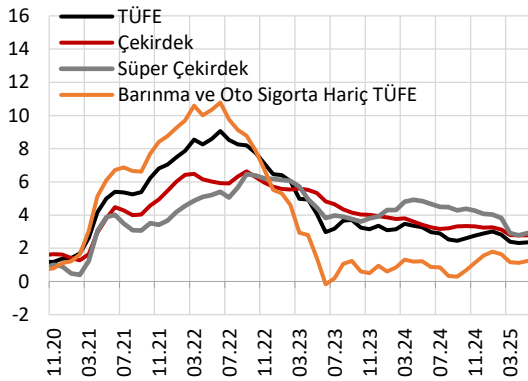


1. Enflasyon Gelişmeleri

- Mayısta tüketici fiyatları aylık %0,08 artışla piyasa beklentisinin (%0,2) altında kalırken, yıllık enflasyon 4 bps artarak %2,35 ile beklenenden daha sınırlı yükseliş kaydetti (beklenti: %2,5).
- Alt detaylara bakıldığında, dalgalı seyreden **enerji** fiyatlarındaki aylık %1'lik gerileme enflasyonu sınırlandıran ana kalem oldu (yıllık değişim: %-3,5). Bununla birlikte, tarife değişikliklerinden en çok etkilenmesi beklenen **yeni araç** ve **giyim** fiyatları, beklenenin aksine, sırasıyla %0,3 ve %0,4 düşerek aylık enflasyonu aşağı çekti. Enflasyon katılığında öne çıkan **barınma** ve **sağlık hizmetleri** aylık fiyat değişimleri ise sırasıyla %0,3 ve %0,2 ile önceki aylara kıyasla belirgin şekilde yavaşladı.

Grafik 1. Tüketici Enflasyonu⁽¹⁾ (yıllık, %)

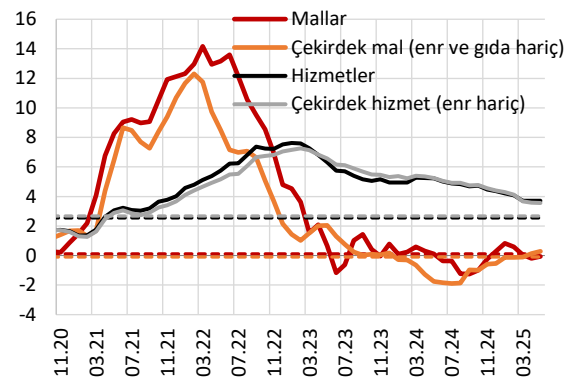


Kaynak: Bloomberg.

(1) Çekirdek: Gıda ve enerji dışı TÜFE. Süper çekirdek: Enerji ve barınma dışı hizmet. Barınma: İzafi kira (owners' equivalent rent) + Kira (rent of primary residence)

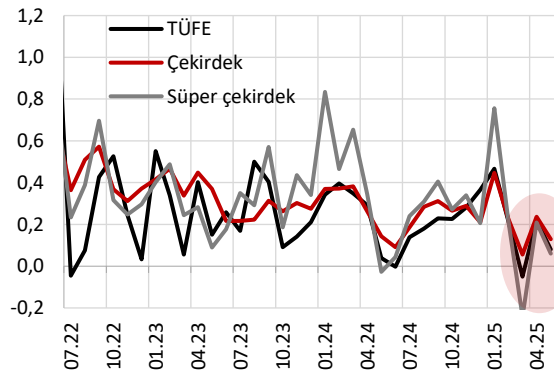
(2) Kesikli çizgiler 2012-2019 ortalamalarını göstermektedir.

Grafik 2. Mal/Hizmet Enflasyonu⁽²⁾ (yıllık, %)



- Çekirdek (gıda ve enerji dışı) TÜFE** aylık enflasyonu da %0,13 ile piyasa beklentisinin (%0,3) altında gerçekleşirken, son üç aylık ortalaması aralık-şubat dönemine göre daha zayıf artış gösterdi (ortalama 0,14 vs. 0,29). **Yıllık çekirdek enflasyon** ise son üç aydır %2,8 seviyesinde yatay seyreliyor. **Çekirdek, medyan ve budanmış** enflasyon göstergeleri ana eğilimde iyileşmeye işaret ediyor (Grafik 4). Nitekim ısı haritamızda genel anlamıyla son üç aydır kış aylarına kıyasla daha açık bir renklendirme hâkim (Tablo 1).

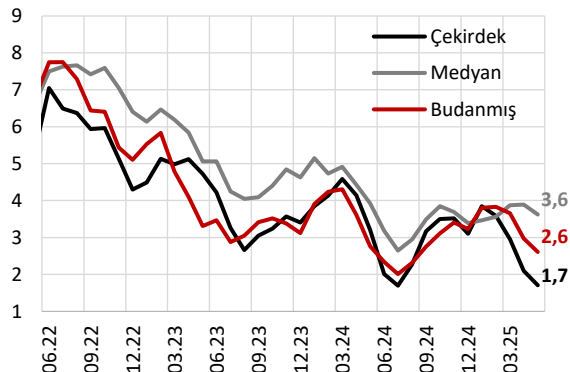
Grafik 3. Aylık Enflasyon (m.a., %)



Kaynak: Bloomberg.

Not: Çekirdek: Gıda ve enerji dışı TÜFE. Süper çekirdek: Enerji ve barınma dışı hizmet.

Grafik 4. Enflasyon Eğilimi* (%)



Kaynak: Bloomberg, New York Fed.

* Mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyonun üç aylık hareketli ortalamasının yıllıklandırılmış değeri.

- Hizmet grubunda yıllık enflasyon %3,7 ile önceki iki aydaki seviyesini korurken, çekirdek (enerji hariç) hizmet grubu yıllık enflasyonu %3,56 ile Kasım 2021'den bu yana en düşük seviyeye geriledi

(Tablo 1). İşgücü piyasası ve ücretlerle olan ilişkisi nedeniyle yakından takip edilen süper çekirdek (supercore) aylık enflasyonu %0,06 ile sınırlı kaldı (Grafik 1, Grafik 3). Süper çekirdek enflasyonun son üç aylık ortalaması ise aralık-şubat dönemine kıyasla kayda değer düşüş gösterdi (ortalama 0,01 vs. 0,39)

- Geçen hafta yayınlanan tarım dışı istihdam verisi beklentileri bir miktar aşarak ilk etapta olumlu değerlendirilse de önceki aylara uygulanan revizyonlar ve verinin alt detayları işgücü piyasası dinamiklerinin tarife ve göçmen politikalarının oluşturduğu belirsizlik altında soğuma sinyali verdiğini gösteriyor. Mayıs ayında 139 bin yeni istihdam eklenirken, mart ve nisan ayı verileri toplamda 95 bin kişi aşağı yönde revize edildi. Böylelikle geçen yıl 186 bin olan 3 aylık ortalama istihdam artışı bu yılın aynı döneminde 135 bin kişiye gerilemiş oldu. Diğer işgücü göstergelerinden ilk işsizlik maaşı başvurularının son 8 ayın en yüksek seviyesine yükselmesi ve küçük işletmelerde istihdam kaybının yoğunlaşması kademeli olarak zayıflamakta olan istihdam piyasası görünümünü destekleyen diğer göstergeler.
 - İşsiz başına açık iş pozisyonu sayısı salgın öncesindeki ortalamasının ($\approx 1,2$) altındaki seyrini sürdürdü (Grafik 13). İşten ayrılma ve işe alım oranları da 2019 ortalamalarının altında seyrediyor (Grafik 14 ve Grafik 15).
 - Ücret artışlarındaki ivme kaybı mayıs ayında bir miktar durulmuştu (Grafik 16 ve Grafik 17). İş değiştirenlerin (job switcher) ücret artışlarındaki ivme kaybı ile işinde kalanların (job stayer) ücret artışlarındaki yatay yönlü seyir doğrultusunda makasın daralması, çalışanların daha yüksek ücret motivasyonu ile iş değiştirme döngüsünün zayıfladığına işaret ediyor (Grafik 15).
 - İşgücü piyasasında açık pozisyon sayısı mayısta artmasına rağmen son 12 ay ortalamasının altında kaldı. İşsizlik oranı ise %4'ün bir miktar üzerindeki seyrine devam ediyor (Grafik 19).
 - Özetle, tarifelere yönelik belirsizlikler devam ediyor. Firmalar şimdilik bekle-gör yönünde hareket ederek mevcut istihdamlarını korurken, henüz güçlü bir işten çıkarma eğilimi görünmüyor (low hiring-low firing). Güncel istihdam verileri enflasyondaki tarife kaynaklı yukarı yönlü risklerin izlenmesi için Fed'e zaman kazandırıyor. Diğer yandan gümrük tarifelerinin önümüzdeki aylarda girdi maliyetlerini artıracı yönde etkileri somutlaştıkça firmalar artan girdi maliyetleri ve zayıf talep karşısında işe alımlarını daha da azaltabilir. Ekonomik faaliyet ve işgücü piyasası koşulları kötüleştikçe de piyasaların bu yıl Fed'den beklediği eylül ve aralık aylarındaki toplam iki faiz indiriminin zamanlaması değişebilir.
- Mal fiyatları, enerji kaleminde görülen sert gerilemenin de etkisiyle, aylık %0,12 gerileyerek 3 aylık düşüş eğilimini sürdürdü. Grup yıllık enflasyonu %-0,19'dan %-0,06'ya yükseldi.

2. Piyasa Tepkisi

- Geçtiğimiz hafta beklentilerin üzerinde gelen tarım dışı istihdam verisi sonrasında piyasa fiyatlamalarındaki eylül ayı faiz indirim olasılığı %61'den %52'ye geriledikten sonra zayıf gelen enflasyon verisiyle tekrar %65'e yükseldi (Grafik 5). Yılsonuna kadar 2 faiz indirimi fiyatlanıyor.
- ABD tahvil getirileri, çekirdek göstergelerdeki olumlu görünüme bağlı olarak geriledi. 10Y tahvil faizi veri öncesinde gördüğü %4,5'ten 8 bps gerileyerek günü %4,42'de tamamladı (Grafik 6). Bugün itibarıyla aşağı yönlü seyir devam ediyor.

- Dolar endeksi (DXY) veri sonrası 99,05 seviyesinden ilk tepki olarak 98,58'e çekildikten sonra kapanışta 98,67'ye hafif yükseldi (Grafik 7). Doların değer kaybı bugün de devam ediyor.
- Türkiye'nin CDS primi gün içinde gerileyerek gün başındaki 293bps'lik seviyeden kapanışta 289bps'ye geldi (Grafik 8).

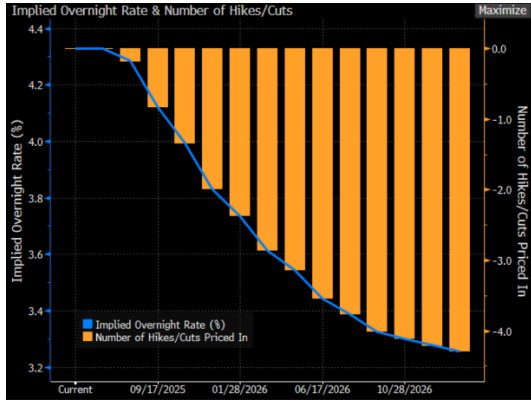
Tablo 1. Çekirdek Göstergeler Aylık Enflasyon Isı Haritası (m.a., %)

	TÜFE (enr hariç)	TÜFE (enr ve gıda hariç)	TÜFE mallar (enr ve gıda hariç)	TÜFE hizmet (enr hariç)	TÜFE süper çekirdek	TÜFE (yapışkan - sticky)	TÜFE (yapışkan, barınma hariç)	TÜFE (medyan)	TÜFE (kırılmış)	PCE (enr ve gıda hariç)	PCE (kırılmış)
01.20	0,27	0,26	-0,05	0,37	0,41	0,27	0,23	0,30	0,23	0,16	0,19
02.20	0,25	0,25	0,28	0,25	0,27	0,19	0,16	0,24	0,21	0,19	0,21
03.20	-0,06	-0,12	-0,16	-0,10	-0,52	0,03	-0,15	0,24	0,16	-0,08	0,09
04.20	-0,21	-0,49	-0,88	-0,37	-1,03	-0,15	-0,42	0,18	0,01	-0,33	0,11
05.20	-0,01	-0,13	-0,35	-0,05	-0,38	0,02	-0,13	0,24	0,16	0,11	0,16
06.20	0,22	0,16	-0,09	0,27	0,46	0,26	0,37	0,15	0,17	0,15	0,13
07.20	0,43	0,58	0,55	0,59	1,02	0,52	0,76	0,28	0,34	0,35	0,21
08.20	0,35	0,39	0,92	0,18	0,22	0,23	0,30	0,21	0,23	0,32	0,19
09.20	0,17	0,19	0,70	0,03	-0,03	0,02	-0,02	0,09	0,13	0,15	0,11
10.20	0,15	0,14	0,28	0,09	-0,04	0,08	-0,01	0,15	0,13	0,07	0,10
11.20	0,21	0,25	0,19	0,25	0,49	0,20	0,31	0,12	0,15	0,10	0,08
12.20	0,18	0,13	0,23	0,10	0,06	0,12	0,10	0,12	0,18	0,31	0,13
01.21	0,05	0,03	0,03	0,04	-0,06	0,08	0,04	0,10	0,09	0,32	0,20
02.21	0,13	0,13	-0,07	0,22	0,22	0,18	0,16	0,23	0,23	0,22	0,20
03.21	0,23	0,25	0,18	0,27	0,33	0,19	0,17	0,18	0,24	0,40	0,19
04.21	0,74	0,80	1,77	0,46	0,73	0,41	0,56	0,24	0,36	0,61	0,23
05.21	0,63	0,67	1,62	0,34	0,41	0,35	0,41	0,28	0,43	0,52	0,27
06.21	0,78	0,78	1,86	0,43	0,56	0,28	0,25	0,30	0,43	0,46	0,19
07.21	0,41	0,37	0,33	0,39	0,51	0,35	0,40	0,26	0,42	0,43	0,26
08.21	0,18	0,14	0,20	0,09	-0,14	0,25	0,22	0,34	0,39	0,34	0,26
09.21	0,34	0,25	0,45	0,19	-0,03	0,26	0,17	0,44	0,46	0,20	0,35
10.21	0,73	0,69	1,41	0,43	0,41	0,47	0,51	0,56	0,76	0,48	0,38
11.21	0,64	0,63	1,11	0,43	0,43	0,39	0,37	0,44	0,57	0,55	0,34
12.21	0,63	0,64	1,38	0,36	0,33	0,38	0,37	0,40	0,54	0,60	0,40
01.22	0,59	0,55	0,98	0,40	0,36	0,55	0,65	0,52	0,59	0,48	0,53
02.22	0,58	0,51	0,54	0,51	0,56	0,50	0,53	0,51	0,56	0,45	0,40
03.22	0,37	0,27	-0,39	0,53	0,61	0,43	0,40	0,45	0,52	0,38	0,28
04.22	0,55	0,49	-0,11	0,72	0,96	0,59	0,65	0,54	0,44	0,34	0,27
05.22	0,62	0,54	0,44	0,57	0,55	0,58	0,58	0,62	0,69	0,36	0,44
06.22	0,73	0,67	0,54	0,75	0,78	0,68	0,64	0,66	0,74	0,59	0,57
07.22	0,47	0,36	0,10	0,47	0,23	0,51	0,39	0,57	0,44	0,23	0,38
08.22	0,56	0,51	0,28	0,57	0,39	0,59	0,50	0,63	0,58	0,58	0,52
09.22	0,59	0,57	0,17	0,73	0,70	0,63	0,53	0,60	0,54	0,44	0,34
10.22	0,42	0,37	0,00	0,50	0,32	0,46	0,31	0,61	0,43	0,34	0,40
11.22	0,34	0,31	-0,24	0,49	0,25	0,49	0,33	0,50	0,35	0,30	0,32
12.22	0,38	0,37	-0,18	0,56	0,30	0,46	0,22	0,45	0,46	0,36	0,35
01.23	0,43	0,42	0,13	0,54	0,40	0,50	0,38	0,54	0,53	0,47	0,48
02.23	0,45	0,47	0,14	0,61	0,49	0,54	0,41	0,58	0,43	0,37	0,39
03.23	0,29	0,34	0,20	0,39	0,24	0,33	0,19	0,38	0,21	0,29	0,32
04.23	0,40	0,45	0,43	0,45	0,28	0,47	0,38	0,46	0,37	0,35	0,34
05.23	0,35	0,37	0,46	0,33	0,09	0,31	0,14	0,39	0,23	0,29	0,28
06.23	0,21	0,22	-0,11	0,36	0,18	0,29	0,12	0,38	0,25	0,26	0,20
07.23	0,21	0,22	-0,34	0,43	0,35	0,30	0,15	0,27	0,22	0,14	0,21
08.23	0,23	0,22	-0,23	0,36	0,29	0,35	0,29	0,34	0,28	0,10	0,23
09.23	0,28	0,31	-0,26	0,53	0,57	0,40	0,31	0,39	0,34	0,32	0,27
10.23	0,27	0,26	0,07	0,33	0,19	0,35	0,28	0,34	0,25	0,13	0,20
11.23	0,28	0,30	-0,26	0,47	0,44	0,30	0,13	0,45	0,24	0,09	0,16
12.23	0,26	0,27	-0,09	0,39	0,34	0,34	0,26	0,34	0,28	0,18	0,17
01.24	0,37	0,37	-0,32	0,63	0,83	0,52	0,56	0,46	0,44	0,50	0,45
02.24	0,33	0,37	0,18	0,45	0,47	0,33	0,23	0,35	0,32	0,24	0,26
03.24	0,34	0,38	-0,10	0,53	0,65	0,40	0,36	0,39	0,29	0,34	0,27
04.24	0,24	0,26	-0,13	0,38	0,34	0,37	0,35	0,35	0,27	0,26	0,22
05.24	0,14	0,14	-0,14	0,22	-0,03	0,21	0,03	0,23	0,12	0,08	0,18
06.24	0,11	0,09	-0,17	0,19	0,04	0,24	0,19	0,21	0,19	0,22	0,17
07.24	0,18	0,19	-0,23	0,32	0,24	0,26	0,15	0,22	0,19	0,17	0,17
08.24	0,26	0,28	-0,12	0,38	0,31	0,28	0,14	0,30	0,19	0,17	0,17
09.24	0,31	0,31	0,17	0,36	0,41	0,31	0,29	0,34	0,30	0,25	0,21
10.24	0,26	0,27	0,02	0,34	0,27	0,30	0,22	0,30	0,28	0,29	0,27
11.24	0,29	0,29	0,21	0,29	0,34	0,22	0,19	0,26	0,27	0,10	0,18
12.24	0,22	0,21	-0,04	0,26	0,21	0,21	0,13	0,27	0,25	0,21	0,25
01.25	0,43	0,45	0,28	0,51	0,76	0,40	0,46	0,32	0,41	0,33	0,24
02.25	0,22	0,23	0,22	0,25	0,22	0,26	0,23	0,29	0,27	0,46	0,24
03.25	0,11	0,06	-0,09	0,11	-0,24	0,18	0,01	0,34	0,21	0,09	0,21
04.25	0,19	0,24	0,06	0,29	0,21	0,31	0,27	0,33	0,25	0,12	0,23
05.25	0,15	0,13	-0,04	0,17	0,06	0,19	0,12	0,22	0,18		

Kaynak: Fred, St. Louis Fed

Not: PCE verileri TÜFE'ye göre gecikmeli açıklandığından kasım verisi bulunmamaktadır.

Grafik 5. Fed Politika Faiz Beklentileri



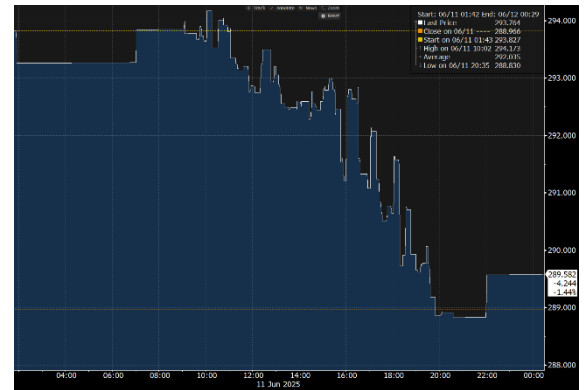
Grafik 6. ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi



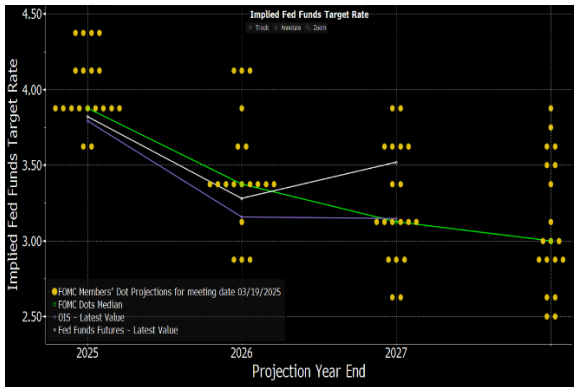
Grafik 7. DXY



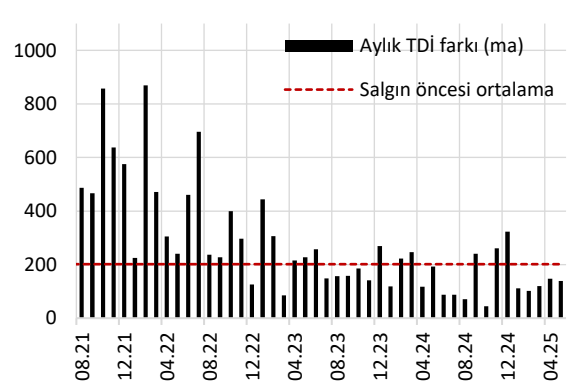
Grafik 8. Türkiye 5Y CDS Risk Primi



Grafik 9. Mart 2025 Dot Plot

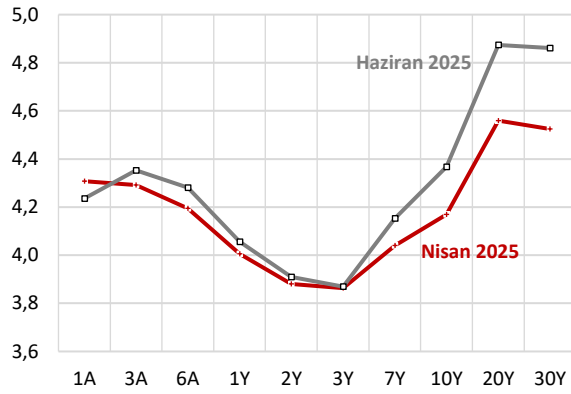


Grafik 10. Tarım Dışı İstihdam (TDİ)

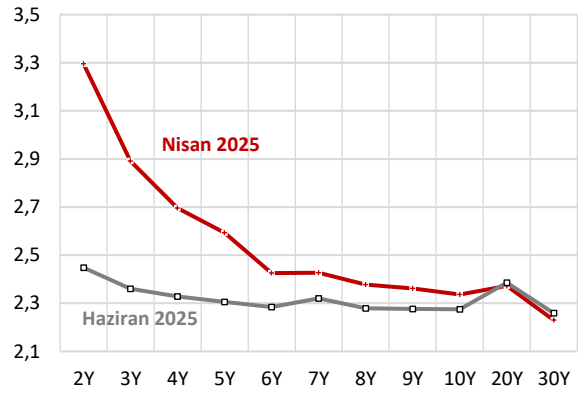


Kaynak: Bloomberg, BLS.

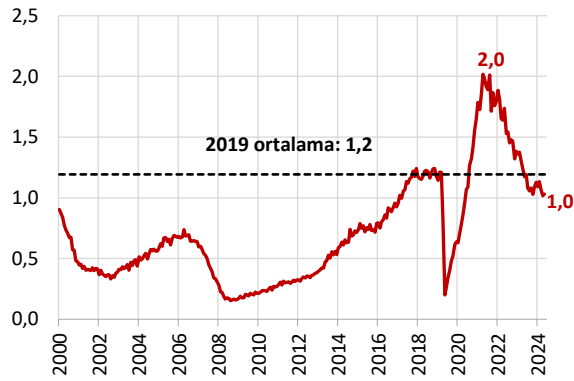
Grafik 11. ABD Hazine Tahvil Getiri Eğrisi (%)



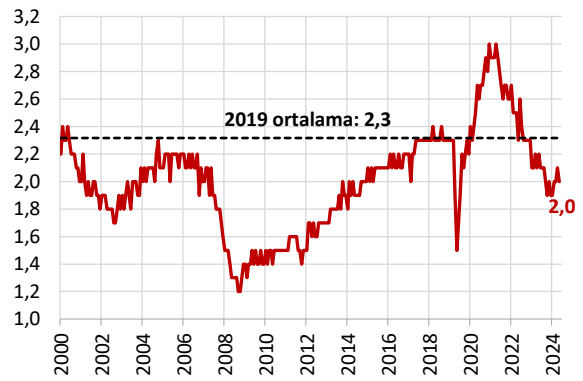
Grafik 12. ABD Başabaş Enflasyon Eğrisi (%)



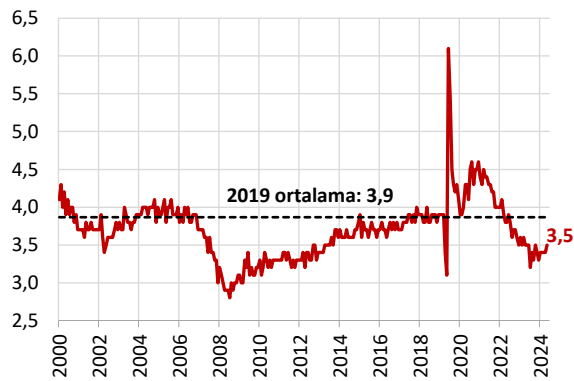
Grafik 13. İşsiz Başına Açık İş (V/U, Tarım Dışı)



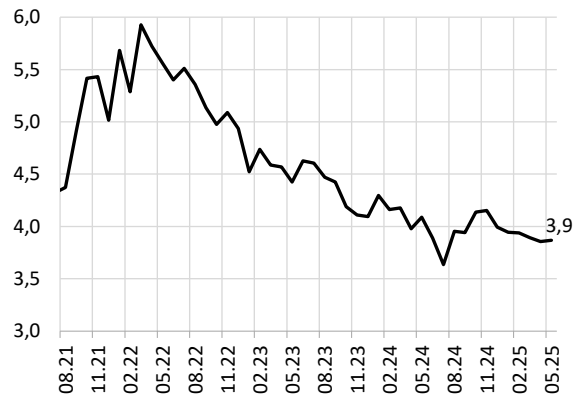
Grafik 14. İşten Ayrılma Oranı (Tarım Dışı, %)



Grafik 15. İşe Alım Oranı (Tarım Dışı, %)

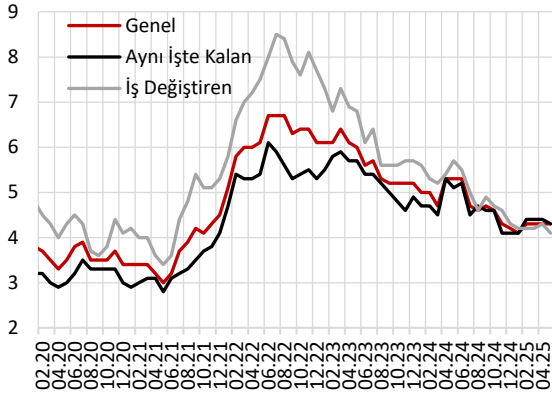


Grafik 16. Ortalama Saatlik Ücret (yıllık % değişim)

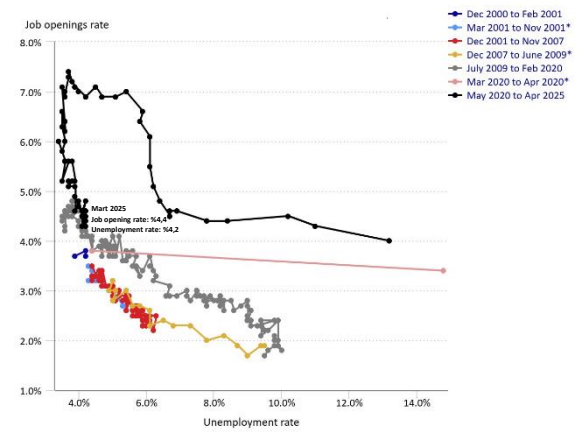


Kaynak: Bloomberg, St. Louis Fed, Atlanta Fed, San Francisco Fed, BLS.

Grafik 17. Medyan Ücret Artışı
(üç aylık har. ort., yıllıklandırılmış)

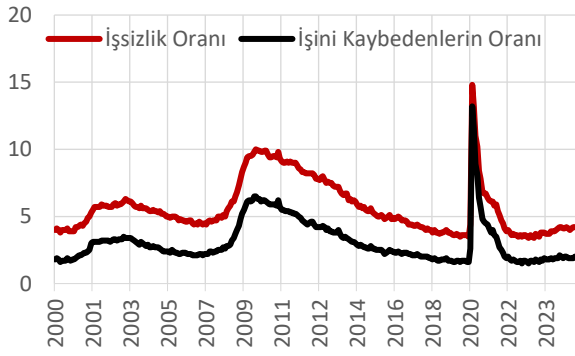


Grafik 18. Beveridge Eğrisi



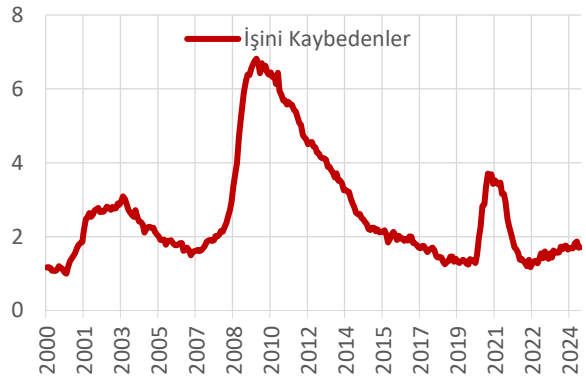
Kaynak: Bloomberg, St. Louis Fed, Atlanta Fed, San Francisco Fed, BLS

Grafik 19. İşsizlik Oranı ve İşini Kaybedenlerin Oranı (mevs. ard., %)



Kaynak: St. Louis Fed

Grafik 20. Kalıcı İş Kaybı (mevs. ard., milyon kişi)



Kaynak: St. Louis Fed

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 bizzat 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.

