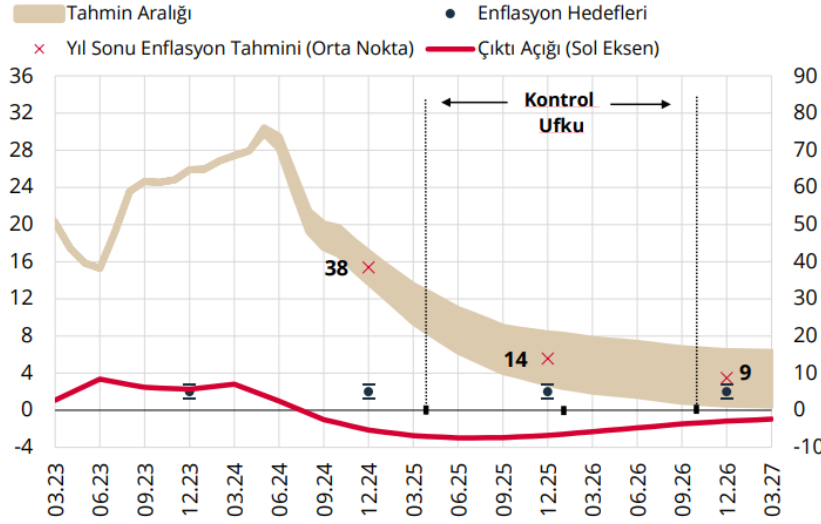


Makro: Dezenflasyon patikası büyük ölçüde korundu

1. Tahminler

TCMB, 2024-II Enflasyon Raporunda 2024 yıl sonu enflasyon tahminini %36'dan %38'e yükseltirken, 2025 ve 2026 sonu tahminlerini sırasıyla %14 ve %9'da sabit tuttu (Grafik 1). Tahmin etrafındaki belirsizlik aralığı 2024 yıl sonu için %34-%42 olarak belirlenirken, 2025 için %7-%21 olarak korundu.

Grafik 1. 2024-II Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Tahmin muhasebesi: 2024 yılsonu enflasyon tahmini için sunulan muhasebeye göre, şubat-nisan dönemindeki enflasyon gerçekleştirmelerinin tahmin patikasının yaklaşık 4 puan üzerinde gerçekleşmesi ve talep koşullarının öngörülenden daha kuvvetli seyretmesi güncellenmenin ana kaynağını oluşturuyor. TL cinsi ithalat fiyatları ile yönetilen/yönlendirilen fiyatlara ilişkin varsayım değişiklikleri tahminlere 0,2'şer puan aşağı yönlü, gıda varsayımındaki değişiklik ise 0,2 puan yukarı yönlü katkı yaptı.

Tablo 1. 2024 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

| | 2024 |
|---|------|
| 2024-I ER Tahmini (%) | 36 |
| 2024-II ER Tahmini (%) | 38 |
| 2024-I Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi | 2.0 |
| Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan) | |
| Enflasyonun Ana Eğilimi | +1,8 |
| Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları | -0,2 |
| Çıktı Açığı | +0,4 |
| Gıda Fiyatları | +0,2 |
| Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar | -0,2 |

2. Varsayımlar

Dış talep: İhracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi varsayımı 2024 için %2,0'den %2,1'e sınırlı yükseltirken, 2025 yılında dış talep koşullarının önceki Rapor'a paralel şekilde gerçekleşeceği ve 2024 yılına kıyasla iyileşeceği varsayıldı. Beklenen büyümeler tarihsel ortalamanın altında.

Gıda fiyatları: Gıda enflasyonu için 2024 yılı varsayımı 0,9 puan artışla %35,5'e güncellenirken, 2025 yılı varsayımı %15'te sabit bırakıldı (Tablo 2). Gıda grubu varsayımının iyimser kalmaya devam ettiği

görüüyor. Nitekim, yılın ilk 4 ayında gıda fiyatları mevsimsellikten arındırılmış ve birikimli olarak %17,3 ile gıda dışı kalemlere göre daha olumsuz bir seyir izliyor ve yıllıklandırılmış olarak daha yüksek bir yıl sonu enflasyonu ima ediyor.

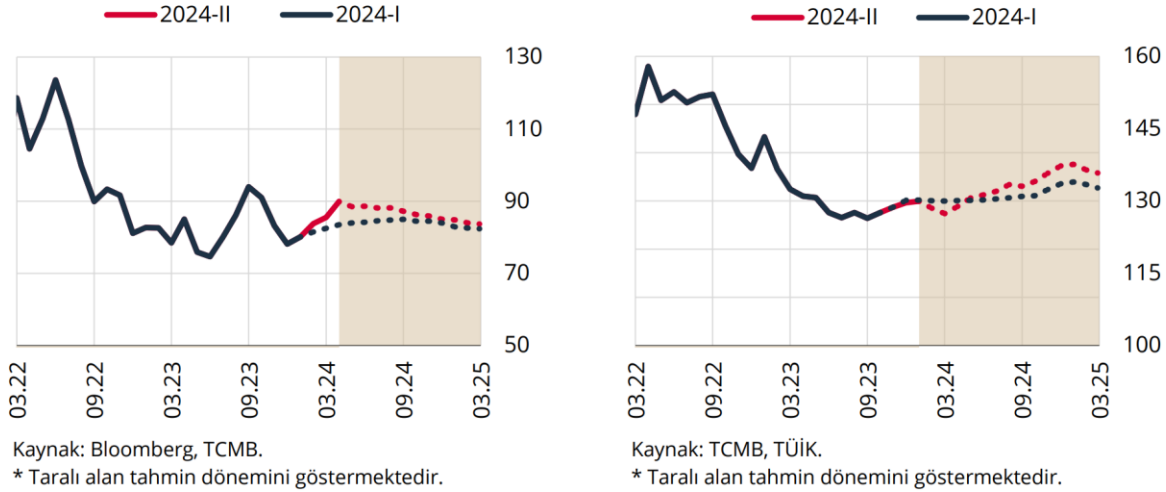
Tablo 2. Varsayımlardaki Güncellemeler*

| | 2024 | 2025 |
|---|----------------|----------------|
| İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim) | 2,1 (2,0) | 2,3 (2,3) |
| Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları) | 86,4 (83,6) | 82,3 (81,2) |
| İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim) | 0,8 (-0,1) | 2,6 (0,7) |
| Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim) | 35,5 (34,6) | 15,0 (15,0) |

* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

Emtia fiyatları: Petrol fiyatları jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle geçen rapor dönemi sonrasında artış gösterdi. Ortalama petrol fiyatı varsayımı 2024 için 83,6 \$'dan 86,4 \$'a yükseltirken; 2025 yılı için 81,2 \$'dan 82,3\$'a güncellendi (Tablo 2 ve Grafik 2).

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



Ekonomik aktivite: Çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü revize edildi (Grafik 1).

- Çıktı açığı tahminlerine göre, önceki raporda Ç1'de soğumaya başlaması öngörülen talep koşullarının tahmin edilenden güçlü seyrettiği görüüyor. Bir başka deyişle, ekonominin Ç1'de ısınmaya devam ettiği teyit edilmiş.
- Sunulan çıktı açığı patikasının 2024-II Enflasyon Raporu'nda yılsonu için %2,6 civarında bir büyüme tahminiyle uyumlu olduğunu hesaplıyoruz. Geçtiğimiz raporda ima edilen 2024 büyümesini %2,0 civarında hesaplamıştık.
- TCMB, ekonominin Ç2 ve Ç3'te bir önceki çeyreğe göre daralacağını (negatif çeyreklik büyüme) öngörüyor. Ekonominin Ç1'deki güçlü momentumu nedeniyle Ç2'de sert bir yavaşlama

mümkün olmayabilir. Ücret politikasını da içeren mali duruşun sıkılaştırılması halinde Ç3'te böyle zayıflama görülmesinin daha muhtemel olduğunu değerlendiriyoruz.

- Çıktı açığından büyüme tahminlerine geçilirken potansiyel büyüme varsayımı önemli oluyor. Farklı çeyreklik potansiyel büyüme varsayımları altında çıktı açığının ima ettiği büyüme tahminleri Tablo 3'te yer alıyor:

Tablo 3. Çıktı Açığı Tahminlerinin İma Ettiği Yıllık Büyüme (%)

| | Potansiyel Çeyreklik Büyüme (%) | | |
|------|---------------------------------|-----|-----|
| | 0,8 | 1,0 | 1,2 |
| 2024 | 1,6 | 2,1 | 2,6 |
| 2025 | 0,3 | 1,1 | 2,0 |
| 2026 | 4,4 | 5,3 | 6,1 |

Döviz kuru: Enflasyon raporlarında açıkça paylaşılmıyor olmakla birlikte, ABD doları cinsinden emtia fiyat varsayımları yukarı yönlü güncellenirken, enflasyon muhasebesinde TL cinsi ithalat fiyatlarının enflasyona katkısının azalması TCMB'nin döviz kuru varsayımını aşağı güncellediğine işaret ediyor.

3. Değerlendirmelerimiz

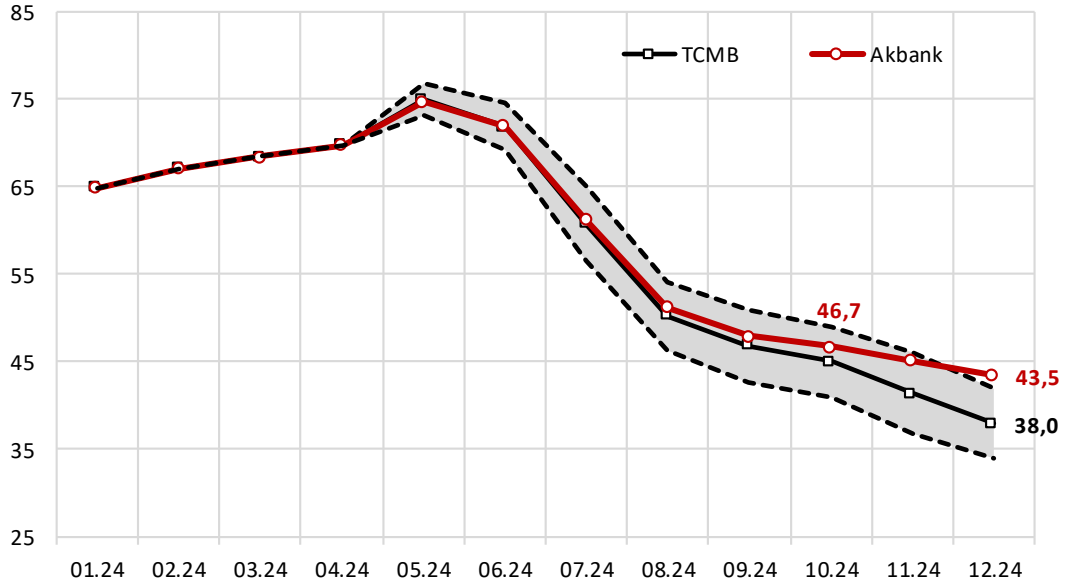
Tahminler yılın ilk yarısı için bizim tahminlerimizle büyük ölçüde örtüşüyor (Grafik 3). Sonrasında üçüncü çeyrekte daha belirgin olmak üzere, ikinci yarıda enflasyon eğiliminin hızla iyileştiği görülüyor.

- TCMB, enflasyonun Mayıs ayında %75 civarında tepe yaptıktan sonra düşüş eğilimine girmesini bekliyor.
- Dezenflasyon patikasına ilişkin olarak, aylık ortalama enflasyonun Temmuz-Eylül döneminde %2,5, Ekim-Aralık döneminde ise %1,5'in bir miktar altında varsayıldığı belirtildi. Önceki raporda Ç3 için tahmin edilen ortalama yine %2,5 iken, Ç4 için ortalama %1,5 idi. Dolayısıyla yeni tahmin patikasında son çeyrekte ana eğilimde daha kuvvetli bir yavaşlama söz konusu.
- Geçtiğimiz rapordan bu yana talep koşullarının ve enflasyon eğiliminin öngörülenden güçlü seyretmiş olması, mevcut enflasyon hedefine ulaşabilmek için daha değerli bir TL gerektiriyordu. Tahmin muhasebesinin ima ettiği ABD doları/TL kurunun yılsonu için 36'dan 34 civarına güncellendiğini tahmin ediyoruz.
- Üst bandın %42 olarak sabit kalmasını enflasyonla mücadele konusunda taviz yok mesajı verilmesi açısından olumlu buluyoruz.

Enflasyonun yılsonunda tahmin bandı içerisinde kalma ihtimali üzerinde mali duruş ve yönetilen fiyatlara bağlı riskler bulunuyor.

- Yılın ikinci yarısı için elektrik ve doğal gaz fiyat ayarlamalarının miktarı ve zamanlamasını, enflasyon patikası üzerindeki en büyük belirsizlik unsuru olarak değerlendiriyoruz.
- Bu risklere istinaden yıl sonu enflasyon tahminimiz %43,5.

Grafik 3. Yıllık Enflasyon Tahminleri



Kaynak: TCMB, Akbank.

Not: TCMB tahmin patikası Enflasyon Raporu'ndaki görselden yararlanılarak tarafımızca türetilmiştir.

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar tarafından hazırlanmıştır.

Ekonomik.arastirmalar@akbank.com

Çağrı Sarıkaya– Baş Ekonomist

Cagri.Sarikaya@akbank.com

Çağlar Yüncüler

Cağlar.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 Őekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İř bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Akbank TAŐ, Ak Yatırım AŐ ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAŐ ve Ak Yatırım AŐ her an, hiğbir Őekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldıracaktır. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iř bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiğbir Őekil ve surette Akbank TAŐ ve Ak Yatırım AŐ'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 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, 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 hiğbir Őekil ve surette Akbank T.A.Ő, Ak Yatırım A.Ő ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiğbir Őekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Akbank TAŐ, Ak Yatırım AŐ 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, iř 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 Őirketleri, 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.

