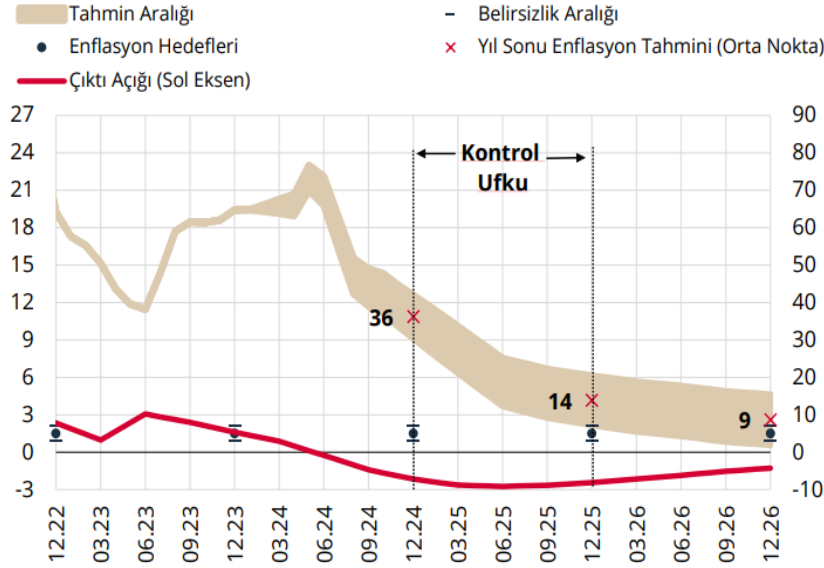


Makro: Parasal duruşa dair ileriye dönük yönlendirmenin değiştirilmesiyle enflasyon tahminleri korundu

1. Tahminler

TCMB, 2024-I Enflasyon Raporunda 2024 ve 2025 sonu enflasyon tahminlerini sırasıyla %36 ve %14 olarak korurken, 2026 sonu tahminini de %9 olarak paylaştı (Grafik 1).

Grafik 1. 2024-I Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Tahmin muhasebesi: 2024 yılsonu enflasyon tahmini için sunulan muhasebeye göre, toplam talep koşullarının ve ücret artışlarının TCMB'nin ekim öngörülerinden daha kuvvetli gerçekleşmesine ek olarak TL cinsi ithalat fiyatı ve gıda fiyatı varsayımlarının yukarı yönlü güncellenmesi tahmini yukarı iten faktörler oldu. Hatırlanacağı üzere, Ocak PPK kararını değerlendirdiğimiz raporumuzda ([Makro: TCMB faiz artış döngüsünü sonlandırdı](#)) maliyet ve talep yönlü unsurlarındaki gelişmelerin TCMB'nin ekim senaryosuna ilave enflasyonist etkisini en az 3 puan olarak hesapladığımızı not etmiştik. Bu kapsamda, parasal duruş güncellenmeden yılsonu tahminini değiştirmeyecek bir muhasebenin zor olduğunu ifade etmiştik. Nitekim basın toplantısında "politika faizinin önceki rapora kıyasla daha uzun süre mevcut düzeyinde korunacağı" iletişimi yapılarak enflasyon ana eğiliminin daha zayıf seyredeceği öngörüsü paylaşıldı. Böylelikle yılsonu enflasyon tahmini değişmedi (Tablo 1 ve Grafik 1).

Tablo 1. 2024 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

	2024
2023-IV ER Tahmini (%)	36
2024-I ER Tahmini (%)	36
2023-IV Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	0
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)	
Enflasyon Ana Eğilimi	-3,2
Birim İş Gücü Maliyeti	+1,5
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	+0,5
Çıktı Açığı	+0,4
Gıda Fiyatları	+0,9
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	-0,1

2. Varsayımlar

Dış talep: İhracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi varsayımında güncelleme yapılmadı. 2024'te dış talebin %2,0 oranında büyüyeceği varsayılıyor (Tablo 2). 2025 yılında dış talep koşullarının bir miktar daha iyileşeceği varsayılırken, beklenen büyümeler tarihsel ortalamanın altında.

Gıda fiyatları: Gıda enflasyonu 2023 yılında TCMB tahmininin üzerinde gerçekleşti. 2024 yılı için varsayım 3,6 puan artışla %34,6'ya güncellenirken, 2025 yılı varsayımı %15 olarak belirlendi (Tablo 2). Yıllonları itibarıyla, son dört senede gıda enflasyonunun TÜFE'nin ortalama 8,6 puan üzerinde gerçekleştiğini not ederek, mevcut talep ve maliyet koşulları altında 2024 yılı için gıda varsayımının biraz iyimser olduğunu değerlendiriyoruz.

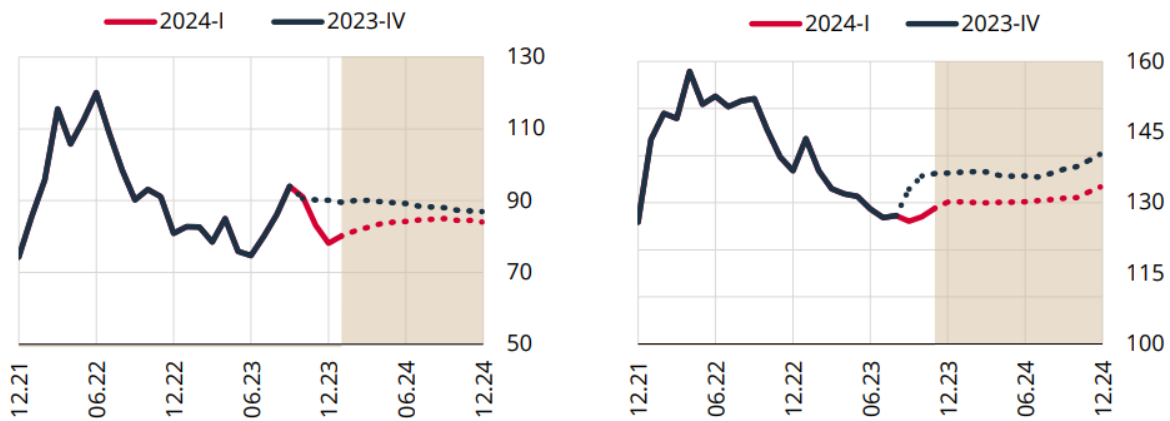
Tablo 2. Varsayımlardaki Güncellemeler*

	2023	2024	2025
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,7 (1,7)	2,0 (2,0)	2,3 (-)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	82,7 (84,2)	83,6 (88,7)	81,2 (-)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	-11,6 (-10,0)	-0,1 (2,7)	0,7 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	72,0 (66,7)	34,6 (31,0)	15,0 (-)

* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki değerleri göstermektedir.

Emtia fiyatları: Petrol fiyatları son üç aylık dönemde geçen rapordaki varsayımlara göre daha düşük gerçekleşti. Ortalama petrol fiyatı varsayımı 2024 için 88,7 \$'dan 83,6 \$'a indirilirken; 2025 yılı için 81,2 \$ olarak belirlendi (Tablo 2 ve Grafik 2).

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Ekonomik aktivite: Çıktı açığı tahminlerinde bir miktar yukarı yönlü revizyona gidildi (Grafik 1 ve 3).

- Talep koşullarında dengelenmenin başlamasına rağmen iç talep koşullarının hala güçlü olduğu ve son asgari ücret artışı kaynaklı talep yönlü risklere dikkat çekildi. Tahmin muhasebesinde de toplam talep koşullarının geçen rapor dönemine kıyasla daha enflasyonist olduğu görülüyor.
- Sunulan çıktı açığı patikasının 2024 yılı için %2,0 civarında bir büyüme tahminiyle uyumlu olduğunu hesaplıyoruz. Geçtiğimiz raporda ima edilen 2024 büyümesini %1,5 civarında hesaplamıştık ([Makro: Büyümeden ödün veren makul bir dezenflasyon hikâyesi](#)). 2025 ve 2026 içinse öngörülen büyümenin %3,0 ve %6,0 olduğunu düşünüyoruz.
- 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	0,6	1,2	2,0
2025	1,4	2,2	3,0
2026	4,3	5,1	6,0

Döviz kuru: Enflasyon raporlarında açıkça paylaşılmıyor olmakla birlikte, enflasyon tahmininde TL/\$ için kademeli değer kaybıyla 2024 yılsonu için 36 civarında bir değer varsayılmaya devam ettiğini değerlendiriyoruz.

3. Değerlendirmelerimiz

Tahminler yılın ilk yarısı için bizim tahminlerimize yakın. Son çeyrekte daha belirgin olmak üzere, ikinci yarıda enflasyon eğiliminin hızla iyileştiği görülüyor (Grafik 3).

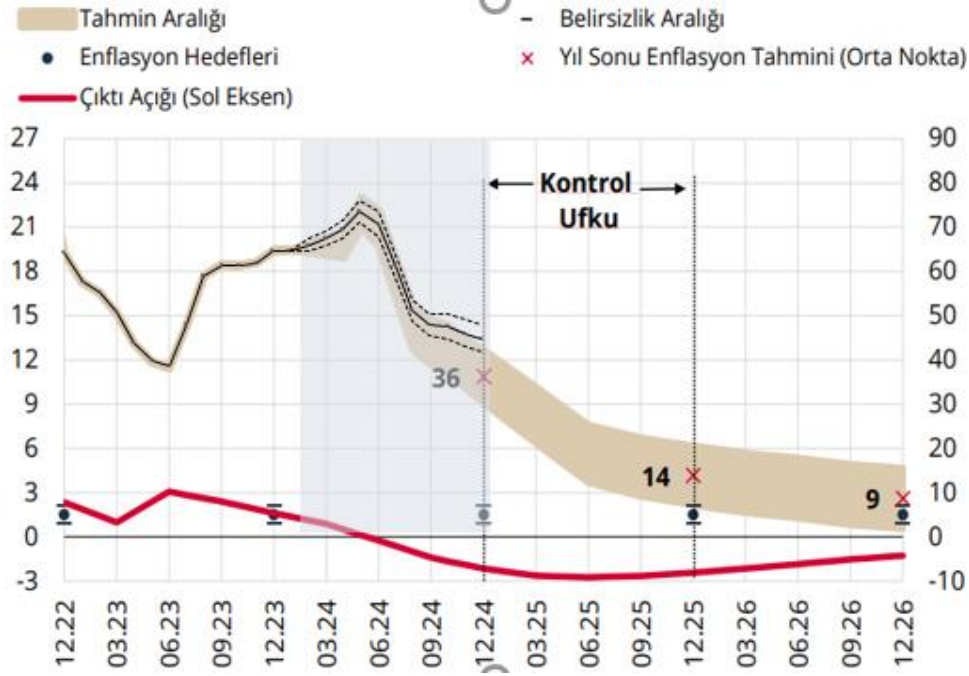
- TCMB, enflasyonun Mayıs ayında %73 civarında tepe yaptıktan sonra düşüş eğilimine girmesini bekliyor.
- Dezenflasyon patikasına ilişkin olarak, aylık ortalama enflasyonun Şubat-Haziran döneminde %3,0, Temmuz-Eylül döneminde %2,5, Ekim-Aralık döneminde ise %1,5 civarında varsayıldığı belirtildi.
- Rapordaki görselden hareketle, Ekim-Aralık dönemi için mevsimsellikten arındırılmış ortalama aylık enflasyonu %1,0 düzeyinde (yıllıklandırılmış %12,7) hesaplıyoruz.

Enflasyon, tahmin bandı içinde kaldığı sürece, geçmiş iletişimle uyumlu şekilde, ilave faiz artırımını gerçekleştirmeyeceği anlaşılıyor.

- Ocak PPK kararındaki mesajlar güçlü bir şekilde tekrarlandı. Yenilik olarak ***"bir önceki rapora göre daha uzun süre mevcut faiz düzeyini koruyacağız"*** mesajıyla erken bir faiz indirim beklentisinin önüne geçilmek isteniyor.
- Mevcut parasal duruşun ***mutlak ve yeterince sıkı*** olduğu değerlendiriliyor. Olası bir ilave faiz artırımını biraz muğlak bir koşula bağlanıyor: "Enflasyonun belirgin ve kalıcı şekilde öngörülen patikadan sapması durumunda parasal duruş sıkılaştırılacaktır" mesajı gerçek hedefin ne olduğu konusunda netlik içermiyor. Örneğin, enflasyonun bir süre tahmin bandının üst sınırına yakın seyretmesi durumunda parasal duruşun güncellenip güncellenmeyeceği sorusu yanıtız kalıyor.

- Yılın ikinci yarısında enflasyon eğiliminde arzulan düşüşün kaydedilmediği ve belirtilen ilave sıkılaştırma şartlarının olduğu durumda verilecek politika tepkisi, 2024 sonundan çok 2025 yılı enflasyonunu ilgilendireceğinden, olası bir faiz artışının zamanlamasını önemli görüyoruz.

Grafik 3. Yıllık Enflasyon Tahminleri



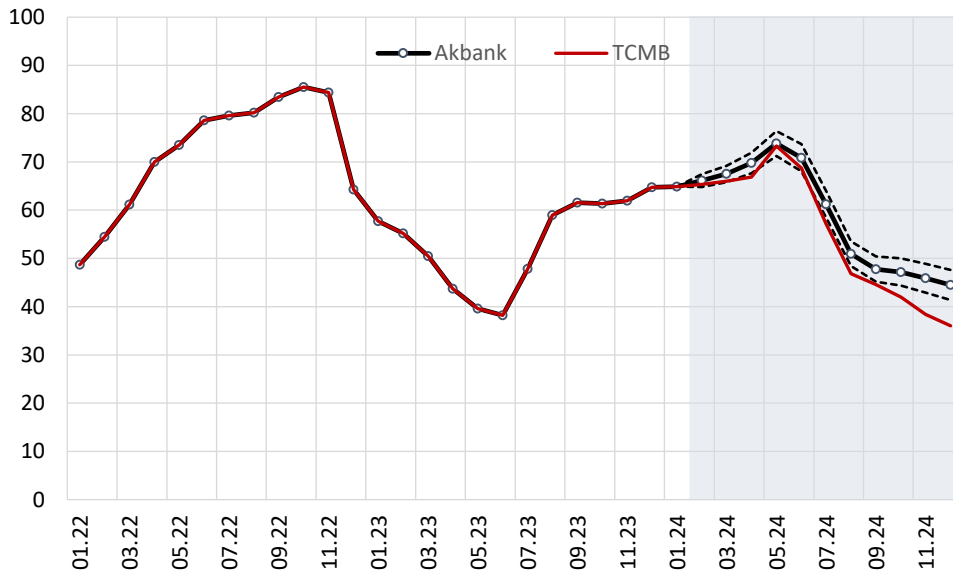
Kaynak: TCMB, Akbank.

Not: Siyah çizgi geçmiş dönem gerçekleştirmelerini ve Akbank Ekonomik Araştırmalar'ın tahminlerini göstermektedir.

Mevcut parasal ve mali duruş altında enflasyonun yılsonunda tahmin bandı içerisinde kalma ihtimalini düşük görüyoruz.

- Mevcut koşulların, TCMB'nin baz senaryosuna göre hem talep hem maliyet yönünden daha enflasyonist bir tablo ortaya koyduğunu düşünüyoruz.

Grafik 4. Yıllık Enflasyon Tahminleri



Kaynak: TCMB, Akbank.

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

- (i) Politika faizinin yıl sonuna kadar %45 düzeyinde sabit tutulacağı, (ii) maliye politikasının geçen yıldakine benzer bir faiz dışı bütçe açığıyla destekleyici bir duruş sergileyeceği, (iii) döviz kurundaki kontrollü değer kaybının yıl boyunca devam edeceği, (iv) Brent petrol fiyatının ortalama 80\$ düzeyinde seyredeceği, (v) birikimli maliyet baskıları nedeniyle seçim sonrasında hanehalkı elektrik ve doğal gaz fiyatlarında oldukça yüksek bir artışa gidileceği, (vi) yıl ortasında asgari ücrete ilave ayarlama yapılmayacağı, (vii) yıl genelinde büyümenin enflasyon raporu projeksiyonlarına kıyasla daha ılımlı bir ölçüde yavaşlayacağı varsayımları altında modellerimizin ortalaması %45'e yakın (%41,4-%47,6 aralığında) bir yılsonu enflasyon tahminine işaret ediyor (Grafik 3 ve 4).
- Bu varsayımlara kıyasla daha sıkı bir makro politika duruşu belirlenmesi halinde tahminimizi aşağı yönlü güncelleyebiliriz. Raporu yer verilen "asgari ücretin yılın ikinci yarısında güncellenmeyeceği" varsayımına karşılık, seçim sonrası için öngördüğümüz enerji fiyat ayarlamalarının ücretlerde ilave ayarlama ihtiyacı doğurma ihtimalini baz tahminimiz üzerinde önemli bir yukarı yönlü risk unsuru olarak değerlendiriyoruz.

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

YASAL UYARI: Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekilde, 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

