

Makro: Jeopolitik gerilimlere bağlı maliyet-itişli enflasyon talep koşullarındaki zayıflamayla kısmen sınırlanıyor

Tüketici fiyatları ağustosta aylık %1,84 artarak iki ay üst üste beklentimizin altında gerçekleşti. Böylelikle yıllık enflasyon temmuza göre 0,25 puan düşüşle %31,5'e geriledi. Gıda ve temel mal fiyatları aşağı yönlü sürprizin ana bileşenleri oldu. Akaryakıtta mart-ağustos birikimli artışı %28,5'e ulaşırken, bunun enflasyona birikimli etkisini 4 puan civarında tahmin ediyoruz.

TÜİK yöntemiyle bir sonraki iş günü açıklanacak mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) aylık enflasyonu %2,29 ile yatay hesaplıyoruz (önceki: %2,29). Çekirdek B ve C aylık enflasyonları (m.a.) da %2,0 seviyesinde (önceki sırasıyla %2,0 ve %2,2). Medyan ve budanmış aylık enflasyon oranları ise sırasıyla %1,7 ve %1,6 (önceki %1,5 ve %1,4). Dağılım bazlı çekirdek göstergeler temmuzdan sonra ağustosta da ekonomideki soğumanın etkilerini yansıtıyor. Talep koşullarındaki zayıflama bazı sektörlerde daha belirgin hissediliyor. Bu kapsamda temel malların enflasyon eğilimine katkısı azalırken, kira dışı hizmetlerde katılık sürüyor. Yine de geçmiş yıllara kıyasla temmuz-ağustos virajı daha yumuşak dönülmüş görünüyor.

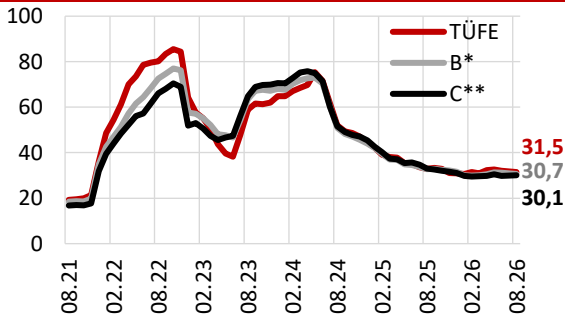
Enflasyon eğiliminin temmuz öncesine göre bir miktar gerilediğini, ancak halen yüksek seyrettiğini değerlendiriyoruz. 5-basamaklı alt kalem dağılımının basıklığı, çarpıklığı ve çok tepeli yapısı fiyatlama davranışlarına ilişkin risklerin devam ettiğine işaret ediyor. Bunun yanı sıra, akaryakıt ürünlerinin mevcut fiyat düzeyleriyle eşel mobilden çıkış plânına göre yıl sonuna kadar ilave %23 artış potansiyeli bulunuyor.

Temmuz-ağustos döneminde enflasyon eğiliminde gözlenen kısmi iyileşme ve eylülde yıllık enflasyondaki düşüşün süreceği (≈1,2 puan) öngörümüz, mevcut ex-post reel faizi değiştirmeksizin para politikasında sınırlı bir indirim alanı açabilecek görünüyor. Bununla birlikte küresel emtia fiyatları, eşel mobilden çıkış ve yönetilen enerji fiyatlarında biriken baskılara dair yukarı yönlü risklerin bu aşamada temkinli bir duruş gerektirdiğini değerlendiriyoruz. Mevcut risk dengesini dikkate alarak yıl sonu enflasyon tahminimizi %30,0 düzeyinde korurken, politika faizi tahminimizi %37,0'den %36,0'ya çekiyoruz.

Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)

Aylık enflasyon %1,84 ile tahminimizin altında gerçekleşti. Böylelikle yıllık enflasyon 0,25 puan azalışla %31,5 oldu. Yılın ilk sekiz ayında birikimli fiyat artışı ise %22,07 olarak gerçekleşti. Yıllık enflasyon çekirdek B endeksinde %31,0'den %30,7'ye gerilerken, C endeksinde %29,9'dan %30,1'e yükseldi (Grafik 1, Tablo 3).

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

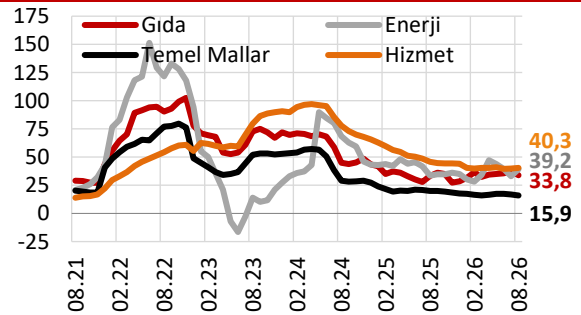


* İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü iç. ve tütün ürünleri ile altın hariç TÜFE

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

Kaynak: TÜİK

Grafik 2. Tüfe alt endeksler (yıllık % değişim)



TÜİK tarafından yarın açıklanacak mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık enflasyonunun %2,29 ile temmuz ayına kıyasla değişmediğini hesaplıyoruz. Ağustos ayında B (m.a.) aylık enflasyonu %2,0'de sabit kalırken, C (m.a.) aylık enflasyonu %2,2'den %2,0'ye geriledi.

Ağustos ayında yıllık enflasyon gıda ve temel mallarda gerilerken, enerji ve hizmetlerde yükseldi (Grafik 2, Tablo 1). Detaylar şu şekilde:

- **Gıda:** Gıda aylık enflasyonu taze meyve ve sebze fiyatlarındaki olumlu seyrin katkısıyla Mayıs ve Haziran aylarında olduğu gibi düşük bir değer aldı. Aylık enflasyon ham veride %0,22 olurken, mevsimsellikten arındırılmış olarak %2,64'ten %1,49'a geriledi. Gıda grubunda yıllık enflasyon ise hem işlenmiş hem de işlenmemiş gıda kaynaklı 3,7 puan azalarak %33,8 olarak gerçekleşti.

İşlenmemiş gıda aylık enflasyonu (m.a.) %4,8'den %0,85'e gerilerken, bu gerileme tamamen taze meyve ve sebze fiyatlarının (m.a.) aylık %3,81 düşüşünden kaynaklandı. Diğer işlenmemiş gıda grubunda aylık enflasyon (m.a.) ise %2,8'den %4,0'e hızlandı. İşlenmiş gıdada ise ekmek ve tahıllar dışında kalan kalemlerde aylık enflasyon ivmelendi.

- **Enerji:** Enerji fiyatlarında uluslararası fiyatlardaki gelişmeler etkili olmaya devam ediyor. Enerji grubunda aylık enflasyon akaryakıt fiyatlarındaki artışın ($\approx$ %11,2) öncülüğünde %5,46'ya yükseldi. Böylelikle, grup yıllık enflasyonu 6,3 puan artışla %39,2 oldu. Akaryakıtta Mart-Ağustos birikimli artışı %28,5'e ulaşırken, bunun enflasyona birikimli etkisini 4 puan civarında tahmin ediyoruz (Grafik 3).

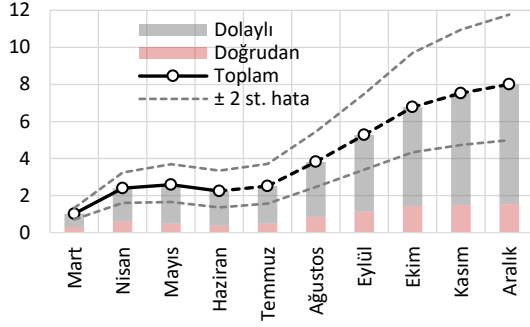
Eylül ayının başı itibarıyla uluslararası petrol fiyatlarının yeniden 90\$'ı aşmasıyla yurt içi akaryakıt ürünlerinde fiyat artışları devam ediyor. Motorin ve benzinde 4 Eylül itibarıyla geçerli olacak fiyat artışlarının ay boyunca kalıcı olması halinde Eylül ayında akaryakıt enflasyonunun %9,0 civarında gerçekleşeceğini hesaplıyoruz. Uluslararası petrol fiyatlarında (ve rafineri marjlarında) bir düşüş olmadığı takdirde ve benzin ve oto gazda eşel mobil sisteminden önceden planlandığı gibi Ekim ayı başında çıkılması durumunda, Ekim ayında da akaryakıt fiyatlarında %9'a yakın bir artış gerçekleşecek. Dolayısıyla akaryakıt ürünlerinin mevcut fiyat düzeyleriyle eşel mobilden çıkış plânına göre yıl sonuna kadar ilave %23 artış potansiyeli bulunuyor. Bu potansiyelin gerçekleşmesi durumunda yıl sonunda birikimli artış %58'e ulaşılıyor ve bunun enflasyona etkisi mevcudun iki katına çıkabilecek görünüyor (Grafik 3).

Petrol fiyatları dışında uluslararası doğal gaz fiyatlarındaki artışın da önümüzdeki dönemde enerji, enflasyonu üzerinde önemli bir risk unsuru olduğunu değerlendiriyoruz. Nitekim bugün itibarıyla Avrupa'nın gösterge doğal gaz fiyatı Dutch TTF savaşın başına göre %128 artışla 72€ ile savaş sonrası dönemin en yüksek seviyelerinde seyrederken, Avrupa Birliği genelinde doğal gaz depo doluluk oranlarının %63 ile tarihsel ortalamasının altında kalması doğal gaz fiyatları üzerinde önemli bir baskı unsuru olmaya devam ediyor. Bu baskının gücünü koruması halinde önümüzdeki aylarda yurt içi elektrik ve doğal gaz fiyatlarında artış gerçekleşmesi ihtimalini yüksek görüyoruz.

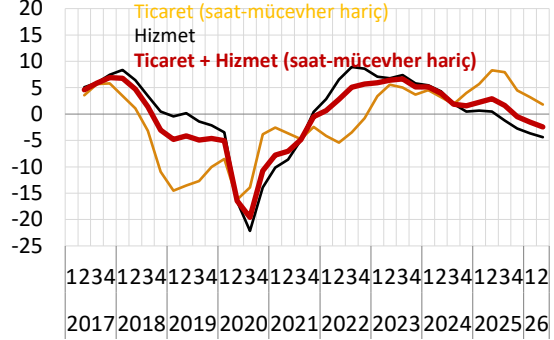
- **Temel mallar:** Temel mallarda aylık enflasyon eğilimi zayıflamaya devam ederken, grup yıllık enflasyonu 0,9 puan azalışla %15,9 ile Kasım 2020'den beri en düşük seviyeye geriledi. Temel mallarda aylık enflasyon (m.a.) %1,08'den %0,58'e yavaşlarken, bu yavaşlamada giyim fiyatlarındaki (m.a.) düşüş (%-0,42) daha belirleyici oldu. Dayanıklı mallarda aylık fiyat artışı (m.a.) ise %1,05 ile ılımlı seyretmeye devam etti. Temel mallarda son dönemdeki seyir talep koşullarındaki yavaşlamayı teyit eder nitelikte (Grafik 4).
- **Hizmetler:** Hizmetlerde aylık enflasyon (m.a.) %2,91 ile aylık bazda yataya yakın seyretti. Akaryakıt fiyatlarındaki birikimli artışların şehir içi ve hava yolu taşımacılığına yansımaları gözlenmeye devam ederken, haberleşme hizmetlerinde güçlenen artış hizmet enflasyonunda iyileşmeyi engelledi.

Diğer taraftan, kira grubunda enflasyon eğilimi zayıflamaya devam etti. Kira aylık enflasyonu (m.a.) %2,22 ile düşüş eğilimini sürdürdü. Lokanta ve oteller grubunda aylık enflasyon (m.a.) eğilimi de sınırlı azalışla %2,17 olurken, grup yıllık enflasyonu 0,5 puan azalışla %31,2 oldu. Diğer hizmet fiyatlarında ise bazı eğitim kalemlerindeki dönemsel hareketlerin etkileri izlendi.

Grafik 3. Akaryakıt Fiyatlarından Enflasyona Birikimli Geçiş (% puan)



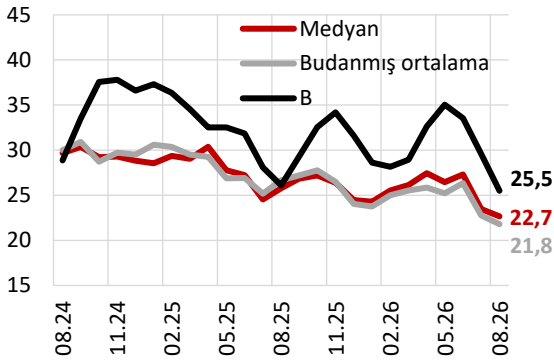
Grafik 4. Hizmet Sektörü Çıktı Açığı (log-doğrusal eğilimden % sapma)*



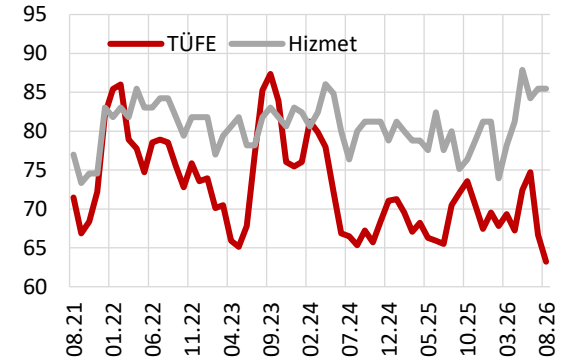
* Toplam hizmet göstergesi diğer iki serinin 2024 yılı ağırlıklarıyla toplulaştırılarak hesaplanmıştır.

Kaynak: TÜİK, Akbank

Grafik 5. Enflasyon eğilimi* (m.a. aylık % değ., 3 aylık hareketli ort., yıllıklandırılmış)



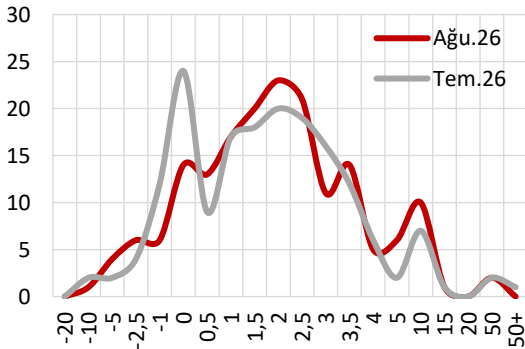
Grafik 6. Yayımlı endeksi (mevs. ard., artan-azalan, %)



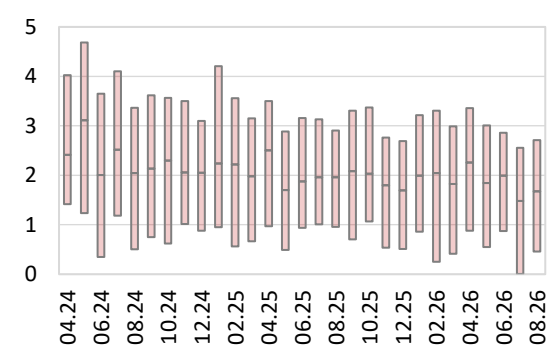
* Budanmış ortalama hesaplanırken aylık enflasyon dağılımının iki ucundan %15'er kesilmiştir.

Kaynak: TÜİK, Akbank

Grafik 7. TüFE alt kalemleri aylık enflasyon histogramı (mevs. ard.)



Grafik 8. TüFE alt kalemleri aylık enflasyon dağılımı (IQR, %)



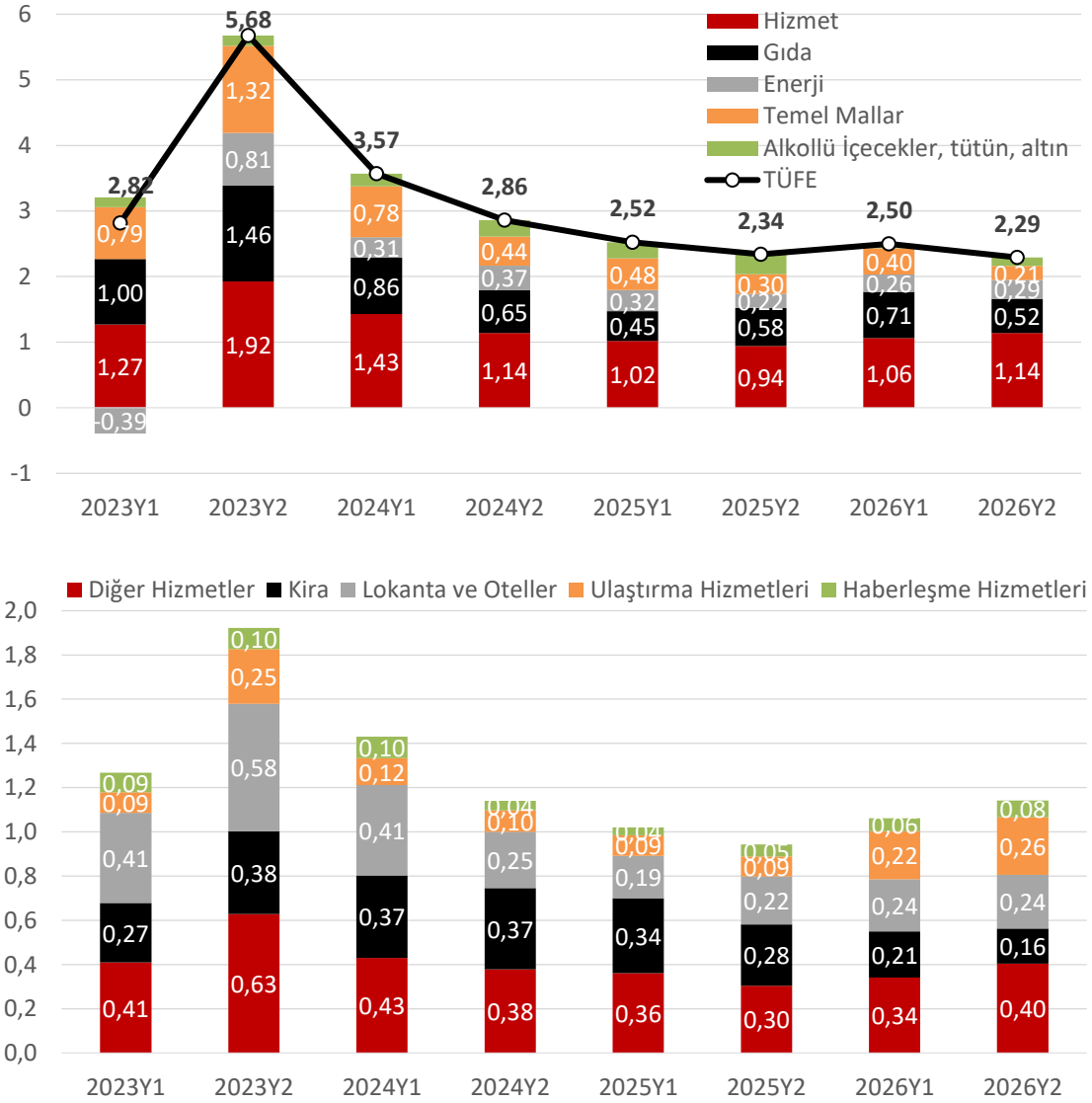
Not: Kırmızı kutucuklar aylık enflasyon dağılımının %25 ve %75'e denk gelen 1. ve 3. çeyreklik dilimlerini (interquartile range – IQR); kutucukların içindeki yatay çizgiler ise medyan enflasyon oranını gösteriyor.

Kaynak: TÜİK, Akbank

Enflasyon eğilimine dair göstergelerden mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) aylık enflasyon %2,3 ile temmuz ayına kıyasla değişmedi. Dışlama bazlı çekirdek göstergelerden B ve C aylık enflasyonları (m.a.) %2,0 (önceki sırasıyla %2,0 ve %2,2) oldu. Temel mallardaki ılımlı seyre karşılık hizmetler halen oldukça yüksek. Dağılım bazlı çekirdek göstergelerden medyan ve budanmış aylık enflasyon oranları %1,7 ve

%1,6 (önceki %1,5 ve %1,4). TCMB'nin politika iletişiminde daha çok öne çıkardığı bu göstergelerde artışlar temmuz öncesine kıyasla daha düşük ve ekonomideki soğumayla uyumlu. Ne var ki ardışık maliyet şokları ve beklentilerdeki katılık nedeniyle ana eğilimde genele yayılan güçlü bir iyileşmeden bahsetmek güç. Nitekim yarı yıllar itibarıyla mevsimsellikten arındırılmış ortalama aylık enflasyona katkılar incelendiğinde hizmet ve gıda gruplarındaki katılığın yılın ikinci yarısında devam ettiği görülüyor (Grafik 9). Buna karşılık talepteki yavaşlama temel malların enflasyona katkısını sınırlıyor. 5-basamaklı alt kalem dağılımının basıklığı, çarpıklığı ve çok tepeli yapısı fiyatlama davranışlarına ilişkin risklerin devam ettiğine işaret ediyor (Grafik 7 ve 8).

Grafik 9. Aylık Enflasyona Katkılar (mev. ard., % puan)



Not: 2026Y2 temmuz ve ağustos ayları ortalamasıdır.

Kaynak: TÜİK, Akbank

Temmuz-ağustos döneminde enflasyon eğiliminde gözlenen kısmi iyileşme ve eylülde yıllık enflasyondaki düşüşün süreceği (≈1,2 puan) öngörümüz, mevcut *ex-post* reel faizi değiştirmeksizin para politikasında sınırlı bir indirim alanı açabilecek görünüyor. Bununla birlikte küresel emtia fiyatları, eşel mobilden çıkış ve yönetilen enerji fiyatlarında biriken baskılara dair yukarı yönlü risklerin bu aşamada temkinli bir duruş gerektirdiğini değerlendiriyoruz. Mevcut risk dengesini dikkate alarak yıl sonu enflasyon tahminimizi %30,0 düzeyinde korurken, politika faizi tahminimizi %37,0'den %36,0'ya çekiyoruz.

Tablo 1. Tüketici Fiyat Endeksi (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Ağu.25	Tem.26	Ağu.26	Ağu.25	Tem.26	Ağu.26
TÜFE	2,04	1,78	1,84	32,95	31,75	31,51
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	3,02	1,61	0,22	33,28	37,53	33,79
Alkollü İçecekler ve Tütün	6,04	1,93	6,89	29,71	29,38	30,42
Giyim ve Ayakkabı	-0,71	-3,93	-3,54	9,49	16,48	13,16
Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar	2,66	2,25	2,26	53,22	40,32	39,77
Mobilya, Mefruşat, Ev Aletleri ve Ev Bakım Hizmetleri	0,79	1,70	1,75	29,70	22,41	23,58
Sağlık	1,01	10,74	0,70	36,59	43,89	43,46
Ulaştırma	1,53	2,59	4,82	25,08	30,83	35,08
Bilgi ve İletişim	1,22	2,04	2,60	19,22	23,97	25,66
Eğlence, Dinlence, Spor ve Kültür	1,81	1,24	1,87	31,99	23,36	23,43
Eğitim Hizmetleri	2,07	1,32	8,62	60,91	44,18	53,44
Lokanta ve Konaklama Hizmetleri	1,88	2,28	1,50	33,96	31,65	31,16
Sigorta ve Finansal Hizmetler	0,51	1,01	0,05	39,43	25,64	25,08
Kişisel Bakım, Sosyal Koruma ve Çeşitli Mal ve Hizmetler	0,81	1,11	2,39	32,30	21,74	23,65

Kaynak: TÜİK

Tablo 2. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Ağu.25	Tem.26	Ağu.26	Ağu.25	Tem.26	Ağu.26
TÜFE	2,04	1,78	1,84	32,95	31,75	31,51
Mallar	1,72	0,86	1,02	27,22	27,07	26,19
Enerji	0,64	2,30	5,46	33,66	32,86	39,23
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	3,02	1,61	0,22	33,28	37,52	33,79
İşlenmemiş Gıda	2,02	2,37	-2,03	34,94	39,69	34,14
Taze Meyve ve Sebze	2,25	5,39	-8,18	51,78	41,84	27,36
Diğer İşlenmemiş Gıda	1,86	0,47	2,03	25,09	38,58	38,81
İşlenmiş Gıda	3,83	1,03	1,99	31,35	35,95	33,54
Ekmek ve Tahıllar	5,77	0,98	1,01	38,82	33,39	27,39
Diğer İşlenmiş Gıda	2,82	1,05	2,37	27,69	36,96	36,35
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	1,12	-0,19	0,54	21,10	18,19	17,51
Temel Mallar	0,52	-0,38	-0,28	19,85	16,82	15,89
Giyim ve Ayakkabı	-0,77	-4,01	-3,62	8,78	16,18	12,84
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	0,73	0,95	1,05	22,60	16,05	16,41
Diğer Temel Mallar	1,01	1,19	0,88	23,93	20,71	20,55
Hizmet	2,65	3,18	3,08	45,77	39,70	40,28
Kira	4,61	2,85	3,04	74,33	45,29	43,11
Lokanta ve Oteller	1,88	2,28	1,50	33,96	31,65	31,16
Ulaştırma Hizmetleri	3,36	3,40	4,98	36,76	50,09	52,44
Haberleşme Hizmetleri	1,65	4,09	5,03	23,26	40,02	44,68
Diğer Hizmetler	1,92	3,90	3,22	46,69	37,19	38,94
TÜFE	2,04	1,78	1,84	32,95	31,75	31,51
ÖKTG-A (Mevsimlik Ürünler Hariç)	2,19	1,93	2,80	33,83	32,20	32,98
ÖKTG-B (İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	2,07	1,66	1,84	32,71	30,98	30,68
ÖKTG-C (Enerji, Gıda, Alkolsüz İç., Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	1,69	1,80	1,81	33,00	29,91	30,07
ÖKTG-D (İşlenmemiş Gıda, Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	1,88	1,70	2,18	32,77	30,86	31,25
ÖKTG-E (Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	1,89	1,78	1,71	33,08	31,80	31,57
ÖKTG-F (Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar Hariç)	2,04	1,39	1,72	32,19	30,37	29,96

Kaynak: TÜİK

Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE)

Yİ-ÜFE aylık enflasyonu %2,57 ile yeniden ivme kazanırken, yıllık enflasyon 0,1 puan artışla %27,95'e yükseldi (Tablo 3). ÜFE'nin alt detaylarına bakıldığında, enerji grubundaki fiyat artışı %7,0 ile yüksek gerçekleşmeye devam etti. Savaşın başından bu yana enerji grubunda birikimli fiyat artışı %35,2'ye ulaştı (Yİ-ÜFE birikimli artış: %14,95). Diğer gruplarda ise fiyat artışları enerji kadar yüksek seviyelerde olmasa da yeniden bozulan uluslararası fiyatlara bağılı olarak temmuz ayına göre hız kazandı. Dayanıklı tüketim mallarındaki hızlanma bir miktar daha kuvvetli.

Tablo 3. Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Ağu.25	Tem.26	Ağu.26	Ağu.25	Tem.26	Ağu.26
Yurt İçi ÜFE	2,48	1,52	2,57	25,16	27,83	27,95
Ara Mali	1,34	0,81	1,84	22,02	26,79	27,41
Dayanıklı Tüketim	1,26	0,40	2,84	30,22	26,57	28,54
Dayanıksız Tüketim	3,21	1,33	1,51	28,94	32,46	30,28
Enerji	6,39	4,83	6,99	24,76	26,62	27,33
Sermaye Mali	1,11	1,09	1,76	26,61	21,28	22,06

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 Ař ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAş ve Ak Yatırım Ař 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 Ař'nin herhangi bir taahhüdünü içermediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekteşirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler biziatihi 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, gerçekteşirilecek 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.ř, Ak Yatırım A.ř ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Akbank TAş, Ak Yatırım Ař 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.

