

Makro: Küresel şokun ilk dalgası atlatılmakla birlikte katılıklar devam ediyor

Tüketici enflasyonu aylık %1,71 ile tahminimizin (%1,5) ve piyasa beklentisinin (%1,6) bir miktar üzerinde gerçekleşti ve yıllık enflasyon 0,24 puan artışla %32,6'ya yükseldi. TÜİK tarafından açıklanacak mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık enflasyonunu %1,9 olarak hesaplıyoruz (önceki %3,4). Çekirdek göstergelerden B ve C aylık enflasyonları (m.a.) %2,3 ve %2,2 (önceki %2,7 ve %2,5); medyan ve budanmış aylık enflasyonları ise %1,8 ve %1,9 (önceki %2,3 ve %2,2) oldu.

Yukarı yönlü sürpriz büyük ölçüde giyim fiyatlarından kaynaklandı. Nisan verilerini değerlendirdiğimiz raporumuzda ([Makro: Küresel tablo ve yukarı yönlü sürpriz para politikası tamponunu eritiyor](#)) enerji, ilaç, ekmek ve gıda kalemlerinden kaynaklanan ilave enflasyonun mayısta zayıflayacağını değerlendirmiştik. Bu paralelde söz konusu etkilerin hafiflemesiyle çekirdek ve manşet eğilimler birbirine yakınsadı. Haziran ayında gıda fiyatlarındaki olumlu seyrin TÜFE enflasyonunu önemli ölçüde sınırlayacağını öngörüyoruz.

Dağılım bazlı eğilim göstergelerinde geçen aya göre düşüş kaydedilse de 2024 yılının haziran ayından bu yana kayda değer bir iyileşme görülüyor. Hizmetlerdeki katılık devam ediyor. Kira enflasyonundaki yavaş ve kademeli iyileşme sürerken, hava ve kara yolu taşımacılığı öncülüğünde ulaştırma enflasyonu hızlanmış görünüyor. Lokanta-otel ve diğer hizmetlerde yataya yakın bir seyir var. Aylık enflasyon dağılımının şekli ve genişliği, fiyatlama davranışlarına dair yukarı yönlü risklerin canlı olduğuna işaret ediyor.

Mart ayında güncellediğimiz makro çerçevemizi koruyoruz. (i) Brent petrol fiyatının ortalama 95\$, (ii) yıllık büyümenin %3,0, (iii) yıl sonu \$/TL kurunun 50,7 olduğu, (iv) yılın kalanında yönetilen enerji fiyatlarında ilave ayarlama yapılmadığı, (v) olumlu hava koşullarının tarımsal ürün arzı ve gıda enflasyonuna olumlu etkisini sürdürdüğü baz senaryoda yıl sonu enflasyon tahminimizi %30,0, politika faizi tahminimizi %37,0 düzeylerinde tutuyoruz.

Küresel ve yurt içi siyasi haber akışına hassasiyet yüksek olduğundan ve rezervlerde henüz net bir artış eğilimi başlamadığından, "olağanüstü durum" modundan çıkış için koşulların henüz olgunlaşmadığını değerlendiriyoruz. Öte yandan karar alıcı penceresinden (i) şokun niteliği (dışsal bir arz şoku olması), (ii) zayıf seyreden dolarizasyon, (iii) ekonomik aktiviteye dair son milli gelir verileri ve gelmesi beklenen olumsuz sinyaller, (iv) yakın dönemde atılan makro ihtiyati sıkılaşma adımları doğrultusunda faiz artışı konusunda isteksiz davranılacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, TCMB'nin haziran PPK toplantısında faiz artışına gitmeden statükoyu korumayı tercih edeceğini öngörüyoruz. Uygun şartlar oluşursa operasyonel çerçevede yeniden 1 hafta vadeli fonlamaya geçilmesi dışında, yıl sonuna kadar politika faizinde indirim alanı bulunmadığını değerlendiriyoruz.

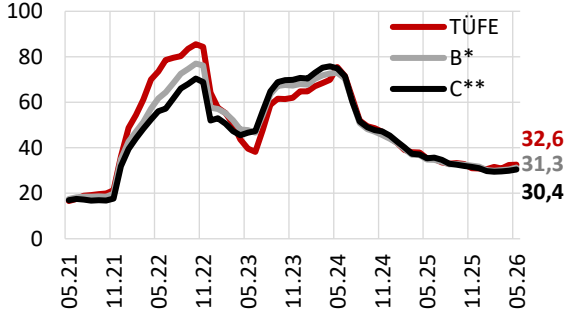
Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)

Aylık enflasyon %1,7 ile tahminimiz (%1,5) ve piyasa beklentilerinin (%1,6) hafif üzerinde gerçekleşti. Böylelikle yıllık enflasyon 0,2 puan artışla %32,6 oldu. Yukarı yönlü sürpriz büyük ölçüde giyim fiyatlarından kaynaklandı. **Yılın ilk 5 ayında birikimli fiyat artışı** ise %16,61 olarak gerçekleşti. **Çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonlarındaki artış ise daha kuvvetli oldu.** B endeksi yıllık enflasyonu 0,8 puan artışla %31,3'e, C endeksi yıllık enflasyonu ise 0,6 puan artışla %30,4'e yükseldi (Grafik 1, Tablo 3).

TÜİK tarafından açıklanacak mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık enflasyonunun %1,92 ile nisan ayına kıyasla (%3,44) belirgin gerilediğini hesaplıyoruz. Nisanda gıda ve enerjideki (elektrik, doğal gaz ve akaryakıt) güçlü artışlar aylık rakamı yukarı itmişti. Mayısta ise tek seferlik artışların ortadan kalkması ve işlenmemiş gıdadaki düzeltme ile eğilimde yavaşlama görüyoruz. İyileşmenin büyük ölçüde dışlanan kalemlerden gelmesi nedeniyle çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşme

TÜFE'den daha sınırlı oldu. Mayıs ayında B (m.a.) aylık enflasyonu %2,7'den %2,3'e, C (m.a.) aylık enflasyonu da %2,5'ten %2,2'ye geriledi.

Grafik 1. Tüfe ve çekirdek endeksler (yıllık % değişim)

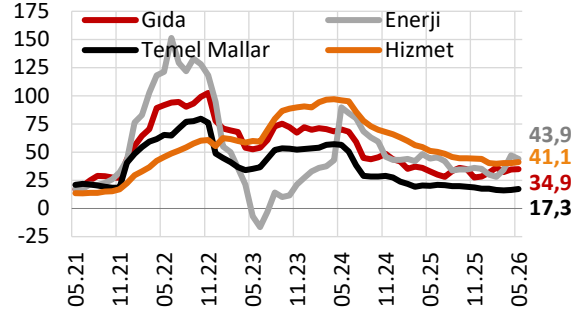


* İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü iç. ve tütün ürünleri ile altın hariç TÜFE

** Gıda, enerji, alkollü iç. ve tütün ürünleri ile altın hariç TÜFE

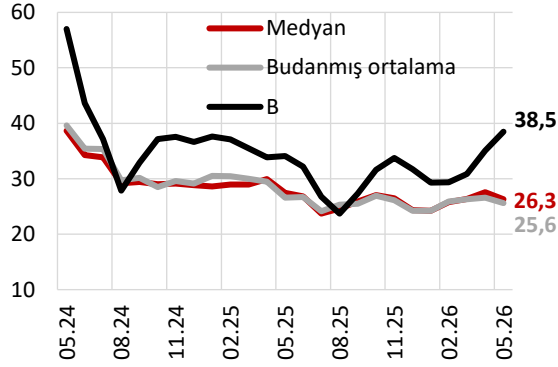
Kaynak: TÜİK

Grafik 2. Tüfe alt endeksler (yıllık % değişim)



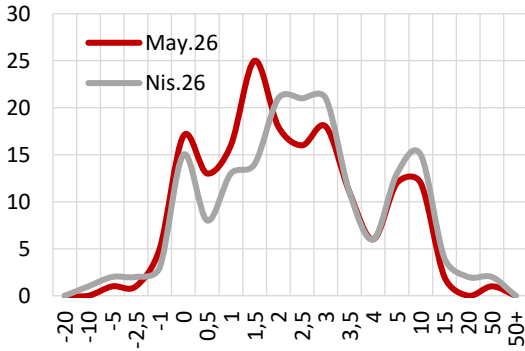
Mayıs ayında yıllık enflasyon enerji haricinde tüm ana gruplarda yükseldi (Grafik 2, Tablo 1). Detaylar şu şekilde:

- **Gıda:** Gıdada aylık enflasyon taze meyve ve sebze fiyatlarındaki %9,3'lük düşüşün katkısıyla %0,48 olurken, yıllık enflasyon 0,3 puan artışla %34,9'a yükseldi. Mevsimsellikten arındırılmış olarak gıda aylık enflasyonu %3,05'ten %2,0'ye geriledi. Özellikle sebze fiyatlarındaki olumlu seyre rağmen, diğer işlenmemiş gıdadaki artışlar ile işlenmiş gıdada ekme ve çiğ süt gibi yönetilen fiyat ayarlamalarının yansımaları gıdada aylık enflasyonun daha düşük gerçekleşmesini engelledi. Önümüzdeki dönemde işlenmiş gıda fiyatlarında yönetilen fiyatlar (çay, buğday, vb.) kaynaklı artışlar görmeye devam edebiliriz.
- **Enerji:** Enerji fiyatları nisan ayında elektrik ve doğal gaz tarifelerinde artış ve savaş nedeniyle yükselen akaryakıt fiyatlarının etkisiyle %14,4 arttıktan sonra, mayıs ayında akaryakıt fiyatlarındaki gerilemenin etkisiyle aylık bazda %0,17 geriledi. Böylelikle, enerji grubunda yıllık enflasyon 3,3 puan düşüşle %43,9 oldu.
- **Temel mallar:** Temel mallarda aylık enflasyon giyim ve ayakkabı grubundaki mevsimsel fiyat artışları nedeniyle %3,9 ile yüksek oranda gerçekleşirken, grup yıllık enflasyonu da 0,8 puan artışla %17,3 oldu. Eğilim olarak ise mayıs ayında ilaç zammı olmaması nedeniyle geçen aya göre iyileşme kaydedildi. Temel mallarda aylık enflasyon (m.a.) %2,43'ten %1,54'e geriledi. Dayanıklı mallarda aylık fiyat artışı (m.a.) %1,32 ile döviz kuru hareketiyle daha uyumlu seyrederken, giyim ve ayakkabıda fiyat artışları (m.a.) son iki ayda ortalama %2,4 ile önceki aylara göre hızlandı.
- **Hizmetler:** Hizmet grubunda katılık sürüyor. Aylık enflasyon (m.a.) %2,6'dan %2,7'ye yükselirken, bu yükselişte artan akaryakıt fiyatlarının ulaştırma hizmetlerine yansımaları öne çıktı. Hizmet grubunda yıllık enflasyonu ise %40,3'ten %41,1'e çıktı (Grafik 2). **Kira** (m.a.) aylık enflasyonu bir miktar iyileşerek %3,13'e geriledi. Kira yıllık enflasyonu ise %49,8 ile 2022 sonundan bu yana ilk kez %50'nin altında indi. Kiranın yanı sıra **lokanta-oteller** grubunda da enflasyon eğiliminde bir miktar iyileşme oldu: %2,11→%1,91. Diğer taraftan, **ulaştırma hizmetlerinde** aylık enflasyon (m.a.) %3,46'dan %4,51'e yükseldi. Özellikle havayoluyla yolcu taşımacılığında artan yakıt fiyatlarının etkisi gözlemlendi. **Haberleşme** ve **diğer hizmetlerde** de enflasyon eğiliminde sınırlı artışlar kaydedildi.

Grafik 3. Enflasyon eğilimi* (m.a. aylık % değ., 3 aylık hareketli ort., yıllıklandırılmış)

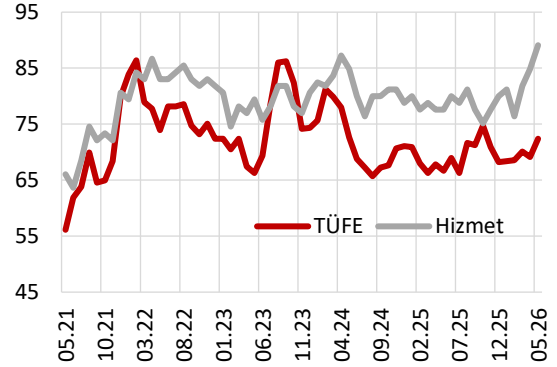
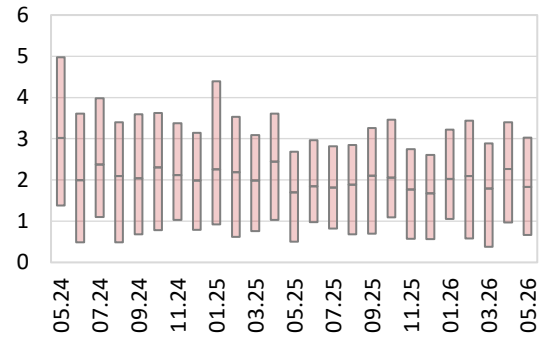
* Budanmış ortalama hesaplanırken aylık enflasyon dağılımının iki ucundan %15'er kesilmiştir.

Kaynak: TÜİK, Akbank

Grafik 5. TÜFE alt kalemleri aylık enflasyon histogramı (mevs. ard.)

Not: Kırmızı kutucuklar aylık enflasyon dağılımının %25 ve %75'e denk gelen 1. ve 3. çeyreklik dilimlerini (interquartile range – IQR); kutucukların içindeki yatay çizgiler ise medyan enflasyon oranını gösteriyor.

Kaynak: TÜİK, Akbank

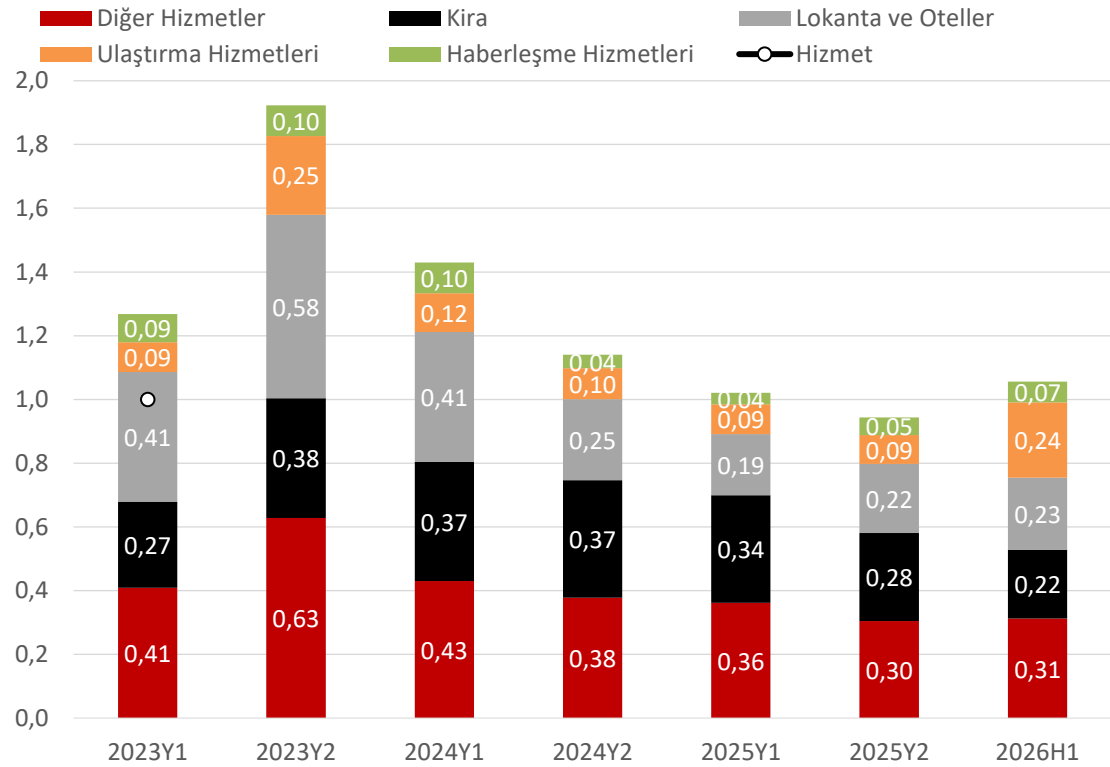
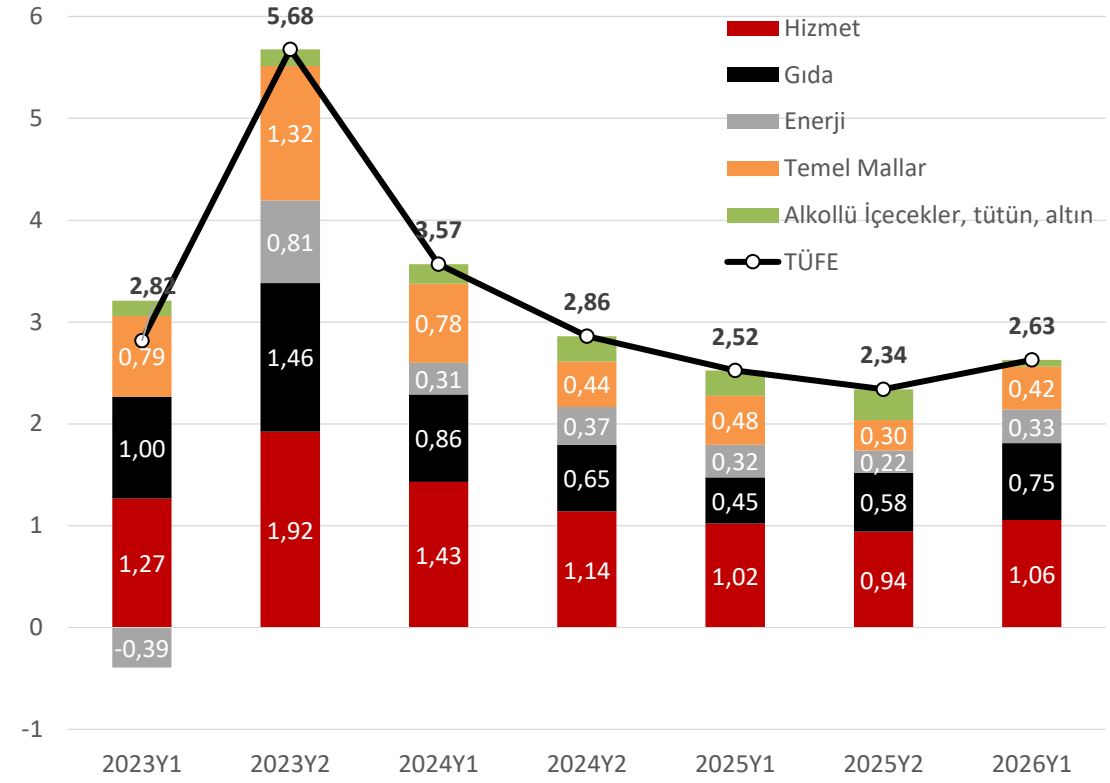
Grafik 4. Yayılım endeksi (mevs. ard., artan-azalan, %)**Grafik 6. TÜFE alt kalemleri aylık enflasyon dağılımı (IQR, %)**

Para politikası iletişiminde öne çıkarılan medyan enflasyon %1,8'e, dağılım bazlı bir diğer çekirdek gösterge olan budanmış aylık enflasyon oranı da %1,9'a geriledi. Bu iki gösterge nisan ayında sırasıyla %2,3 ve %2,2 ile yüksek seyretmişti. Dağılım bazlı eğilim göstergelerinde geçen aya göre düşüş kaydedilse de 2024 yılının haziran ayından bu yana kayda değer bir iyileşme görülüyor (Grafik 3-6).

Mart ayında güncellediğimiz makro çerçevemizi koruyoruz. (i) Brent petrol fiyatının ortalama 95\$, (ii) yıllık büyümenin %3,0, (iii) yıl sonu \$/TL kurunun 50,7 olduğu, (iv) yılın kalanında yönetilen enerji fiyatlarında ilave ayarlama yapılmadığı, (v) olumlu hava koşullarının tarımsal ürün arzı ve gıda enflasyonuna olumlu etkisini sürdürdüğü baz senaryoda yıl sonu enflasyon tahminimizi %30,0, politika faizi tahminimizi %37,0 düzeylerinde tutuyoruz.

Küresel ve yurt içi siyasi haber akışına hassasiyet yüksek olduğundan ve rezervlerde henüz net bir artış eğilimi başlamadığından, "olağanüstü durum" modundan çıkış için koşulların henüz olgunlaşmadığını değerlendiriyoruz. Öte yandan karar alıcı penceresinden (i) şokun niteliği (dışsal bir arz şoku olması), (ii) zayıf seyreden dolarizasyon, (iii) ekonomik aktiviteye dair son milli gelir verileri ve gelmesi beklenen olumsuz sinyaller, (iv) yakın dönemde atılan makro ihtiyati sıkılaştırma adımları doğrultusunda faiz artışı konusunda isteksiz davranılacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, TCMB'nin haziran PPK toplantısında faiz artışına gitmeden statükoyu korumayı tercih edeceğini öngörüyoruz. Uygun şartlar oluşursa operasyonel çerçevede yeniden 1 hafta vadeli fonlamaya geçilmesi dışında, yıl sonuna kadar politika faizinde indirim alanı bulunmadığını değerlendiriyoruz.

Grafik 7. Aylık Enflasyona Katkılar (mev. ard., % puan)



Kaynak: TÜİK, Akbank

Tablo 1. Tüketici Fiyat Endeksi (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	May.25	Nis.26	May.26	May.25	Nis.26	May.26
TÜFE	1,53	4,18	1,71	35,41	32,37	32,61
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	-0,71	3,70	-0,48	32,87	34,55	34,86
Alkollü İçecekler ve Tütün	0,06	0,22	-0,02	27,87	29,96	29,85
Giyim ve Ayakkabı	6,97	8,94	11,29	14,12	9,66	14,08
Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar	2,99	7,99	2,28	67,36	46,60	45,59
Mobilya, Mefruşat, Ev Aletleri ve Ev Bakım Hizmetleri	1,20	3,41	1,99	29,62	21,42	22,36
Sağlık	0,47	3,38	0,41	40,12	33,02	32,94
Ulaştırma	2,62	4,29	2,03	24,83	35,06	34,29
Bilgi ve İletişim	-0,51	1,05	0,45	17,03	24,38	25,58
Eğlence, Dinlenme, Spor ve Kültür	2,88	2,31	1,17	34,74	28,00	25,88
Eğitim Hizmetleri	1,19	1,35	0,83	71,67	50,60	50,06
Lokanta ve Konaklama Hizmetleri	1,83	3,50	1,87	36,91	31,54	31,59
Sigorta ve Finansal Hizmetler	2,04	1,13	0,49	43,78	30,29	28,30
Kişisel Bakım, Sosyal Koruma ve Çeşitli Mal ve Hizmetler	1,65	2,21	0,51	35,11	24,96	23,55

Kaynak: TÜİK

Tablo 2. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	May.25	Nis.26	May.26	May.25	Nis.26	May.26
TÜFE	1,53	4,18	1,71	35,41	32,37	32,61
Mallar	1,43	4,94	1,34	28,70	28,24	28,13
Enerji	2,15	14,40	-0,17	44,21	47,22	43,88
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	-0,71	3,70	-0,48	32,87	34,55	34,86
İşlenmemiş Gıda	-3,01	4,22	-4,05	33,53	36,21	34,76
Taze Meyve ve Sebze	-4,67	5,93	-9,34	56,53	47,17	39,96
Diğer İşlenmemiş Gıda	-1,79	2,90	0,14	20,51	29,12	31,66
İşlenmiş Gıda	1,39	3,25	2,63	32,21	33,67	35,31
Ekmek ve Tahıllar	1,17	5,98	2,63	40,87	31,89	33,80
Diğer İşlenmiş Gıda	1,51	2,22	2,63	28,14	34,45	35,93
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	2,90	3,70	3,46	21,08	18,27	18,92
Temel Mallar	3,26	4,15	3,91	20,02	16,52	17,26
Giyim ve Ayakkabı	7,09	9,03	11,40	13,38	9,22	13,62
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	2,73	1,15	1,32	20,26	18,23	16,60
Diğer Temel Mallar	1,49	4,41	0,96	24,99	21,83	21,20
Hizmet	1,74	3,03	2,30	51,19	40,30	41,07
Kira	3,10	2,33	2,15	84,94	51,16	49,77
Lokanta ve Oteller	1,83	3,51	1,87	36,91	31,55	31,59
Ulaştırma Hizmetleri	0,99	6,17	5,61	50,29	45,36	52,02
Haberleşme Hizmetleri	-0,14	1,64	1,69	25,01	39,42	41,98
Diğer Hizmetler	1,39	1,64	1,14	51,18	37,22	36,89
TÜFE	1,53	4,18	1,71	35,41	32,37	32,61
ÖKTG-A (Mevsimlik Ürünler Hariç)	1,53	3,69	1,63	36,04	33,62	33,76
ÖKTG-B (İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	2,25	3,42	2,87	34,81	30,51	31,30
ÖKTG-C (Enerji, Gıda, Alkolsüz İç., Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	2,43	3,46	2,92	35,37	29,83	30,44
ÖKTG-D (İşlenmemiş Gıda, Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	2,24	4,31	2,58	35,99	32,00	32,44
ÖKTG-E (Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	1,58	4,29	1,76	35,69	32,42	32,66
ÖKTG-F (Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar Hariç)	1,49	3,75	1,66	32,90	31,13	31,35

Kaynak: TÜİK

Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE)

Yİ-ÜFE aylık enflasyonu emtia fiyat artışlarının bir miktar güç kaybetmesiyle %2,75'e yavaşlarken, yıllık enflasyon 0,3 puan artışla %28,9'a yükseldi (Tablo 3). ÜFE'nin alt detaylarına bakıldığında, enerji grubundaki fiyat artışı yüksek gerçekleşmeye devam ederken, diğer mal gruplarındaki fiyat artışlarında sermaye malları haricinde yavaşlama var. Jeopolitik gelişmelere bağlı olarak emtia fiyatlarının seyri ve tedarik zincirlerinin gelişmelerden ne denli etkileneceği önümüzdeki aylarda ÜFE'nin seyri açısından önemli olmaya devam edecek.

Tablo 3. Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	May.25	Nis.26	May.26	May.25	Nis.26	May.26
Yurt İçi ÜFE	2,48	3,17	2,75	23,13	28,59	28,93
Ara Mali	1,92	3,62	2,94	20,50	26,49	27,76
Dayanıklı Tüketim	0,05	2,17	1,31	29,22	29,75	31,39
Dayanısız Tüketim	1,70	2,48	1,29	27,48	31,57	31,05
Enerji	7,98	4,84	6,60	17,05	33,15	31,45
Sermaye Mali	2,38	1,67	1,58	26,48	24,70	23,73

Kaynak: TÜİK

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 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

