

Makro: Yıllık enflasyon baz etkisiyle gerilese de ana eğilim çok güçlü

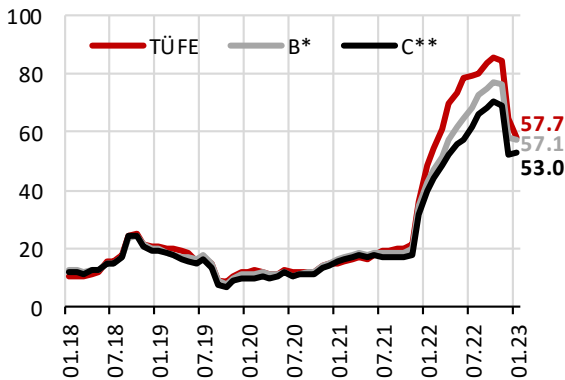
Yıllık tüketici ve üretici enflasyonları, yüksek baz etkisi ile belirgin düşerken, aylık fiyat gelişmeleri enflasyonun ana eğilimindeki iyileşmenin beklediğimiz gibi tersine döndüğüne işaret etti. Manşet enflasyonun aksine, çekirdek enflasyon göstergelerinin yıllık artış oranları baz etkisiyle gerilemedi. Çekirdek enflasyondaki olumsuz görünümde temel mallardaki düşüşe karşılık hizmet enflasyonundaki artışın sürmesi belirleyici oldu. Asgari ücret ve yönetilen fiyatlardaki yüksek artışların hizmet enflasyonu üzerindeki etkisi belirgin görünüyor. Nitekim hizmet aylık enflasyonu %12,7 ile rekor kırarken, aylık enflasyon dağılımına da fiyatlama davranışlarında bozulmaya işaret ediyor. Mevcut kur politikası altında, asgari ücret artışının ilk yansımaları kayboldukça enflasyonun ana eğiliminin iyileşmesi ve zayıflayarak sürece baz etkileriyle yılın ilk yarısında yıllık enflasyonun azalmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz.

Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)

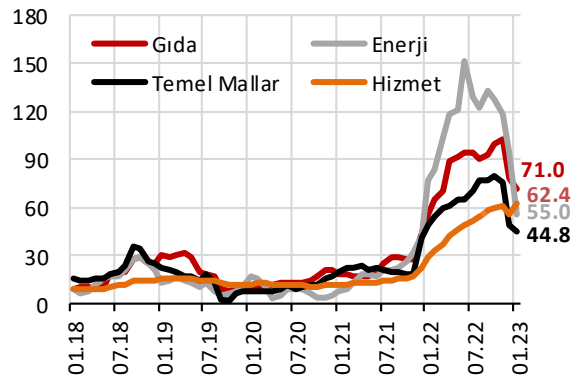
Ocakta aylık enflasyon %6,65 ile piyasaya göre yüksek olan tahminimizin (%4,85) de oldukça üzerinde gerçekleşti (AA Finans: %3,66, Foreks: %3,8, Bloomberg HT: %3,8). Gerçekleşme TCMB'nin Ocak Enflasyon Raporu'ndaki tahmininin (≈%4,5) de oldukça üzerinde. Yıllık enflasyonun %64,3'ten %57,7'ye düşüşünde geçen yıldaki yüksek baz etkili olurken, **enflasyonun ana eğilimindeki iyileşme beklediğimiz gibi tersine döndü.** Döviz kurundaki görece istikrara rağmen oldukça yüksek gerçekleşen aylık enflasyon oranı, geçtiğimiz yılın aynı ayındaki %11,1'lik artışın ardından endeks tarihindeki en yüksek ikinci ocak enflasyonu olarak kaydedildi.

Manşet enflasyonun aksine, çekirdek enflasyon göstergelerinin yıllık artış oranları baz etkisiyle gerilemedi. B endeksi yıllık enflasyonu sınırlı bir düşüşle %57,1 olurken, C endeksi yıllık enflasyonu %51,9'dan %53'e yükseldi (Grafik 1). Çekirdek enflasyondaki olumsuz görünümde temel mallardaki düşüşe karşılık hizmet enflasyonundaki artışın sürmesi belirleyici oldu.

Grafik 1. Tüfe ve Çekirdek Endeksler (yıllık % değişim)



Grafik 2. Tüfe Alt Endeksleri (yıllık % değişim)



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

** Enerji, gıda ve alkolsüz iç., alkollü iç. ile tütün ürünleri ve altın hariç TÜFE

Kaynak: TÜİK

Ana alt gruplar bazında, hizmetler dışındaki gruplarda yıllık enflasyon gerilerken, hizmet yıllık enflasyonu %55,5'ten %62,4'e yükseldi. Yıllık enflasyondaki düşüş baz etkisinin daha yüksek olduğu enerji grubunda kuvvetli olurken, asgari ücret artışı ve geçmiş enflasyona endeksli fiyat ayarlamaları hizmet enflasyonunun artmasına neden oldu (Grafik 2).

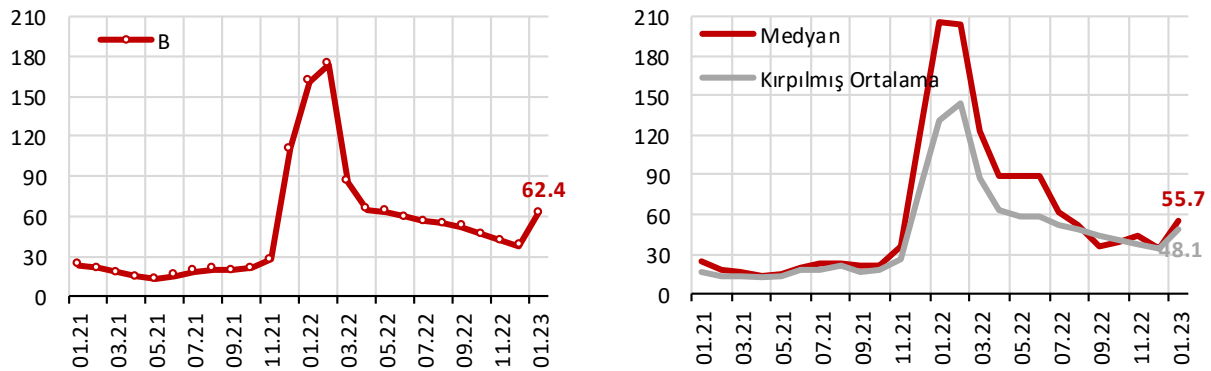
- **Gıda:** Aylık fiyat artış oranı %6,62 (m.a %3,18) ile önceki aylara kıyasla hızlanırken, grup yıllık enflasyonu baz etkisiyle %77,9'dan %71'e geriledi. Aylık artış gıda grubunun geneline

yayılrken, işlenmemiş gıda grubunda taze meyve-sebze dışındaki gıdalar, işlenmiş gıda grubunda ise ekmek-tahıllardaki artışlar öne çıkıyor (Tablo 1). Bununla birlikte, taze meyve-sebzedeki artışın mevsimselliğin ötesine geçmemesi kış aylarında hava koşullarının ılıman seyretmesine bağlanabilir. Diğer taraftan, diğer işlenmemiş gıda grubunda et ürünlerindeki %16,3 artış ile işlenmiş gıda grubunda ekmek-tahıllar ile süt, peynir ve yumurta kalemlerindeki yüksek oranlı artışlar (sırasıyla %5,8 ve %4,6) dikkat çekiyor.

- **Enerji:** Enerji fiyatları, uluslararası fiyatlar ve döviz kurundaki ılımlı seyirden olumlu etkilenmeye devam ediyor. Grup aylık enflasyonu %1,59 olurken, yıllık enflasyonu %94,4'ten %55'e geriledi. Şebeke suyu son 2 ay üst üste %10 civarında gerçekleşen artışlar grup yıllık enflasyonunun daha düşük seviyelere inmesini engelliyor.
- **Temel Mallar:** Döviz kurlarındaki ılımlı seyre rağmen temel mallarda fiyat artışları devam ediyor. Giyim aylık enflasyonu mevsimsel etkilerle eksi değer alırken, mevsimsellikten arındırılmış olarak düşük pozitif seyrederek ana eğilimi sınırlamaya devam etti. Kurdaki istikrara rağmen giyim haricindeki temel mallardaki artışın sürmesi ise hem iç talep koşullarının güçlü seyrettiğine hem de dayanıklı mal sektöründe girdi tedarikine yönelik sorunların devam ettiğine işaret ediyor.
- **Hizmet:** Asgari ücret ve yönetilen fiyatlardaki yüksek artışların hizmet enflasyonu üzerindeki etkisi belirgin görünüyor. Hizmet enflasyonu aylık %12,7 artarak (m.a % 11,5) endeks tarihindeki artış rekorunu kırdı. Önceki en yüksek artış benzer sebeplerle %7,9 ile geçen sene'nin ocak ayına aitti. Artışın alt grupların geneline yayıldığı görülüyor. Asgari ücret ve yönetilen fiyatlardan doğrudan etkilenmeyen kira grubunda da aylık enflasyonun %9,75'e çıkması dikkat çeken bir diğer gelişme.

Enflasyonun ana eğilimi, yüksek oranlı ücret artışları, geçmiş enflasyona endeksli yönetilen fiyat ayarlamaları ve gıda fiyatlarındaki artışlar nedeniyle ocak ayında çok güçlü seyretti (Grafik 3). Hatırlanacağı üzere TCMB ocak ayı faiz karar metninde enflasyonun ana eğiliminde iyileşmeye dikkat çeken güvercin bir ifade kullanmış; yayınladığımız değerlendirme notunda son aylardaki iyileşmenin kalıcı olmadığını ve ocak ayında tersine döneceğini belirterek bu görüşe katılmadığımızı ifade etmiştik. Nitekim B-endeksi eğilimi ocak ayında %62,4'e yükselirken, alt kalemler itibarıyla aylık enflasyon oranlarının dağılımından elde edilen yıllıklandırılmış medyan enflasyon ise %55,7 oldu.

Grafik 3. Enflasyon Eğilimi* (mevs. ard. aylık % değişim, 3 aylık hareketli ort., yıllıklandırılmış)



* Kırılmış ortalama hesaplanırken aylık enflasyon dağılımının iki ucundan yüzde 15'er kesilmiştir.

Kaynak: TÜİK, Akbank

Alt kalemler itibarıyla aylık enflasyon dağılımına göre fiyatlama davranışlarında da bozulma görülüyor. Yayımlı endeksi önceki aya göre artarken, tarihsel ortalamasının da oldukça üzerinde yüksek seyrini sürdürüyor (Grafik 4). TÜFE'nin 5-basamak kırılımındaki alt kalemlerinin mevsimsellikten

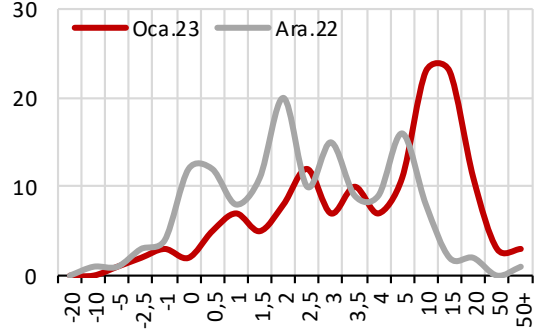
arındırılmış aylık değişimleri ise normal dağılım özelliklerinden uzak görünümünü koruyor ve ocak ayındaki artışların genele yayılan bir karakterde olduğunu teyit ediyor (Grafik 5).

Grafik 4. TÜFE Yayılım Endeksi (mevs. ard., artan-azalan, %)



Kaynak: TÜİK, Akbank

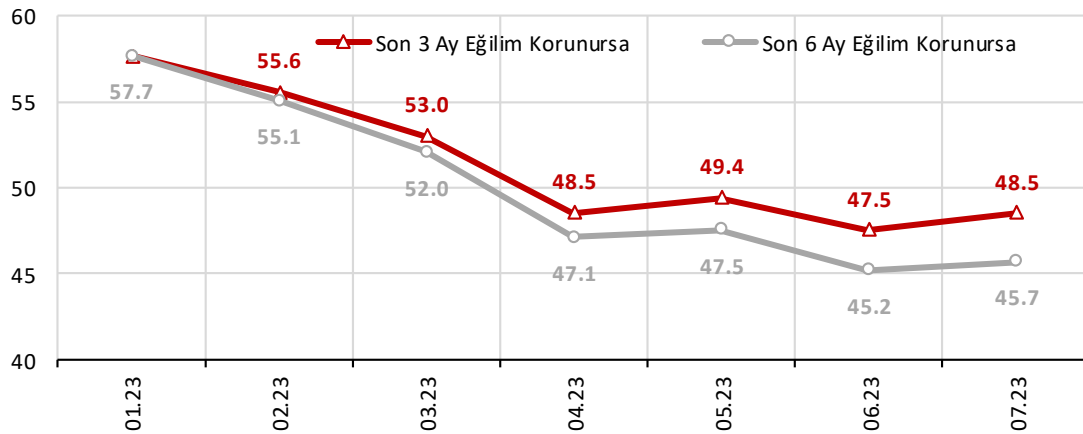
Grafik 5. TÜFE Alt Kalemleri Aylık Enflasyon Histogramı (mevs. ard.)



Kaynak: TÜİK, Akbank

yıllık enflasyonu aşağı çekecek baz etkileri yıl ortasına kadar zayıflayarak da olsa devam edecek. Enflasyonun mevsimsellikten arındırılmış olarak son 3 aydaki ve son 6 aydaki aylık ortalama artışlarını koruduğu iki mekanik senaryoda, yıllık enflasyonun yıl ortası itibarıyla %45'lere doğru gerileyeceği görünüyor (Grafik 6). Ancak mevcut kur politikası altında, asgari ücret artışının ilk yansımaları kayboldukça enflasyonun ana eğilimi iyileşeceğinden, yıllık enflasyonun yılın ilk yarısında mekanik patikaların bir miktar altında seyredeceğini öngörüyoruz.

Grafik 6. TÜFE Yıllık Enflasyonunda Baz Etkileri: Mekanik Bir Egzersiz (%)



Tablo 1. Tüketici Fiyat Endeksi (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Oca.22	Ara.22	Oca.23	Oca.22	Ara.22	Oca.23
TÜFE	11,1	1,2	6,6	48,7	64,3	57,7
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	10,9	1,9	6,6	55,6	77,9	71,0
Alkollü İçecekler ve Tütün	21,9	0,1	11,2	45,3	65,1	50,6
Giyim ve Ayakkabı	-0,2	-1,3	-1,5	25,3	25,9	24,2
Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar	18,9	2,8	3,3	48,4	79,8	56,2
Mobilya, Ev Aletleri ve Ev Bakım Hizmetleri	12,8	4,6	5,6	54,5	73,0	61,9
Sağlık	11,3	5,9	18,4	28,6	66,6	77,2
Ulaştırma	11,1	-4,1	6,3	68,9	54,4	47,7
Haberleşme	2,2	1,1	6,2	10,8	32,6	37,9
Eğlence ve Kültür	8,8	2,5	8,7	34,8	50,0	49,8
Eğitim	1,2	0,2	4,5	18,7	37,3	41,7
Lokanta ve Oteller	8,4	2,6	12,7	50,4	68,5	75,1
Çeşitli Mal ve Hizmetler	8,1	2,4	10,3	43,5	53,8	56,9

Tablo 2. Tüketici Fiyat Endeksi (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Oca.22	Ara.22	Oca.23	Oca.22	Ara.22	Oca.23
TÜFE	11,1	1,2	6,6	48,7	64,3	57,7
Mallar	12,2	1,0	4,5	55,8	67,3	55,8
Enerji	27,4	-2,1	1,6	76,4	94,4	55,0
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	10,9	1,9	6,6	55,6	77,9	71,0
İşlenmemiş Gıda	12,1	1,4	9,2	55,0	73,3	68,8
Taze Meyve ve Sebze	20,8	-3,3	6,4	44,0	78,5	57,2
Diğer İşlenmemiş Gıda	7,9	4,0	11,0	60,6	70,7	75,6
İşlenmiş Gıda	9,8	2,2	4,7	56,2	82,0	73,6
Ekmek ve Tahıllar	7,7	2,6	6,2	61,8	69,5	67,3
Diğer İşlenmiş Gıda	11,0	2,1	4,0	53,2	89,2	77,1
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	7,8	1,7	4,1	48,7	50,5	45,2
Temel Mallar	6,1	1,9	3,2	48,5	49,0	44,8
Giyim ve Ayakkabı	-0,4	-1,5	-1,8	25,0	25,0	23,3
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	6,4	1,9	4,9	56,2	48,1	46,0
Diğer Temel Mallar	10,0	3,6	4,0	51,2	65,9	56,9
Hizmet	7,9	1,9	12,7	29,6	55,5	62,4
Kira	2,8	3,1	9,7	13,9	47,1	57,1
Lokanta ve Oteller	8,4	2,6	12,7	50,4	68,5	75,1
Ulaştırma Hizmetleri	16,9	-0,5	10,2	39,3	88,7	78,0
Haberleşme Hizmetleri	2,4	1,0	8,1	8,7	30,1	37,4
Diğer Hizmetler	9,2	1,7	16,1	30,0	48,1	57,4
TÜFE	11,1	1,2	6,6	48,7	64,3	57,7
ÖKTG-A (Mevsimlik Ürünler Hariç)	11,5	1,5	7,2	50,6	66,3	60,0
ÖKTG-B (İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkollü İç. ve Tütün ile Altın Hariç)	7,5	1,9	7,1	42,7	57,7	57,1
ÖKTG-C (Enerji, Gıda ve Alkolsüz İç., Alkollü İç. ile Tütün ve Altın Hariç)	6,9	1,9	7,7	39,5	51,9	53,0
ÖKTG-D (İşlenmemiş Gıda, Alkollü İç. ve Tütün Hariç TÜFE)	10,4	1,2	6,1	48,0	62,9	56,6
ÖKTG-E (Alkollü İç. ve Tütün Hariç TÜFE)	10,6	1,2	6,5	48,9	64,2	58,1
ÖKTG-F (Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar Hariç TÜFE)	8,8	0,9	6,7	49,3	60,0	56,8

Kaynak: TÜİK

Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE)

Döviz kuru ve uluslararası fiyatlardaki ılımlı seyre karşın, ücret artışlarının etkisiyle Yİ-ÜFE aylık bazda %4,15 arttı. Yıllık üretici enflasyonu ise baz etkisiyle %97,7'den %86,5'e geriledi. Tüketim mallarında daha belirgin olmak üzere enerji dışı sektörlerdeki üretici fiyat artışları tüketici fiyatları üzerinde maliyet yönlü baskıların sürdüğüne işaret ediyor (Tablo 3). Ocak ayı İYA ve PMI anketlerinde de bu yönde sinyaller mevcuttu.

Tablo 3. Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Oca.22	Ara.22	Oca.23	Oca.22	Ara.22	Oca.23
Yurt İçi Üfe	10,4	-0,2	4,2	93,5	97,7	86,5
Ara Mali	9,8	1,7	3,5	106,4	70,9	61,0
Dayanıklı Tüketim	13,1	3,2	7,3	58,5	78,6	69,4
Dayanıksız Tüketim	10,7	4,6	8,2	65,2	101,6	97,1
Enerji	11,9	-10,6	-0,6	142,1	224,7	188,2
Sermaye Mali	9,6	2,4	6,3	63,3	65,2	60,2

Kaynak: TÜİK

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar tarafından hazırlanmıştır.

Ekonomik.arastirmalar@akbank.com

Çağrı Sarıkaya– Baş Ekonomist

Cagri.Sarikaya@akbank.com

Çağlar Yüncüler

Caglar.Yunculer@akbank.com

M. Sibel Yapıcı

Sibel.Yapici@akbank.com

Alp Nasır

Alp.Nasir@akbank.com

YASALUYARI: 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. İç 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, hiğbir 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 iç bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiğbir 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, geręekleřtirilecek 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, geręekleřtirilecek 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 hiğbir şekil ve surette Akbank T.A.ř, Ak Yatırım A.ř ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiğbir 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, iç bu hizmeti vermeye yetkili kurum ve kuruluşlarla temasa geğmesi 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.

