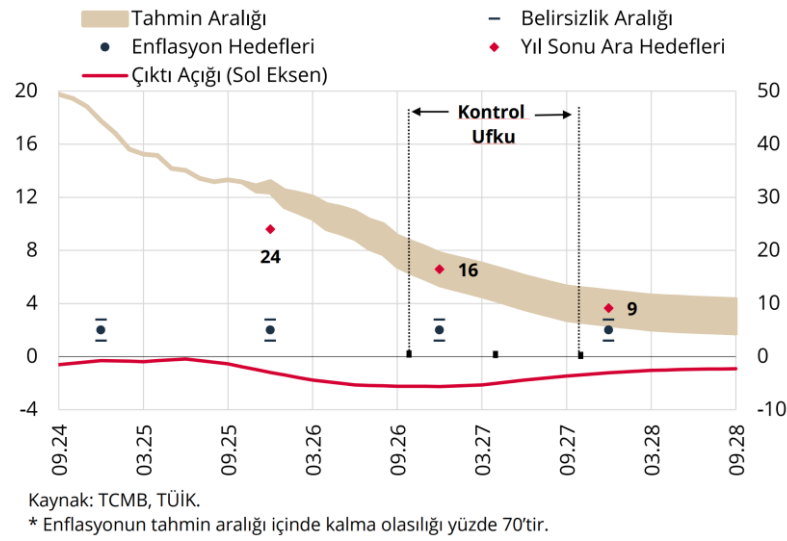


Makro: İddialı hedefler, şahin iletişim, yüksek maliyetli makro arka plân

1. Tahminler

- TCMB, bir önceki rapor döneminde enflasyon tahminlerinden ayrıştırarak ulaşmayı taahhüt ettiği **ara hedeflerini** değiştirmeyerek 2026 ve 2027 yıl sonları için sırasıyla %16 ve %9 seviyelerinde korudu.
- Yıl sonu enflasyon tahmin bandının orta noktası 2025 için %27'den %32'ye yükseltilirken, 2026 ve 2027 için sırasıyla %16 ve %9 seviyelerinde sabit bırakıldı (Grafik 1).
- 2025 yıl sonu tahmini için belirsizlik aralığı %31-33 olarak belirlendi (önceki: %25-29).

Grafik 1. 2025-IV Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Tahmin muhasebesi: 2025 yıl sonu tahmin bandındaki değişiklik ve orta noktadaki yukarı güncellemeye dair bir sayısal muhasebe paylaşılmadı. Ancak, rapordaki ifadelerden son üç aylık dönemde gıda grubundaki artışların enflasyon tahminindeki yükselişte belirleyici olduğu anlaşıyor.

2. Varsayımlar

Dış talep: İkili anlaşmalar tarife oranlarının artışını bir miktar sınırlasa da ABD-Çin arasında süregelen müzakerelerin ve ABD'de devam eden yasal süreçlerin ticaret politikalarındaki belirsizliği yukarı taşıdığı vurgulanarak 2025 yılı için varsayılan Türkiye'nin ihracat ağırlıkları dikkate alınarak hesaplaman küresel büyüme varsayımı sabit bırakılırken, 2026 yılı varsayımı 0,1 puan düşürülerek %2,2'ye indirildi.

Gıda fiyatları: Hava koşulları, bazı tarımsal alım fiyatları, arz kaynaklı sorunlar ve mevsimsel talep artışı gerekçe gösterilerek 2025 yıl sonu gıda enflasyonu varsayımı %26,5'ten %32,3'e, 2026 yıl sonu varsayımı ise %17'den %18'e yükseltildi (Tablo 1).

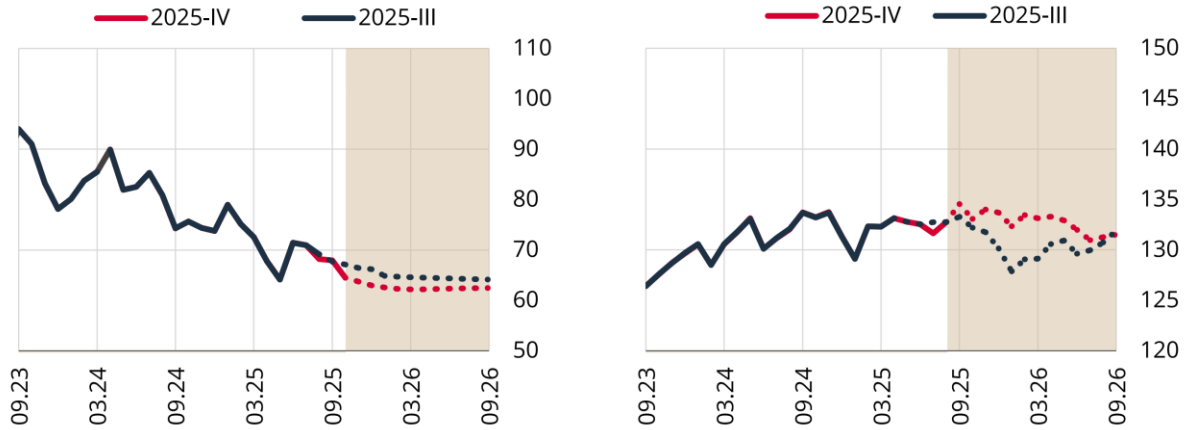
Tablo 1. Varsayımlardaki Güncellemeler

	2025	2026
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,0 (2,0)	2,2 (2,3)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	69,0 (69,8)	62,4 (64,4)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,8 (0,3)	-0,6 (-1,3)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	32,3 (26,5)	18,0 (17,0)

* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

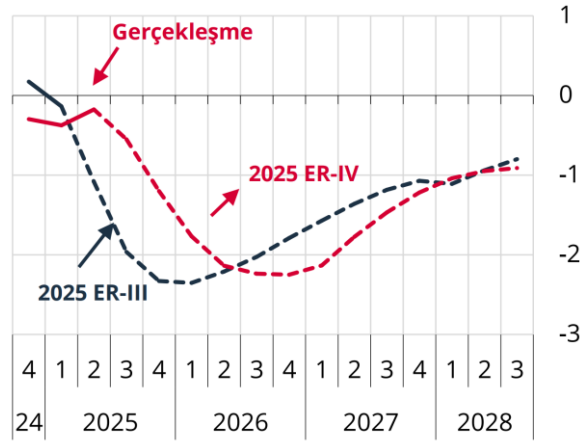
Emtia fiyatları: Petrol fiyat varsayımı, küresel talebin zayıf seyri ve artan petrol arzı nedeniyle aşağı çekildi. Brent petrol için 2025 yılı ortalaması 69,8\$'dan 69,0\$'a, 2026 yılı ortalaması ise 64,4\$'dan 62,4\$'a güncellendi. İthalat fiyatı varsayımları ise büyük ölçüde değerli ve endüstriyel metaller öncülüğündeki artışın etkisiyle 2025 yılı için %0,8 artış ve 2026 yılı için %0,6 düşüş olarak hafif yukarı revize edildi (Grafik 2, Tablo 2).

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



Ekonomik aktivite: 2025 yılına ilişkin çıktı açığı tahminlerinde çeyreklik dönemler itibarıyla 1-1,5 puan aralığında belirgin yukarı güncellemeler yapıldı. Talep koşullarındaki yavaşlamayla çıktı açığının dip noktasına ulaşacağı dönem önceki rapora göre iki çeyrek ötelendi. Basın toplantısında da belirtildiği üzere, talep ve enflasyonun kısa vadedeki yüksek seyrine karşılık politika duruşunun geçmişte öngörülenden daha sıkı belirleneceği anlaşıyor. 2025Ç3'ten başlayarak 2026 yılsonuna kadar ekonomide belirgin soğuma (potansiyel altı, sınır pozitif büyüme), 2027 yılı başlarından itibaren toparlanma (potansiyel üstü büyüme) öngörülüyor (Grafik 3). Ne var ki, uzun süredir talep ve büyümenin TCMB tahminlerinden güçlü seyretmesi ve sistematik olarak çıktı açığı başlangıç noktasının yukarı güncellenmesi uygun parasal sıkılığın tesis edilip edilmeyeceği konusunda soru işareti oluşturuyor.

Grafik 3. TCMB Çıktı Açığı Tahminleri



Çıktı açığı patikasının ima ettiği 2025 büyümesini %3,5-3,8, 2026 büyümesini %1,7-3,3 aralığında hesaplıyoruz. Son yıllarda potansiyel büyümede düşüş varsayımıyla 2026 için ima edilen büyümenin bu bandın alt sınırına yakın (%2'nin altında) olduğunu değerlendiriyoruz. Farklı çeyreklik potansiyel büyüme varsayımları altında çıktı açığı projeksiyonlarıyla uyumlu büyüme tahminleri şöyle:

Tablo 2. Çıktı Açığı Tahminlerinin İma Ettiği Yıllık Büyüme (%)

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

3. Değerlendirmelerimiz

2025 sonu enflasyon tahminindeki 5 puan yukarı güncellemeye rağmen 2026 sonu tahmininin korunması, basın toplantısında da ifade edildiği gibi, içsel politika tepkisiyle önceki raporda öngörülene kıyasla daha sıkı bir parasal duruş ima ediyor.

Orta vadeli tahminlerle uyumlu makro koşulların tesis edilmesinin kolay olmadığını değerlendiriyoruz. Çıkarımlarımıza göre 2026 sonu tahminine baz oluşturan makro çerçeveyi şöyle özetleyebiliriz:

- “Talep koşullarının dezenflasyonist olacağı” uzun süreli durgunluk
 - 2026 büyüme tahmini %1,7-2,5 arası
- Yıl boyunca sepet kurda yatay seyir (güçlü reel değerlenme)
- İşgücü maliyetlerinde yıl sonları itibarıyla %20, yıl ortalamaları itibarıyla %24 civarı artış

Enflasyon beklentilerinin seyrine göre yukarıdaki projeksiyonların/varsayımların her biri değişebilecek olmakla birlikte, mevcut kredibilite açığını (beklentilerle hedef arasındaki farkı) dikkate aldığımızda hem büyüme hem dış denge hem de bölüşüm ilişkileri açısından hedefe ulaşmak oldukça maliyetli 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.

