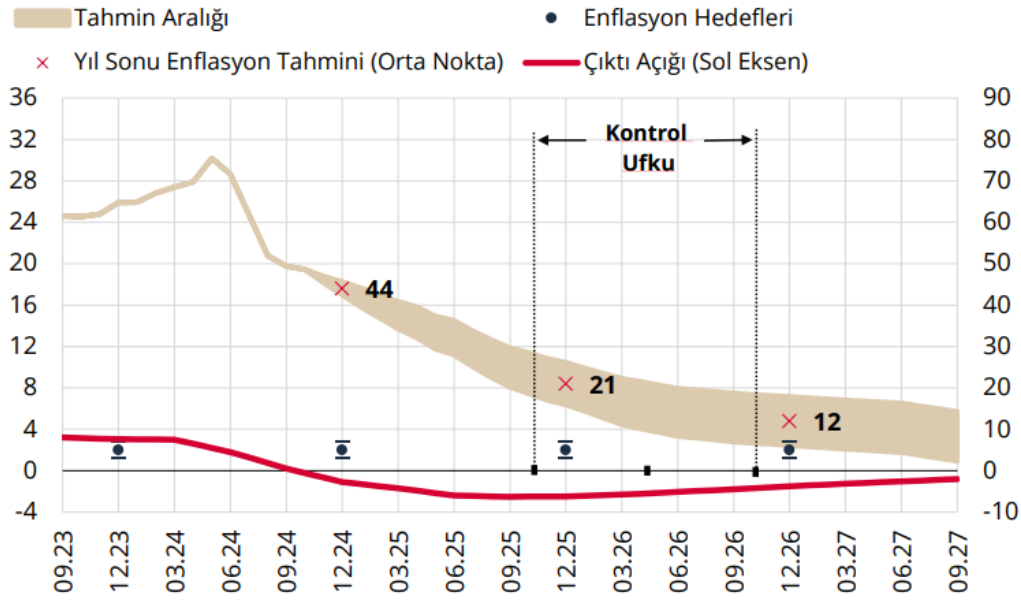


Makro: TCMB enflasyon tahminlerini yukarı güncelledi; ancak enflasyonist görünüme daha sıkı bir parasal duruşla tepki vermeyecek

1. Tahminler

TCMB, 2024-IV Enflasyon Raporunda 2024, 2025 ve 2026 yılsonu enflasyon tahminlerini sırasıyla %44, %21 ve %12'ye yükseltti (Grafik 1). Bir önceki enflasyon raporunda tahminler sırasıyla %38, %14 ve %9 idi. Enflasyon tahminleri için belirsizlik aralığı 2024 için %42-%46, 2025 için %16-%26 olarak güncellenirken, 2026 için %6-%18 olarak belirlendi.

Grafik 1. 2024-IV Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Tahmin muhasebesi: 2024 ve 2025 yılsonu enflasyon tahminlerindeki yukarı yönlü belirgin güncellemede büyük ölçüde ana eğilimdeki iyileşmenin beklendiği hızda gerçekleşmemesi nedeniyle "başlangıç koşulları, enflasyon ana eğilim ve ataleti" kalemi ve gıda enflasyonu varsayımındaki yukarı yönlü güncelleme öne çıktı. Bunların haricinde TL cinsi ithalat fiyatı ve çıktı açığı tahminlerindeki değişiklik de enflasyon tahminlerini yükseltti.

2025 yılına ilişkin yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamaları varsayımı da tahmin güncellemesine 0,9 puan katkı yaptı. Raporda bu duruma ilişkin olarak "elektrik fiyatlama dinamiğine yönelik yürürlüğe konulan düzenlemeler, tüketici enflasyonu üzerinde, bir önceki enflasyon raporunda varsayılanlara kıyasla yukarı yönlü etki oluşturmuştur. Bunun yanı sıra, enflasyon tahmininin yukarı yönlü güncellenmesine bağlı olarak yönetilen yönlendirilen fiyatlara ilişkin varsayımlar da güncellenmiştir" açıklamasına yer verildi.

Tablo 1. 2024 ve 2025 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

	2024	2025
ER 2024-III Yıl Sonu Tahmini (%)	38	14
ER 2024-IV Yıl Sonu Tahmini (%)	44	21
ER 2024-III Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi (% Puan)	6	7
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)		
Gıda Fiyatları	+1,6	+1,9
Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları	+0,2	+0,5
Çıktı Açığı	+0,3	+0,2
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar	-	+0,9
Başlangıç Koşulları, Enflasyon Ana Eğilimi ve Ataleti	+3,9	+3,5

2. Varsayımlar

Dış talep: Dış talep görünümüne ilişkin varsayım değişmedi. Beklenen ihracat ağırlıklı küresel büyüme 2024 için %2,0, 2025 için %2,4 ile tarihsel ortalamanın altında.

Gıda fiyatları: 2024 ve 2025 yılı gıda enflasyonu varsayımları sırasıyla %41,8 ve %22,5'e (önceki sırasıyla %35,5 ve %15) güncellendi (Tablo 2). Bu yıl içinde enflasyon raporuna ilişkin yayımladığımız makro notlarımızda gıda varsayımının iyimser kaldığını vurgulamıştık. Bu değişiklikte geçmiş öngörülerimiz teyit edilmiş oldu.

Bu yılın ilk 10 ayında gıda fiyatlarındaki birikimli artış %34,9 olduğundan, bu seneki varsayımın tutması için kalan iki aydaki birikimli fiyat artışının %4,9 olması gerekiyor. Bu artış oranı mevsimsellikten arındırılmış olarak aylık gıda enflasyonunda yavaşlama ima ediyor. Son iki aydaki taze meyve ve sebze kaynaklı hızlanmanın bir düzeltilmesi olması durumunda bu tahmini ulaşılabilir buluyoruz. Yine de enflasyon tahmini üzerinde işlenmemiş gıda kaynaklı yukarı yönlü risklerin devam ettiğini düşünüyoruz.

Tablo 2. Varsayımlardaki Güncellemeler

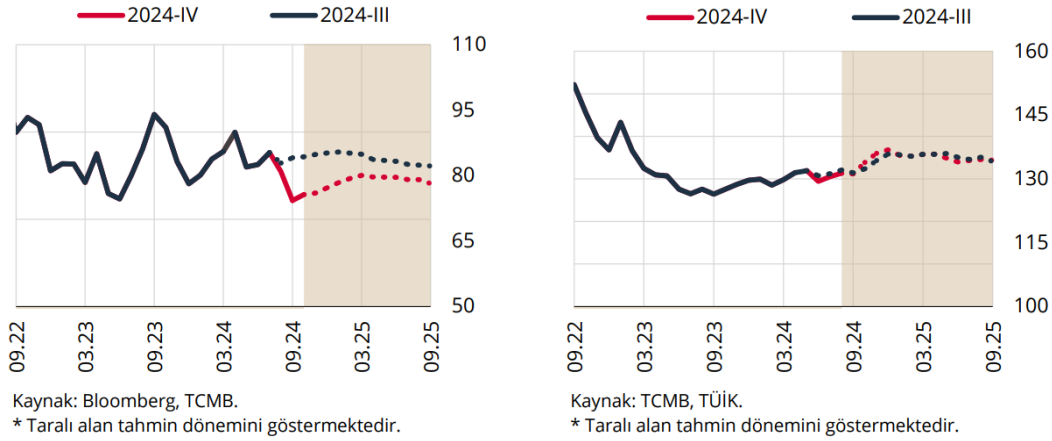
		ER 2024-III	ER 2024-IV
Küresel Büyüme Endeksi* (Yıllık Ortalama % Değişim)	2024	2,0	2,0
	2025	2,4	2,4
Petrol Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama)	2024	84,2	81,1
	2025	82,9	78,8
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama % Değişim)	2024	0,7	0,8
	2025	2,8	2,8
Gıda Fiyatları (Yıl Sonu % Değişim)	2024	35,5	41,8
	2025	15,0	22,5

* Türkiye'nin ihracat yaptığı 110 ülkenin büyüme oranları ve ihracattaki payları kullanılarak oluşturulmuştur.

Emtia fiyatları: Petrol fiyatları geçen rapor dönemindeki varsayımın altında seyretti. Buna bağlı olarak ortalama petrol fiyatı varsayımı 2024 için 84,2\$'dan 81,1\$'a; 2025 yılı için varsayım 82,9\$'dan 78,8\$'a indirildi (Tablo 2 ve Grafik 2). Enerji emtia fiyatlarındaki düşüşe rağmen, enerji dışı emtia fiyatlarına

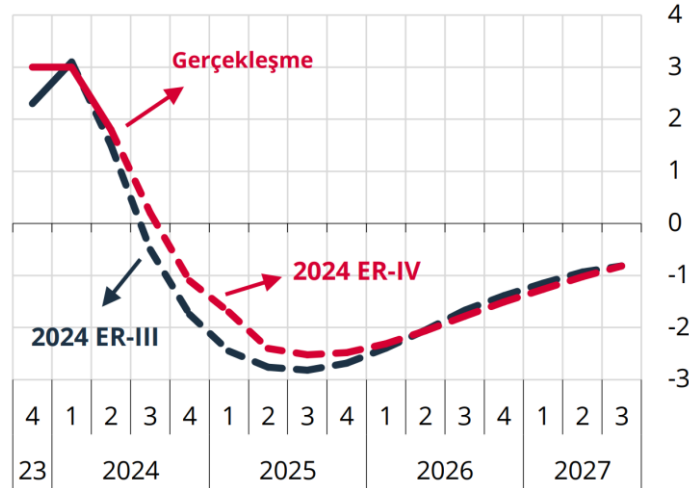
ilişkin görünümün daha olumsuz dönmeleriyle ithalat fiyatlarının geneline ilişkin varsayımlardaki güncelleme sınırlı kaldı.

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



Ekonomik aktivite: Çıktı açığı tahminleri önceki raporlarda olduğu gibi gerçekleştirmelere bağlı olarak yukarı yönlü revize edildi (Grafik 1 ve 3). Dolayısıyla iktisadi faaliyetin talep koşullarının dezenflasyonist etkisi geçen rapora göre azaldı.

Grafik 3. TCMB Çıktı Açığı Tahminleri



- Çıktı açığı tahminlerinin ekonominin Ç3'te bir önceki çeyreğe göre daralacağı (negatif çeyreklik büyüme), Ç4'te ise yataya yakın seyredeceği bir görünüme işaret ettiğini hesaplıyoruz. 2025 yılı son çeyreğine kadar potansiyel-altı çeyreklik büyümelerle (negatif çıktı açığının derinleşmesiyle) toplam talep koşullarının dezenflasyonist katkısının artacağı tahmin ediliyor. 2025'in son çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyetin çeyreklik büyümesinin potansiyelini yakalaması ve sonrasında da potansiyeli aşması bekleniyor.
- Sunulan çıktı açığı patikasının 2024 için %2,5 civarında bir büyüme tahminiyle uyumlu olduğunu hesaplıyoruz. Geçtiğimiz rapordaki 2024 büyümesini %3,0 civarında hesaplamıştık. Bu değişiklik 2023 yılı büyümesinin %4,5'ten %5,1'e güncellenmesi kaynaklı baz etkisini yansıtır. 2025 için ima edilen büyüme tahminini ise %1,5 olarak hesaplıyoruz.
- 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	2,2	2,4	2,6
2025	0,0	0,7	1,5
2026	3,6	4,5	5,3

Döviz kuru: Enflasyon raporlarında açıkça paylaşılmıyor olmakla birlikte, TCMB'nin döviz kuru varsayımını önceki rapor dönemine göre önemli bir değişiklik göstermediğini düşünüyoruz. Mevcut tahminlerin ABD doları/TL kuruna ilişkin olarak 2024 yıl sonu için 35,0, 2025 yıl sonu için 41,0 civarında bir değer ima ettiğini değerlendiriyoruz.

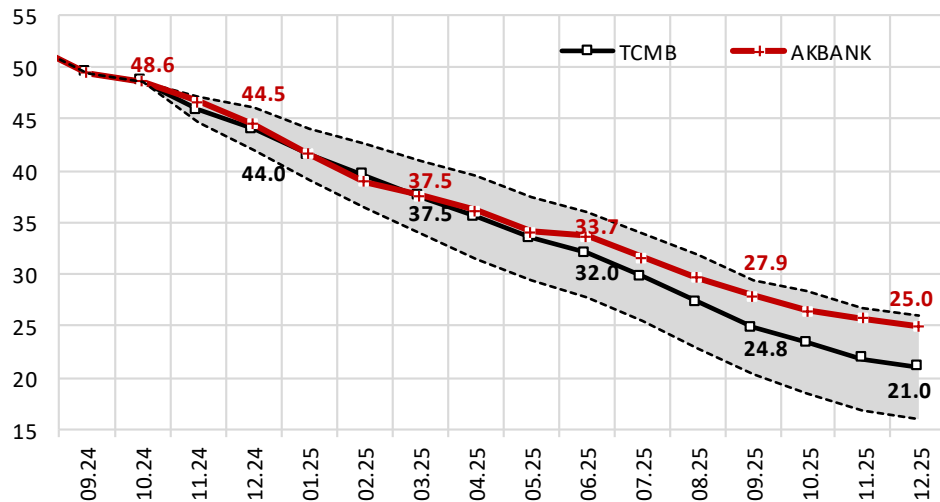
3. Değerlendirmelerimiz

Tahminler, parasal duruş açısından geçmişe göre daha güvercin ve Aralık'ta faiz indirme niyetini destekleyen bir çerçeve sunuyor.

- 2024 sonu tahmini 6 puan yukarı güncellenirken 2025 sonu tahmininin 7 puan yukarı güncellenmesi, kısa vadedeki enflasyonist görünüme daha sıkı bir parasal duruşla tepki verilmeyeceği anlamına geliyor.
- Böylelikle TCMB, 2025 yılında enflasyonu %20'nin altına çekebilmek için gereken parasal sıkılık derecesini (çok yüksek reel faiz ve büyümeden fedakarlık) sağlayamayacağını kabul ediyor.

TCMB grafiğinden çıkardığımız aylık enflasyon patikası ile kendi tahminlerimizi kıyasladığımızda yılın ilk beş ayında tahminlerimizin birbirine oldukça yakın olduğu görülüyor (Grafik 4).

- Tahminlerimiz yıl boyunca TCMB bandının içinde kalmakla birlikte, Haziran'dan itibaren resmi patikadan ayrışıyor. Bu ayrışmanın, raporda açıkça paylaşılmayan büyüme ve döviz kuru projeksiyonlarından kaynaklandığını düşünüyoruz. TCMB, 2025 sonu enflasyonunu %21'e düşürecek büyüme oranını %1,5 civarında öngörüyor, ancak OVP'de yer alan büyüme tahmini %4,0 ile çok daha yüksek. Büyümenin daha kuvvetli olması durumunda enflasyon bizim tahminimize yaklaşacaktır.

Grafik 4. Yıllık Enflasyon Tahminleri⁽¹⁾

Kaynak: TCMB, Akbank.

(1) 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

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. 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 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 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.

