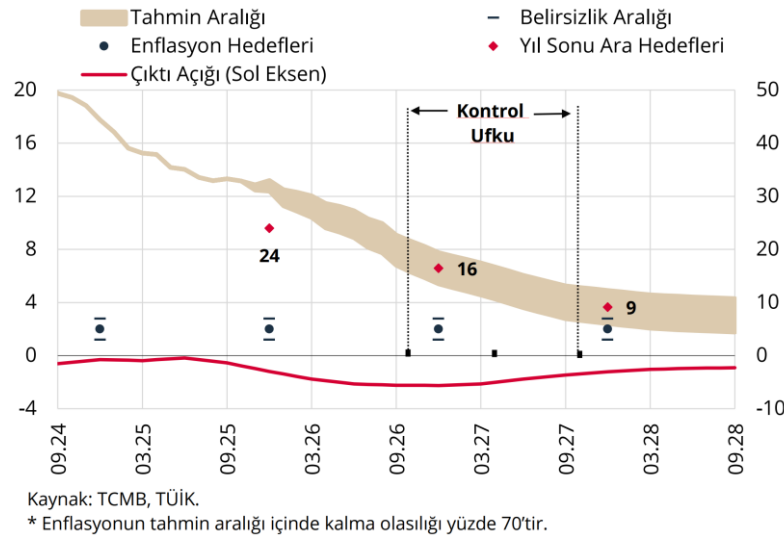


Makro: Tahmin bandı hafif yukarı güncellenirken, faiz indirimlerine ara verme konusunda açık ve net bir sinyal verilmedi

1. Tahminler

- TCMB, enflasyon tahminlerinden ayrıştırarak ulaşmayı taahhüt ettiği **ara hedeflerini** değiştirmeyerek 2026 ve 2027 yıl sonları için sırasıyla %16 ve %9 seviyelerinde korudu. 2028 yılı içinse %8 olarak belirledi.
- Yıl sonu enflasyon tahmin bandının orta noktası 2026 için %16'dan %18'e yükseltirken, 2027 için %9'da sabit bırakıldı ve 2028 için %8 oldu (Grafik 1).
- 2026 yıl sonu tahmini için belirsizlik aralığı da 2 puan artırılarak %15-21 olarak belirlendi (önceki: %13-19). Böylelikle aralığın genişliği 6 puan olarak korundu. 2027 yıl sonu tahmini için belirsizlik aralığı ise %6-%12 olarak açıklandı.

Grafik 1. 2026-I Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Tahmin muhasebesi (2026 Yıl sonu): 2026 yıl sonu tahmin bandındaki değişiklik ve orta noktadaki yukarı güncellemeye dair açık bir sayısal muhasebe paylaşılmadı. Ancak, rapordaki ifadelerle göre güncellenmenin 1 puanı enflasyon sepetindeki ağırlık değişiminden kaynaklandı. Gıda enflasyonu varsayımındaki değişiklikten yaklaşık 0,25 puanlık katkı geliyor. Diğer katkılar, çıktı açığı tahmini ve dolar bazlı ithalat fiyat varsayımındaki yukarı yönlü güncellemeden kaynaklanmış olmalı. Brent petrol varsayımındaki düşüş ise bir miktar sınırlayıcı rol oynadı.

Tahmin muhasebesi (2025 ara hedefi): TCMB ara hedefleri tanıttığı toplantıda, gerçekleşmenin ara hedefi aşması durumunda şeffaflık ve hesap verebilirlik çerçevesinde sapmanın nedenlerini paylaşacağını belirtmişti. Bu raporda 2025 yıl sonu enflasyonunun (%30,9) ara hedeften (%24,0) sapmasına dair bir paylaşım yapıldı. Buna göre, ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi, petrol fiyatı, ABD doları cinsinden ithalat fiyatı ve gıda enflasyonuna yönelik gerçekleştirmeler varsayımların üzerinde gerçekleşti (Tablo 1). Bu çerçevede, 6,9 puanlık sapmanın 2,1 puanı TL cinsi ithalat fiyatlarından, 1,9 puanı enflasyonun ana eğilimi ve ataletinden, 1,1 puanı yönetilen-yönlendirilen fiyat ayarlamalarından, 0,9 puanı çıktı açığından, 0,9 puanı ise gıda enflasyonundan kaynaklandı (Tablo 2).

Tablo 1. Ara Hedef Temel Varsayımları ve Gerçekleşmeler

	Ara Hedef Varsayımı	Gerçekleşme
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,9	2,1
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	65,8	69,0
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-1,1	1,4
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	26,5	28,3

Tablo 2. 2025 Yılı Enflasyon Ara Hedefinden Sapmanın Kaynakları

	Ara Hedef Muhasebesi
2025 Yıl Sonu Ara Hedefi (%)	24,0
2025 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi (%)	30,9
Ara Hedef Sapması (% Puan)	6,9
Ara Hedef Sapmasının Kaynakları (% Puan)	
TL Cinsi İthalat Fiyatları	+2,1
Gıda Fiyatları	+0,9
Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar	+1,1
Çıktı Açığı	+0,9
Enflasyonun Ana Eğilimi ve Ataleti	+1,9

2. Varsayımlar

Dış talep: 2025 yılının başlarına kıyasla zaman içinde azalsa da hala önemini koruyan ticaret politikalarındaki belirsizliklere rağmen küresel büyüme dirençli seyrini koruyor. Bunun neticesinde Türkiye'nin ihracat ağırlıkları dikkate alınarak hesaplanan küresel büyüme varsayımı da 2026 yılı için bir miktar yukarı güncellendi (%2,2→%2,3). 2027 içinse %2,2 ile yataya yakın seyretmesi bekleniyor (Tablo 3).

Gıda fiyatları: 2026 için gıda yıllık enflasyonu varsayımı %18'den %19'a sınırlı güncellendi (Tablo 3). Ocak ve şubat aylarında arz şoklarının yanı sıra Ramazan ayının da etkisiyle gıda fiyatlarında artışlar gözlenirse de yurt genelinde etkili olan yağışların kuraklık kaynaklı riskleri sınırlandıracağı öngörüsüyle gıda enflasyonu varsayımındaki değişiklik sınırlı tutuldu (Tablo 3).

Kamu durumu: Yönetilen-yönlendirilen fiyatlar ile borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının enflasyondaki düşüşü destekleyecek şekilde belirleneceği varsayıldı. Faiz dışı fazlanın 2026 yılında 2025 yılındaki benzer şekilde sınırlı pozitif olacağı öngörülüyor.

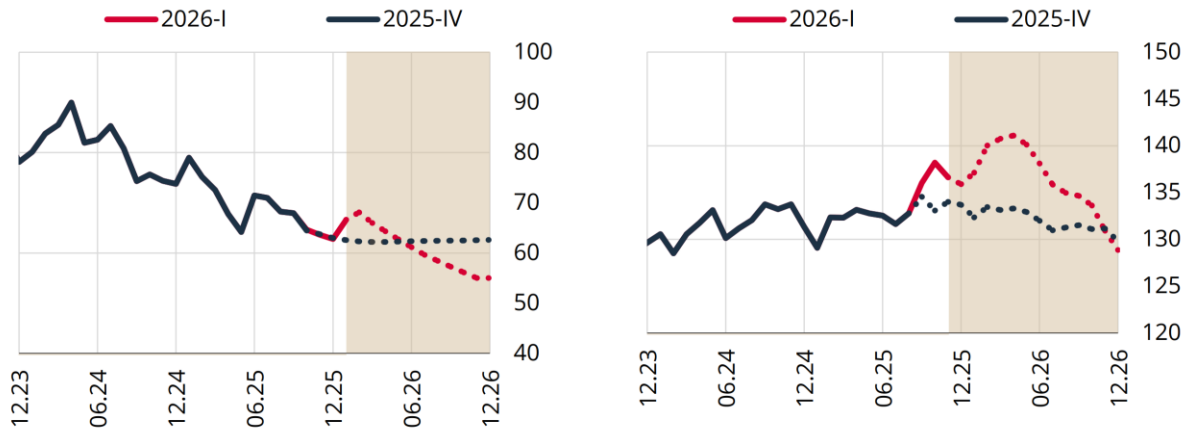
Emtia fiyatları: Petrol fiyatına yönelik varsayımlar aşağı yönlü, emtia fiyatları genel seviyesi için kullanılan ithalat birim değer endeksi artışı ise yukarı yönlü güncellendi (Grafik 2, Tablo 3).

Tablo 3. Varsayımlardaki Güncellemeler

	2025	2026	2027
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,1 (2,0)	2,3 (2,2)	2,2 (-)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	69,0 (69,0)	60,9 (62,4)	56,0 (-)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,5 (0,8)	2,0 (-0,6)	-0,9 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	28,3 (32,3)	19,0 (18,0)	11,0 (-)

* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

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

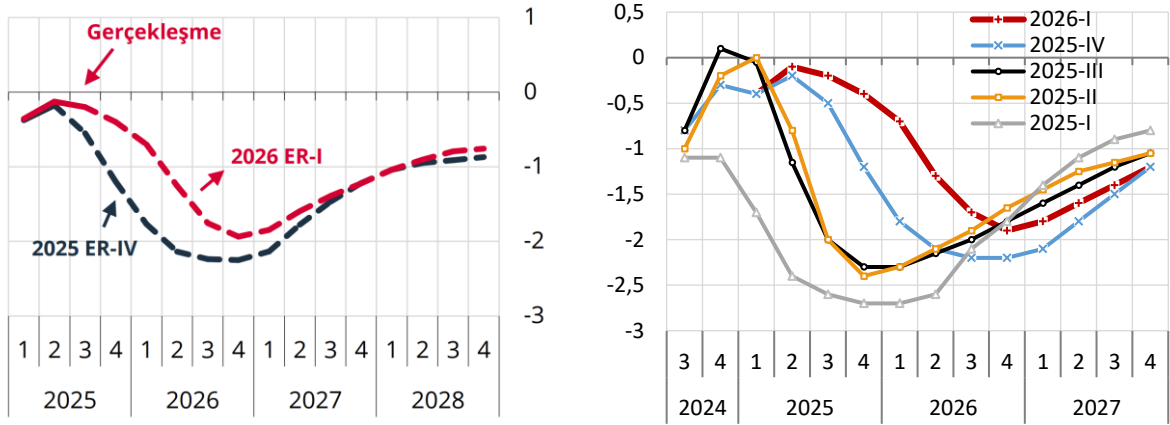


Ekonomik aktivite: Geçtiğimiz yılın her raporunda olduğu gibi bu raporda da çıktı açığı tahminlerinde yukarı yönlü belirgin güncelleme yapıldı (Grafik 3, sol panel). Çıktı açığının dip noktası geçen raporla aynı şekilde 2026'nın son çeyreği olsa da yıl genelinde talep koşullarının dezenflasyonist gücü önceki rapor dönemine göre belirgin şekilde azaldı. Farklı çeyreklik potansiyel büyüme varsayımları altında çıktı açığı projeksiyonlarıyla uyumlu büyüme tahminleri şöyle:

Tablo 4. Çıktı Açığı Tahminlerinin İma Ettiği Yıllık Büyüme (%)

	Potansiyel Çeyreklik Büyüme (%)		
	0,8	1,0	1,2
2025	3,5	3,6	3,6
2026	1,9	2,6	3,3
2027	3,2	4,0	4,8
2028	3,9	4,7	5,6

Grafik 3. TCMB Çıktı Açığı Tahminleri



3. Değerlendirmelerimiz

2026 sonu enflasyon tahminindeki 2 puanlık yukarı güncelleme için 1 puanı TÜFE ağırlıklarındaki değişime atfedildi. Dolayısıyla fiiliyatta tahminlerde 1 puanlık oldukça sınırlı bir güncellemeye gidilmiş olması, içsel politika tepkisiyle önceki raporda öngörülene kıyasla daha sıkı bir parasal duruş ima ediyor. Buna rağmen, yapılan iletişimde eksik kaldığını düşündüğümüz mesajlar nedeniyle tahmin bandı üst sınırının dahi halen oldukça iddialı olduğunu değerlendiriyoruz. Tahmin bandı, politika aksiyonu ve iletişimde farklı bir rejime geçilmeden sadece "adım küçültülerek" ulaşılabilir görünmüyor.

Çıktı açığı tahminleri, potansiyel büyüme varsayımından bağımsız, geçen yıla göre yavaşlama ima ediyor. Dış talep büyüme tahmini %2,2'den %2,3'e güncellenirken, böyle bir yavaşlama ancak iç talebe yönelik daha sıkı bir toplam politika duruşuyla mümkün. Ne var ki son bir yılda çıktı açığına yapılan yukarı yönlü büyük güncellemeler, bu tahminin kredibilitesini sınırlıyor (Grafik 3, sağ panel). Nitekim ekonomik aktivite sistematik olarak TCMB öngörülerinden güçlü seyrediyor ve mevcut gidişata bakılırsa 2026 yılında büyümenin %4'ün altında kalması güç.

Basın toplantısında kullanılan dili ve iletilen mesajları genel olarak güvercin bir iletişim olarak değerlendiriyoruz. Piyasa tepkisinin de bu yönde olduğu görülüyor. Faiz swap eğrisinde kayda değer bir değişiklik olmazken, bankalar başta olmak üzere hisse senetleri alıcısı seyrediyor.

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.

