu durum, sektörel enflasyon oranları farklılık gösterse de firmaların gelecek döneme ilişkin enflasyon beklentilerinde anlamlı bir ayrışma

olmadığını ortaya koymaktadır. Bu açıdan firmaların beklenti oluştururken rasyonel davrandıkları ve sektörel gelişmeleri genel enflasyon oranına yansıtmadıkları söylenebilir.

Ciro



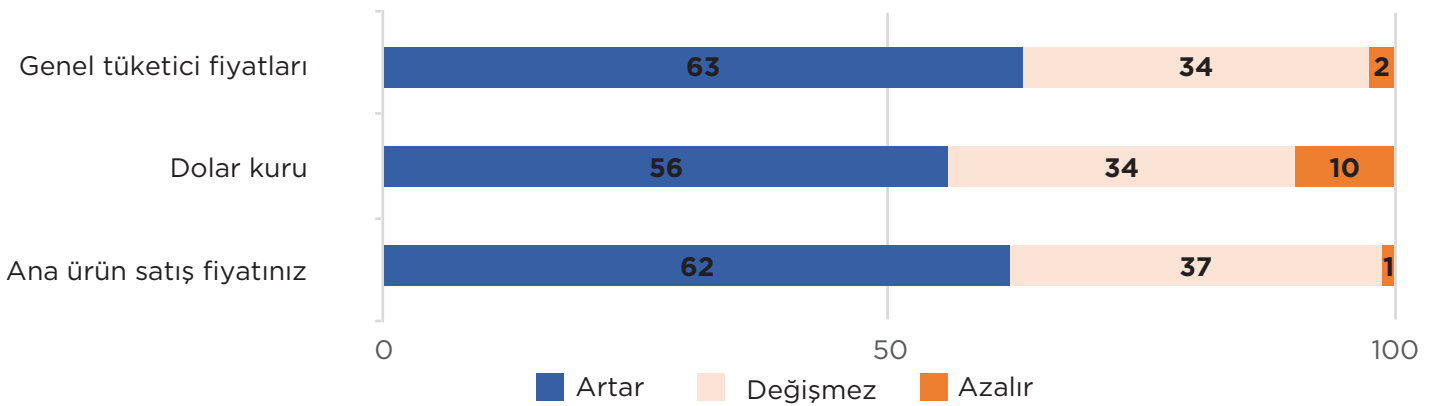
Yıllık ciro büyüklüğüne göre enflasyon beklentileri incelendiğinde ise cirolar arttıkça beklentilerin azaldığı görülmektedir. Büyük firmaların beklentilerinin küçük

firmalara kıyasla daha düşük olması ve profesyonellere daha yakın gerçekleşmesi, literatürde yer edinmiş bulgulardandır (Weber vd., 2022).

4. Senaryo Bazlı Sorular

Bu bölümde firmaların farklı senaryolar karşısında nasıl cevaplar verdiğini analiz edeceğiz.

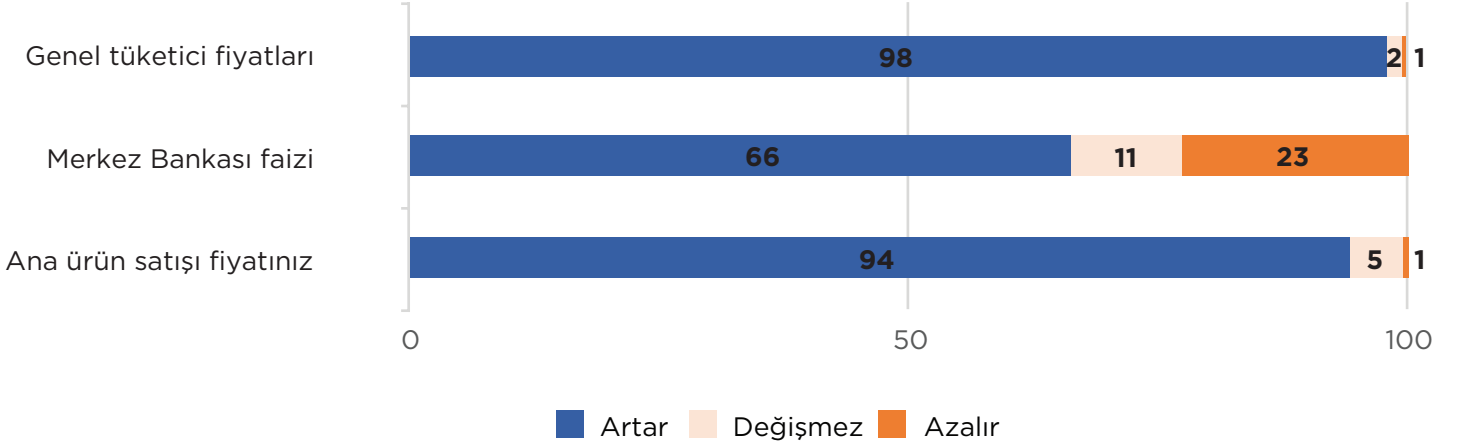
Merkez Bankasının faizleri ani bir şekilde %5 puan artırdığını düşünün. Bu durumda, sizce kısa vadede;



Faizin beklenmedik bir şekilde arttığı durumda firmalara kısa vadeli beklentileri sorulmuştur. Katılımcıların yaklaşık %60'ı hem enflasyonun hem de kurun artacağını belirtmiştir. Firmaların üçte biri ise faiz değişikliği karşısında enflasyon, kur ve ana ürün fiyatlarında herhangi bir değişim beklemediklerini ifade etmiştir. **Bu sonuç, enflasyon beklentileri açısından değerlendirildiğinde, firmaların üçte ikisinin faizin enflasyon üzerindeki etkisini arz ve maliyet kanalı**

üzerinden yorumladığını göstermektedir. Geri kalan üçte birlik kesim ise bir etki beklememektedir. Firmaların yalnızca %2'si kısa vadede talep kanalının baskın geleceğini düşünmektedir. Enflasyon beklentilerinde farklı görüşler olsa da, faiz artışı karşısında çoğunluğun lirada değer kaybı öngörmesi dikkat çekicidir. **Bu durum, firmaların kur ve faiz bilgisine sahip olmalarına rağmen makroekonomik dinamikleri yanlış yorumlayabildiklerini göstermektedir.**

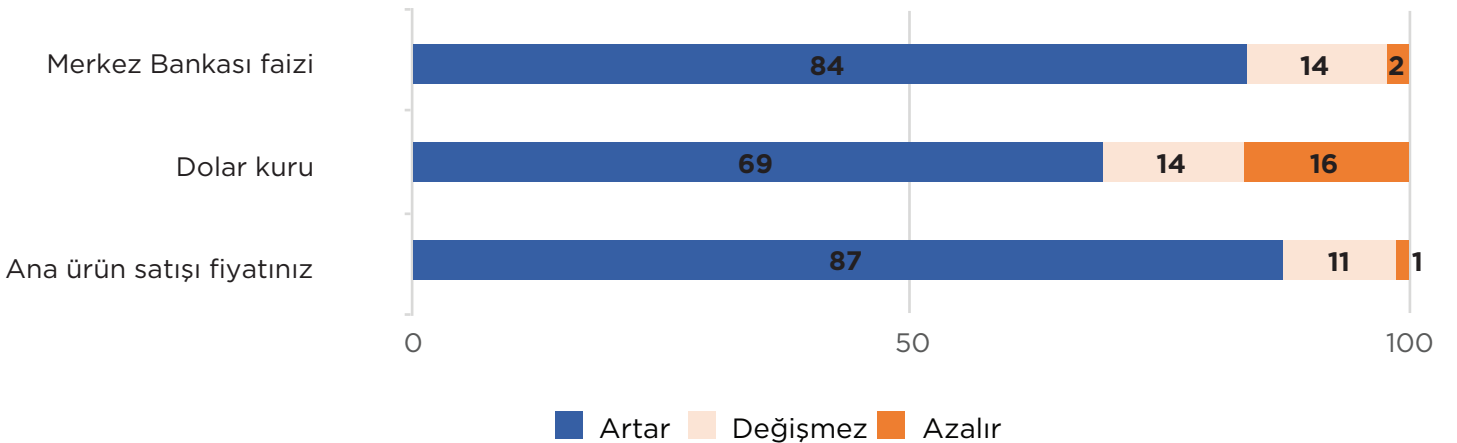
**Dolar kurunun bugün aniden %20 arttığını düşünün.
Bu durumda, sizce kısa vadede;**



Kurun aniden arttığı bir senaryoda ise firmaların enflasyon, faiz ve ana ürün fiyat beklentilerine bakıldığında, neredeyse tüm firmalar kur artışının enflasyonu yükselteceğini ve bunun kendi ana ürün fiyatlarına yansıtacağını belirtmiştir. Ancak katılımcıların yalnızca %66'sı bu durumun merkez

bankası faizini artıracak olduğunu düşünmektedir. Dikkat çekici biçimde, %23'lük bir kesim ani bir dolar kuru sıçramasının faiz indirimiyle sonuçlanabileceğini belirtmiştir. Bu da firmaların kur-faiz dinamiklerini anlamada zorlandıklarının bir başka göstergesidir.

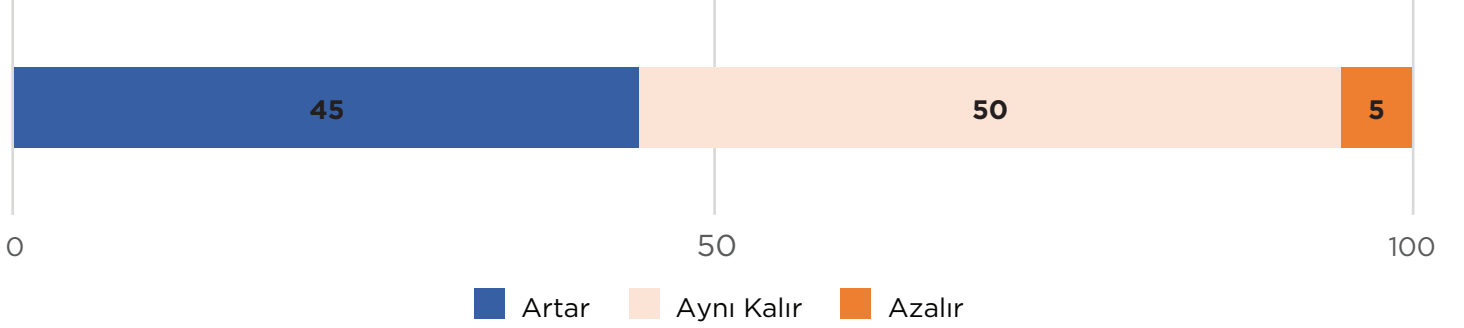
**Genel fiyatların ani bir şekilde %10 puan arttığını düşünün.
Bu durumda, sizce kısa vadede;**



Fiyatlarda ani bir artış senaryosunda firmalar, merkez bankasının fiyatları kontrol amacıyla faizi artıracak olduğunu öngörmektedir. Bunun aynı zamanda kura da yansıtacağını ve genel fiyat artışlarının ana ürün fiyatlarına aktarılacağını ifade etmişlerdir. Ancak dolar kurunda hareketliliğe sebep olacağını

düşünenlerin oranı %69'da kalırken, %16'sı genel fiyat artışı karşısında kurun düşebileceğini düşünmektedir. **Firmaların tamamı kurda bir artış olduğunda bunun fiyatlara yansıtacağını kabul ederken, genel fiyatlardaki bir artışın kura yansıtacağını düşünenlerin oranı yalnızca üçte ikide kalmaktadır.**

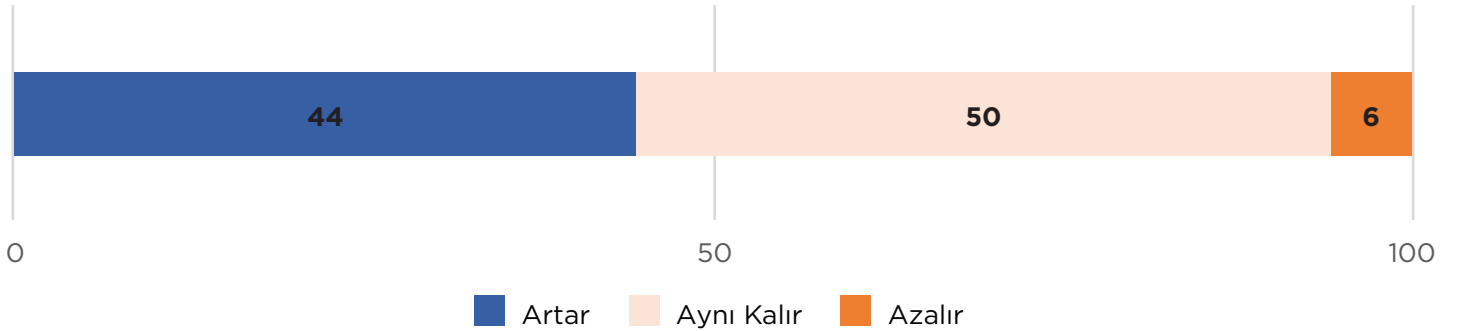
Önümüzdeki 12 ayda yıllık enflasyonun düşeceğine dair güçlü bir beklenti oluşursa, yeni yatırımlar yapmak konusundaki isteğiniz ve iştahınız nasıl etkilenir?



Enflasyon beklentilerindeki düşüş ile iyimserlik arasında güçlü bir ilişki vardır. Bu durum yatırım iştahı sorularında da gözlemlenmektedir. Firmalara, enflasyonun

düşeceğine dair güçlü bir beklenti oluştuğunda yeni yatırımlara dair eğilimleri sorulduğunda, neredeyse yarısı yatırımlarını artıracaklarını belirtmiştir.

Önümüzdeki 12 ayda Merkez Bankasının faizleri düşüreceğine dair güçlü bir beklenti oluşursa, yeni yatırımlar yapmak konusundaki isteğiniz ve iştahınız nasıl etkilenir?



Benzer şekilde, faizlerin indirim sürecine gireceğine dair bir beklenti oluştuğunda da firmaların yaklaşık

yarısı yatırım yapma konusunda daha istekli olduklarını ifade etmiştir.

5. Sonuç

Haziran 2025 anketinden elde edilen bulgular, firmaların mevcut makroekonomik göstergeler konusunda oldukça iyi bilgiye sahip olduklarını ancak beklentilerini oluştururken geçmiş deneyimlere fazlasıyla bağlı kaldıklarını göstermektedir. Enflasyon beklentilerinde profesyonellerden belirgin şekilde ayrışan firmalar, kur konusunda daha rasyonel ve profesyonellerle paralel tahminlerde bulunmaktadır. Faiz beklentilerinde ise geçmişin ağırlığı öne çıkmakta, bu da para politikası sinyallerinin beklentilere tam olarak yansımadağını ortaya koymaktadır.

TÜİK verilerine duyulan yüksek güvensizlik, beklentilerdeki heterojenliğin önemli kaynaklarından biridir. Bu güvensizlik, firmaların daha kötümser enflasyon ve kur beklentileri geliştirmelerine yol açmakta ve dezenflasyon sürecini zorlaştıran bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Genel olarak, bulgular firmaların beklenti oluşumunda rasyonel bilgi kullanımını geçmiş algılar ve güven sorunlarıyla harmanladıklarını, bu nedenle politika yapıcılar için beklenti yönetiminin en az makro göstergelerin kendisi kadar kritik olduğunu göstermektedir.

Referanslar

Okan Akarsu, Aktug, Emrehan ve Huzeyfe Torun (2025). Inflation expectations and firms' decisions in high inflation: evidence from a randomized control trial. SSRN: 5008981.

D'Acunto, Francesco, Malmendier Ulrike, Ospina Juan ve Weber Michael (2021). Exposure to grocery prices and inflation expectations. *Journal of Political Economy* 129 (5), 1615-1639.

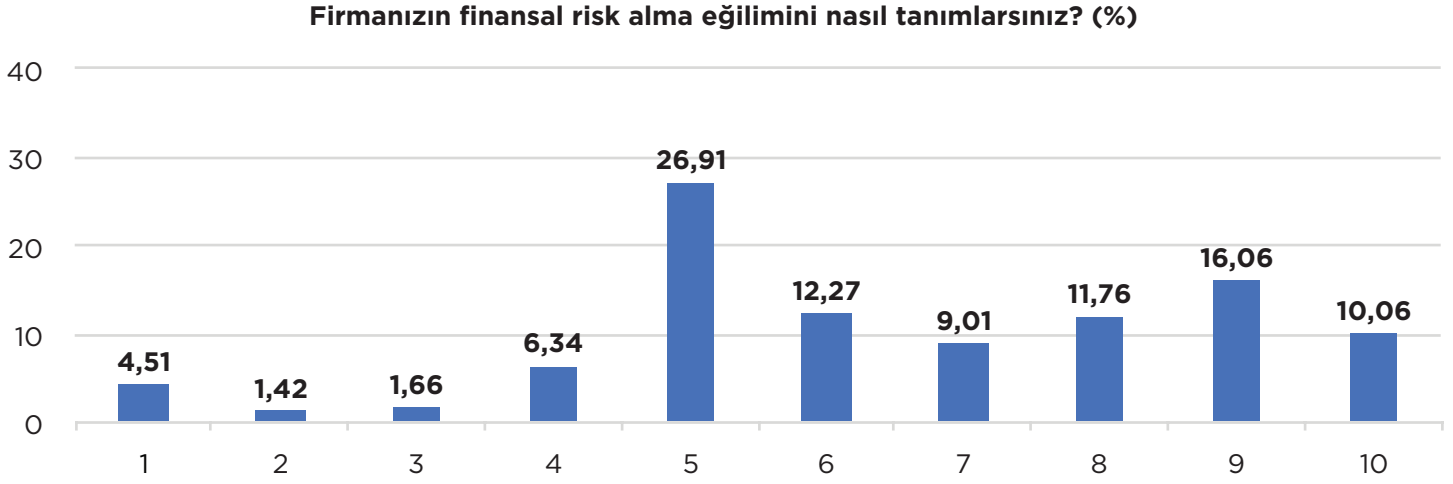
Nakamura, Emi ve Jón Steinsson (2013). Price rigidity: microeconomic evidence and macroeconomic implications. *Annual Review of Economics* 5 (1), 133-163.

Weber, Michael, Francesco D'Acunto, Yuriy Gorodnichenko ve Olivier Coibion (2022). The subjective inflation expectations of households and firms: measurement, determinants, and implications. *Journal of Economic Perspectives* 36 (3), 157-84.

Özet İstatistikler

Değişken	Nitelik	Yüzdelik
Yaş	18-24	%2
	25-34	%18
	35-44	%43
	45-54	%31
	55+	%6
Cinsiyet	Erkek	%17
	Kadın	%83
Eğitim seviyesi	Diplomasız/İlköğretim	%6
	Lise	%21
	Üniversite	%73
Sektör	Sanayi - İmalat	%25
	Hizmet	%34
	Ticaret	%27
	İnşaat	%14
Ciro (Milyon TL)	1-10	%14
	10-20	%26
	20-50	%25
	50-100	%20
	100-250	%8
	250+	%5
Şehir	Adana	%3
	Ankara	%14
	Bursa	%8
	İstanbul	%59
	İzmir	%11
	Kocaeli	%6
Firma Yaşo	1-9	%34
	10-19	%33
	20+	%34

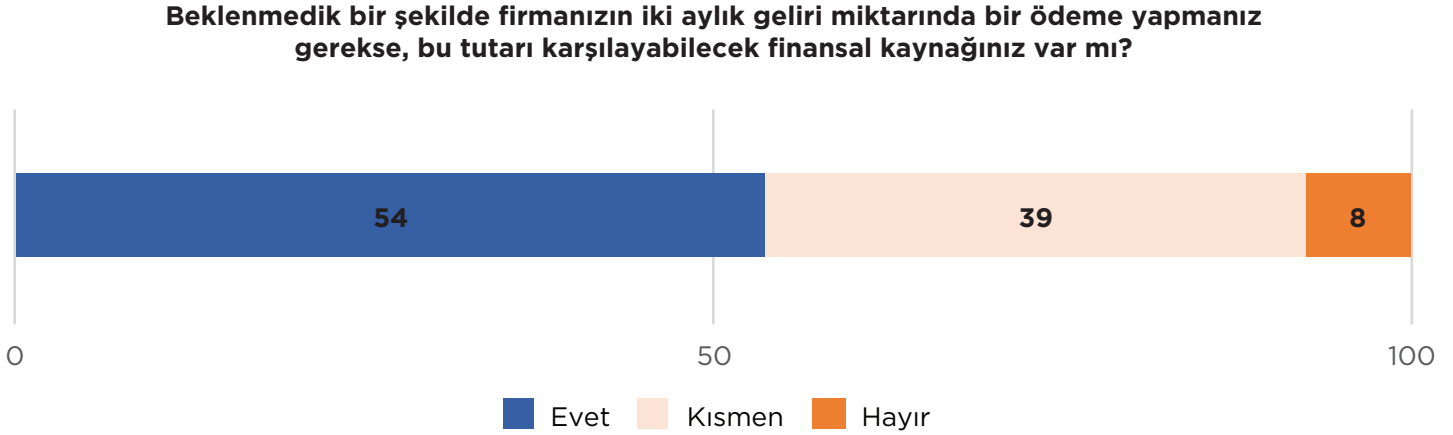
Grafik-1A: Risk Alma Eğilimi



Firmaların risk alma eğilimi oldukça yüksektir. Yaklaşık %40'ı 10 üzerinden 8 veya üzeri seviyede risk alma eğilime sahip olduğunu belirtmiştir. Yaklaşık

yarısı ise orta seviyede risk alma eğiliminde olduğu belirtirken, riskten kaçınan firma seviyesi %10'un altında kalmıştır.

Grafik-2A: Likidite Durumu



Firmaların yarısından fazlası firmanın 2 aylık geliri miktarında beklenmedik bir ödemeyi karşılayabi-

leceğini belirtmiştir. Sadece %8'i bu gibi beklenmedik bir ödemeyi yapamayacaklarını belirtmiştir.

İLETİŞİM

📍 Sabancı Center 4. Levent 34330 İstanbul

✉ cef@sabanciuniv.edu

🌐 cef.sabanciuniv.edu