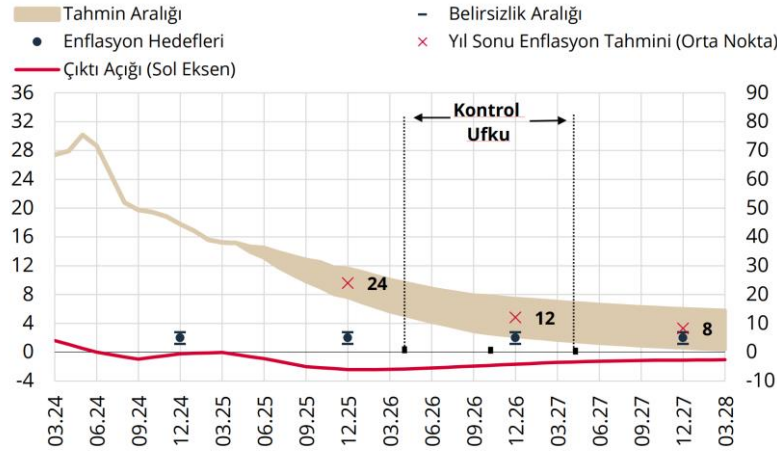


Makro: Enflasyon tahminleri korundu; para politikasında sabır ve temkin en iyi ilaç

1. Tahminler

TCMB, yılsonu enflasyon tahminlerini 2025 için %24, 2026 için %12 ve 2027 için %8 olarak korudu (Grafik 1). Enflasyon tahminleri için belirsizlik aralıkları da son dönemde artan oynaklıklara istinaden değiştirilmedi: 2025 için %19-%29, 2026 için %6-%18.

Grafik 1. 2025-II Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Tahmin muhasebesi: 2025 yılsonu enflasyon tahmini, tahminler üzerindeki yukarı ve aşağı yönlü etkilerin birbirini dengelemesiyle değişmedi. Gıda enflasyon varsayımının yükseltilmesi, talep koşullarının beklenenden daha güçlü seyretmesi, kur gelişmeleri ve başlangıç koşulları enflasyon tahminini yukarı yönlü etkilerken, dolar bazlı ithalat fiyatı varsayımının aşağı yönlü güncellenmesi ve SUT muayene katılım paylarına ocak ayında yapılan artışın şubat ayında kısmen geri alınması enflasyon tahminini aşağı çekti.

Tablo 1. 2025 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

	2025
ER 2025-I Yıl Sonu Tahmini (%)	24,0
ER 2025-II Yıl Sonu Tahmini (%)	24,0
ER 2025-I Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi (% Puan)	0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)	
Gıda Fiyatları	+0,5
Çıktı Açığı	+0,3
TL Cinsi İthalat Fiyatları	+0,1
Başlangıç Koşulları / Ana Eğilim	+0,1
Yönetilen ve Yönlendirilen Fiyatlar	-1,0

2. Varsayımlar

Dış talep: Dış talep büyümesine ilişkin varsayım aşağı güncellendi. ABD'nin açıkladığı karşılıklı tarifeler nedeniyle uluslararası ticarete artan belirsizlik ve küresel büyüme görünümündeki zayıflama nedeniyle

ihracat ağırlıklı küresel büyüme varsayımı 2025 için %2,2'den %1,9'a, 2026 yılı içinse %2,4'ten %2,1'e güncellendi (Tablo 2).

IMF de en son yayımladığı Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda küresel büyüme tahminini 2025 için %3,3'ten %2,8'e, 2026 için %3,3'ten %3,0'e indirmişti. Tarifelere yönelik devam eden müzakereler ve kısa süreli ertelemeler dış talep görünümü üzerinde belirsizliğin sürmesine neden oluyor.

Gıda fiyatları: 2025 yılı gıda enflasyonu varsayımı 2 puan yükseltilerek %26,5'e güncellendi (Tablo 2). Varsayım güncellemesine neden olarak işlenmemiş gıda fiyatlarının olumsuz seyri öne çıkarıldı.

Nisan itibarıyla gıda yıllık enflasyonu %36,1 ile manşet enflasyonun altında kalsa da son 3 aydaki ortalama gıda aylık enflasyonu yıllıklandırılmış olarak %40 ile oldukça kuvvetli ve manşet enflasyona göre daha yüksek bir enflasyon eğilimine işaret ediyor. TCMB'nin, başta don etkisi olmak üzere, taze meyve-sebze fiyatları üzerinde dikkat çektiği yukarı yönlü riskler öne çıktı.

Diğer taraftan, 2026 yılı için gıda enflasyon varsayımı %13,5'te sabit kaldı.

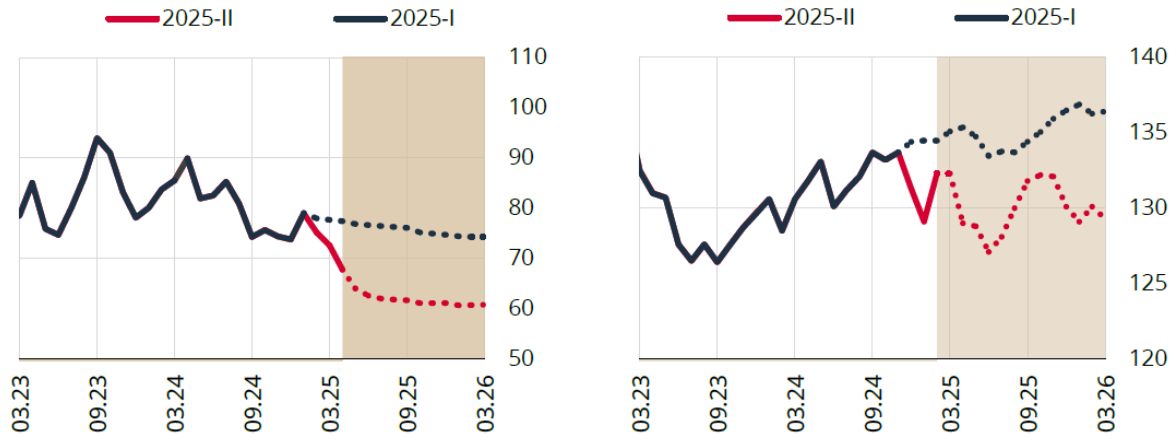
Tablo 2. Varsayımlardaki Güncellemeler

	2025	2026
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,9 (2,2)	2,1 (2,4)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	65,8 (76,5)	60,6 (74,0)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-1,1 (2,6)	-1,3 (0,6)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	26,5 (24,5)	13,5 (13,5)

* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

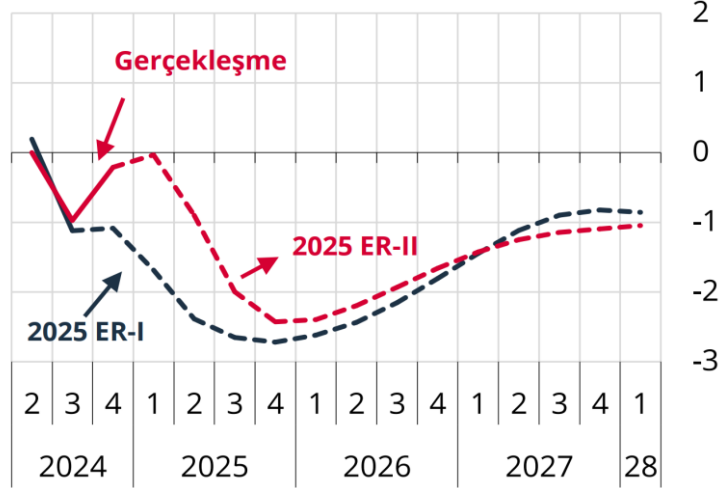
Emtia fiyatları: Petrol fiyatları, küresel büyüme görünümündeki bozulmanın etkisiyle geçen rapor dönemindeki varsayımın belirgin altında seyretti (Grafik 2). Buna bağlı olarak ortalama petrol fiyatı varsayımı 2025 yılı için 76,5\$'dan 65,8\$'a indirildi (Tablo 2). 2026 yılı petrol fiyat varsayımı ise 74,0\$'dan 60,6\$'a güncellendi. Buna bağlı olarak ithalat fiyatları varsayımı da aşağı yönlü revize edildi.

Grafik 2. Petrol (sol panel) ve İthalat Fiyatı (sağ panel) Varsayımları



Ekonomik aktivite: Çıktı açığı tahminleri, 2024-Ç4 ve 2025-Ç1 için geçmiş değerlendirmelerimizle uyumlu şekilde yukarı güncellenirken, 2025-Ç2'den itibaren ekonomide belirgin soğuma ima ediyor (Grafik 1 ve 3). Önceki iki rapora baktığımızda, büyümenin TCMB öngörülerinden yüksek seyrettiği ve çıktı açığına dair başlangıç değerlerinin yukarı güncellendiği görülüyor. 2025-I raporunda Ç1'de çıktı açığı yaklaşık %-1,7 düzeyinde tahmin edilmişti; yeni tahminlerde ise nötr seviyede (Grafik 3).

Grafik 3. TCMB Çıktı Açığı Tahminleri



Çıktı açığı patikasının 2025 için %2,5-3 bandında bir büyüme tahminiyle uyumlu olduğunu hesaplıyoruz. Bu tahmin, yılın ikinci ve üçüncü çeyrekleri için daralma, son çeyreği için potansiyel-altı sınırlı pozitif büyüme ima ediyor.

Farklı çeyreklik potansiyel büyüme varsayımları altında çıktı açığı projeksiyonlarıyla uyumlu büyüme tahminleri Tablo 3'te yer alıyor:

Tablo 3. Çıktı Açığı Tahminlerinin İma Ettiği Yıllık Büyüme (%)

	Potansiyel Çeyreklik Büyüme (%)		
	0,8	1,0	1,2
2025	2,4	2,9	3,4
2026	2,6	3,5	4,3
2027	4,0	4,8	5,7

Döviz kuru: ABD doları bazında ithalat fiyatları varsayımı aşağı çekilirken, muhasebede TL cinsinden ithalat fiyatlarına atfedilen sınırlı pozitif etki, döviz kuru geçişkenliğinin ithal maliyetlerdeki düşüşle büyük ölçüde telafi edileceğine işaret ediyor. Yıl sonu dolar kuru varsayımının 42-43 civarında korunduğunu düşünüyoruz.

3. Değerlendirmelerimiz

Para politikası: Yapılan iletişim, haziran ayında olası bir faiz indirimine kapıyı kapatmadı. Yabancı girişleriyle bollaşan TL likiditesi neticesinde TCMB'nin net APİ fonlaması sıfıra yaklaştı (dün 23 milyar TL). Böylelikle ağırlıklı ortalama fonlama faizi (AOFF) politika faizi olan %46,0'ya geriledi. Gecelik referans faiz oranı TLREF bugün %45,8 düzeyinde gerçekleşti.

Enflasyon raporu basın toplantısı sonrası yılsonu enflasyon tahminimizi %30,0 düzeyinde koruyoruz.

- Tahminimiz üzerinde aşağı yönlü riskler mevcut. Sabırlı ve temkinli bir yaklaşımla uygun parasal sıkılığın korunabildiği durumda, yıl sonu enflasyonunun TCMB'nin tahmin bandı içerisinde

kalma olasılığını yüksek görüyoruz. Zira, mevcut parasal duruşun büyümeyi ve talep koşullarını bu kez TCMB öngörülerıyla uyumlu bir dezenflasyonist düzeye çekmesi muhtemel.

- Ayın ilk yarısına ait verilerle Mayıs aylık enflasyonunu %1,8 (yıllık %35,8) olarak tahmin etmiştik. TCMB tahmini de buna yakın (aylık %1,6; yıllık %35,4) görünüyor. Bu rakam, toplantı öncesindeki piyasa beklentilerine (TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi: %2,36) kıyasla ciddi bir aşağı yönlü sürpriz ima ediyor. Böyle bir rakamın, artan yabancı girişleri ve rezerv birikimiyle birlikte, hazıranda faiz indirim olasılığını canlı tuttuğunu değerlendiriyoruz. Öte yandan, dezenflasyonun sürekliliği ve kredibilite birikimi açısından ilk indirimin Temmuz ayında yapılmasını ve her toplantıda indirim yerine bekle/gör yaklaşımıyla enflasyon eğilimindeki iyileşmeden emin olundukça faiz indirimine gidilmesini optimal görüyoruz. Nitekim son dönemde ortaya çıkan riskler neticesinde yurt içi yerleşiklerin artan getiri hassasiyeti, ihtiyatlı bir politika duruşu gerektiriyor.
- Özetle, iki ay öncesine kıyasla gerek yurt içi finansal koşullardaki ilave sıkılaşma gerekse küresel koşulların desteğiyle enflasyon görünümünün iyileştiğini ve bant içinde kalma olasılığının arttığını değerlendiriyoruz. TCMB'nin döviz piyasası ve enflasyon üzerindeki kontrolü yeniden eline aldığı bir fırsat döneminde **“bir sonraki adımın faiz indirimi olmasını garanti edecek parasal sıkılığın korunması”**, fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki politika ödünleşimlerinin sınırlandırılması açısından kritik görünüyor.

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar tarafından hazırlanmıştır.

Ekonomik.arastirmalar@akbank.com

Çağlar Yüncüler - Müdür

Caglar.Yunculer@akbank.com

M. Sibel Yapıcı

Sibel.Yapici@akbank.com

Sercan Pişkin

Sercan.Piskin@akbank.com

YASAL UYARI: Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Akbank TAŞ, Ak Yatırım AŞ ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAŞ ve Ak Yatırım AŞ her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Akbank TAŞ ve Ak Yatırım AŞ'nin herhangi bir taahhüdünü içermediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanılarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiçbir şekil ve surette Akbank T.A.Ş., Ak Yatırım A.Ş ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Akbank TAŞ, Ak Yatırım AŞ ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Bu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgiler "yatırım danışmanlığı" hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp, genel yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamındadır; yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kurumların, iş bu hizmeti vermeye yetkili kurum ve kuruluşlarla temasa geçmesi ve bu hizmeti bir sözleşme karşılığında alması SPK mevzuatınca zorunludur. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, genel yatırım danışmanlığı faaliyeti kapsamında genel olarak düzenlendiğinden, kişiye özel rapor, yorum ve tavsiyeler içermediğinden mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

