

Makro: Faiz indirim adımı yurt içi veri ve haber akışıyla küçültüldü

TCMB, eylülde politika faizini piyasa beklentisiyle uyumlu olarak 250 baz puan indirerek %40,5 olarak belirledi. Gecelik borç verme ve borç alma faizleri de aynı miktarda azaltılarak sırasıyla %43,5 ve %39,0 olarak belirlendi ve asimetrik faiz koridorunun genişliği korundu.

TCMB temmuz PPK toplantısındaki iletişiminde takip edecek faiz adımlarının büyüklüğüne yönelik kararı veri akışına bağlamış ve duruşu buna göre gözden geçireceğini belirtmişti. Bu çerçevede, öngörülenden güçlü gelen büyüme ve enflasyon verileri ile siyasi gelişmelerin faiz indirim adımını sınırlamış olduğunu görüyoruz.

Gelecek dönemdeki parasal duruşa yönelik kullanılan “**enflasyon görünümünün ara hedeflerden belirgin bir biçimde ayrışması durumunda, para politikası duruşu sıkılaştırılacaktır.**” şahin bir ifade olsa da “belirgin” ifadesinin politika tepkisine neden olacak koşulu muğlak bırakması iletişimin gücünü zayıflatıyor.

Öne çıkan mesajlar ve değerlendirmelerimiz şu şekilde:

Karar Metni:

- **“Enflasyonun ana eğilimi ağustos ayında yavaşlamıştır.”**
 - Ağustos aylık tüketici enflasyonu %2,04 (yıllık %33,0) ile piyasa beklentisinin (aylık %1,8; yıllık ≈%32,6) bir miktar altında gerçekleşti. TÜİK’in yayınladığı mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) verilere göre, temmuz ayındaki tek seferlik etkilerin (≈0,9 puan) ortadan kalkmasına rağmen gıda enflasyonundaki bozulma nedeniyle TÜFE aylık fiyat artışı %2,6’dan %2,5’e sınırlı geriledi. Bununla birlikte kendi hesapladığımız dağılım bazlı eğilim göstergelerinden medyan ve budanmış aylık enflasyon oranlarının (m.a.) sırasıyla %2,0 ve %1,8 ile son dönemdeki eğilimlerinin etrafında kalmaya devam etmesi, enflasyon eğilimindeki bozulmanın gıda dışındaki kalemlere yayılmadığına işaret ediyor. Dolayısıyla, yıllıklandırılmış enflasyon eğilimi %27 civarında seyretmeye devam ediyor. Ancak belirgin bir yavaşlamadan söz etmek de mümkün görünmüyor ([Makro: Enflasyon Gelişmeleri – Ağustos 2025](#)).
 - Temmuz sonlarından bu yana Türk lirasındaki değer kaybı eğiliminin törpülenmiş olmasına rağmen, mevcut görünüm altında yıl sonunda enflasyonun TCMB tahmin bandı içerisinde kalma olasılığının azaldığını değerlendiriyoruz.
- **“İkinci çeyrekte büyüme öngörülerin üzerinde gerçekleşirken nihai yurt içi talebin zayıf seyrini koruduğu değerlendirilmiştir. Yakın döneme ilişkin veriler, talep koşullarının dezenflasyonist etkisinin arttığını düzeyde olduğunu göstermektedir.”**
 - 2025 yılı ikinci çeyreğinde Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) yıllık bazda %4,8 ile piyasa beklentilerinin (%4,1) üzerinde kalırken, çeyreklik büyüme de yavaşlama beklentilerine karşın ilk çeyreğe kıyasla hızlanarak %1,6 olarak gerçekleşti. Dolayısıyla veriler TCMB’nin ağustosta yayınladığı Enflasyon Raporu’nda ikinci çeyrekte faaliyette yavaşlama olduğu ve talep koşullarının dezenflasyonist düzeylerde seyrettiği yönündeki (negatif çıktı açığı) değerlendirmesiyle uyumsuz bir görünüm ortaya koydu. İkinci çeyrekte GSYİH’nin seviyesinin TCMB’nin öngörüsünden %2,2 yukarıda olduğunu ve çıktı açığının +1,0 değerini aldığını düşünüyoruz ([Makro: GSYİH Gelişmeleri -2025Ç2](#)).
 - Nihai yurt içi talebin son iki çeyrekte birikimli olarak %0,6 azalsa da, 2024 yılı ikinci yarısındaki %5,0’lik artışın ardından bu düşüşün kuvvetli bir düzeltmeye işaret etmediğini; TCMB’nin değerlendirmesinin aksine nihai yurt içi talebin seviye olarak hala güçlü olduğunu değerlendiriyoruz. Kaldı ki, stok değişimini de içeren yurt içi talep (nihai yurt içi talep + stok değişimi) büyümenin sürükleyicisi olmaya devam ediyor.
 - Öncü veriler, üçüncü çeyrekte büyümede yavaşlamaya işaret etse de, çıktı açığını faaliyet, işgücü piyasası ve kredi piyasasının bir bileşkesi olarak düşündüğümüzde, üçüncü çeyrekte de çıktı açığının dezenflasyonist seviyede (negatif çıktı açığı) olmaması muhtemel.
- **“Orta Vadeli Program’da öngörülen makroekonomik çerçeve bu sürece katkı sağlayacaktır.”**
 - TCMB dezenflasyon sürecinde mali duruşun eşgüdümüne ilişkin ifadede değişikliğe giderek, OVP’deki bütçe açığı tahminlerine dikkat çekti. OVP’de bütçe açığı/GSYİH oranı 2025 için %3,6 2026 içinse %3,5

olarak paylaşıldı. TCMB bütçe açığının sınırlanmaması durumunda enflasyon hedefine ulaşmanın zor olacağının mesajını veriyor. Bu ifadeyi, TCMB'nin önümüzdeki süreçte gelirler ve yönetilen fiyat/vergi politikalarının dezenflasyonu destekleyici olmasını beklediği şeklinde okuyoruz.

- Diğer taraftan, OVP'de paylaşılan mali duruş tahakkuk bazlı bütçeyi yansıtıyor. Halbuki, 2023 yılında ödemesi yapılmayan deprem harcamalarının ödemelerinin 2025 ve ötesine sarkması, hem 2025 yılında hem de takip eden yıllarda nakit bazlı bütçenin tahakkuk bazlı bütçeye göre daha yüksek açık vermesine neden olacak. Dolayısıyla, tahmin dönemi boyunca gerçek anlamda mali duruşun OVP'de belirtilenden daha gevşek olmasını bekliyoruz.
- ***"Kurul politika faizine ilişkin atılacak adımları; enflasyon gerçekleştirmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini göz önünde bulundurarak ~~öngörülen~~ ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği sıklığı sağlayacak şekilde belirleyecektir. Enflasyon görünümünün ara hedeflerden belirgin ve kalıcı bir bozulma biçimde ayrışması durumunda para politikası duruşu sıkılaştırılacaktır."***
 - TCMB, ağustos Enflasyon Raporu'nda, orta vadeli tahminlerin iletişimine ilişkin çerçeveyi değiştirmiş, yıl sonu enflasyon tahminleri ile para politikasını belirlerken referans alınacak ve dezenflasyon sürecinde ulaşılması taahhüt edilen düzeyleri belirten "ara hedefleri" birbirinden ayırtmıştı. Daha önce tahminler aynı zamanda ara hedef işlevi görüyordu ve sık güncellenebiliyordu. Yeni çerçevede, enflasyon tahminleri veri akışına bağlı olarak revize edilebilecekken, ara hedefler rapor dönemleri arasında olağanüstü gelişmeler olmadığı sürece değiştirilmeyecek. Bu doğrultuda ara hedefler 2025, 2026 ve 2027 yıl sonları için sırasıyla %24, %16 ve %9 olarak belirlenmişti. ([Makro: 2025-III Enflasyon Raporu](#))
 - Yukarıdaki ikinci cümle, şahin bir ifade olsa da "belirgin" ifadesinin politika tepkisine neden olacak koşulu muğlak bırakması iletişimin gücünü zayıflatıyor. İfadenin "ara hedeften sapması durumunda" şeklinde kaleme alınması TCMB açısından daha güçlü bir taahhüt olurdu.
- ***"Fiyat istikrarı sağlanana kadar sürdürülecek sıkı para politikası duruşu, ~~talepte dengelenme, Türk lirasında reel değerlenme talep, kur ve enflasyon beklentilerinde düzelme vasıtası ile beklenti kanalları üzerinden dezenflasyon sürecini destekleyecektir~~ güçlendirecektir."***
 - Metindeki değişikliğin "TL'de reel değerlenme" iletişiminden çıkma gayesini yansıttığını düşünüyoruz. Ancak "kur kanalının dezenflasyon sürecini güçlendireceği" ifadesi mevcut stratejiden çıkışın söz konusu olmadığına işaret ediyor. Mevcut enflasyon beklentilerini %16 ara hedefiyle birlikte ele alırsak TL'de ilave reel değerlenme ihtiyacının devam ettiğini değerlendiriyoruz.

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar tarafından hazırlanmıştır.

Ekonomik.arastirmalar@akbank.com

Dr. 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.

