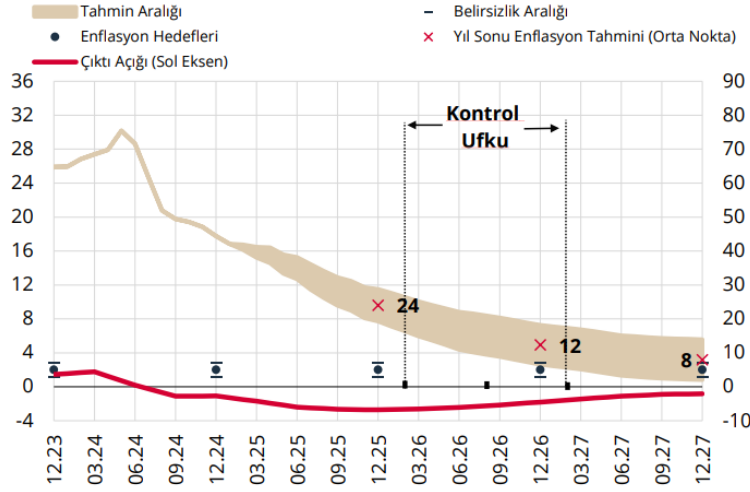


Makro: Kısa vadeli enflasyon tahmini yükseldi; ancak enflasyon sürprizine politika tepkisi gelmeyecek

1. Tahminler

TCMB, yılsonu enflasyon tahminini 2025 için %21'den %24'e yükseltirken, 2026 için %12 olarak korudu; 2027 için ise %8 olarak belirledi (Grafik 1). Enflasyon tahminleri için belirsizlik aralığı 2025 için %19-%29 olarak güncellenirken, 2026 için %6-%18 olarak korundu. 2027 için belirsizlik aralığı açıkça belirtilmesi de %1-%15 gibi görünüyor.

Grafik 1. 2025-I Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Tahmin muhasebesi: 2025 yılsonu enflasyon tahminindeki yukarı yönlü güncellemede i) TÜFE sepetindeki ağırlıkların hizmetler lehine değişmesinin neden olduğu mekanik artış (+0,8 puan) ii) gıda enflasyonu varsayımının yükseltilmesi (+0,5 puan) ve iii) büyük ölçüde SGK Sağlık Uygulama Tebliğinde (SUT) muayene katılım paylarının güncellenmesi nedeniyle yönetilen/yönlendirilen fiyatların katkısının yükseltilmesi (+1,7 puan) etkili oldu. Rapordaki grafik ve tablolardan ABD doları cinsinden ithalat fiyatı varsayımı ve çıktı açığı projeksiyonlarında kısmen değişiklik olduğu gözlenirse de bu değişikliklerin enflasyon tahminlerine etkisine dair bir iletişim Raporda yer almadı.

Tablo 1. 2025 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

	2025
2024-IV ER Tahmini (%)	21,0
2025-I ER Tahmini (Yeni TÜFE Ağırlıklarıyla, %)	21,8
2025-I ER Yıl Sonu Tahmini (%)	24,0
2024-IV Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi (% Puan)	2,2
Tahmin Güncellemesinin Kaynakları (% Puan)	
Gıda Fiyatları	+0,5
Yönetilen- Yönlendirilen Fiyatlar	+1,7

Kaynak: TCMB.

2. Varsayımlar

Dış talep: Dış talep görünümüne ilişkin varsayım aşağı güncellendi. Beklenen ihracat ağırlıklı küresel büyüme 2025 için %2,4'ten %2,2'ye çekilirken, 2026 yılında dış talepte ılımlı toparlanma varsayıldı. Her iki tahmin de tarihsel ortalamaların altında kalan bir dış talep görünümü varsayıldığına işaret ediyor. Son dönemde ana ticaret ortağımız olan Avrupa'da büyüme görünümüne ilişkin beklentilerdeki bozulma aşağı yönlü güncelleme için sürükleyicisi olurken, uluslararası ticaret politikalarına ilişkin artan belirsizliklerin küresel büyüme tahminleri üzerindeki aşağı yönlü riskleri arttırdığı da vurgulandı.

Gıda fiyatları: 2025 yılı gıda enflasyonu varsayımı %22,5'ten %24,5'e güncellendi (Tablo 2). Bu güncelleme 2025 yıl sonu enflasyon tahmininin 0,5 puan yükselmesine neden oldu. 2025 yılına ilişkin gıda fiyatları varsayımındaki güncelleme işlenmemiş gıda ürünlerinden kaynaklandı. 2026 yılı için gıda enflasyon varsayımı %13,5 ile manşet enflasyonun üzerinde belirlendi.

Her ne kadar gıda varsayımındaki güncelleme işlenmemiş gıda kaynaklı gerçekleşse de, ocak ayında işlenmiş gıda enflasyonunda görünüm de oldukça bozuktur. Özellikle ücret artışlarından hızlı şekilde etkilenen ekmek fiyatlarında kuvvetli artış gerçekleşirken, süt ve süt ürünlerinde çiğ süt alım fiyatı güncellemesi kaynaklı fiyat ayarlamaları ile şekerlemelerde süregelen artışlar da grup enflasyonunu olumsuz etkiledi. Enflasyon tahmini üzerinde işlenmiş gıda kaynaklı yukarı yönlü risklerin de göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz.

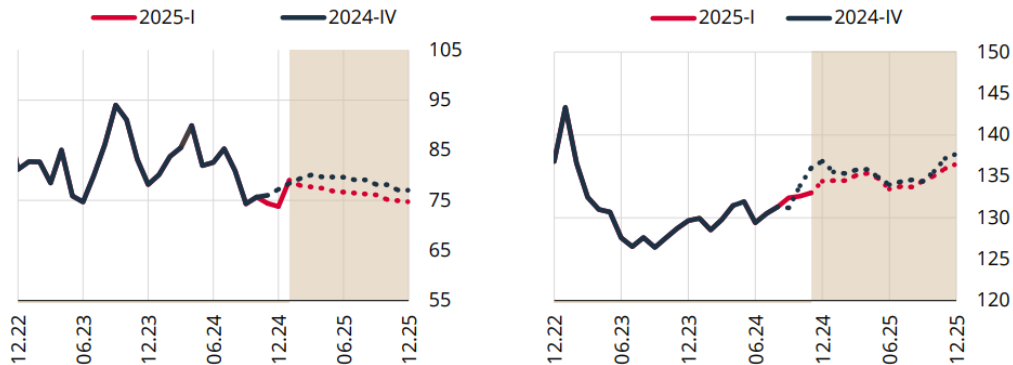
Tablo 2. Varsayımlardaki Güncellemeler

	2024	2025	2026
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,9 (2,0)	2,2 (2,4)	2,4 (-)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	80,7 (81,1)	76,5 (78,8)	74,0 (-)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,5 (0,8)	2,6 (2,8)	0,6 (-)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	43,6 (41,8)	24,5 (22,5)	13,5 (-)

* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

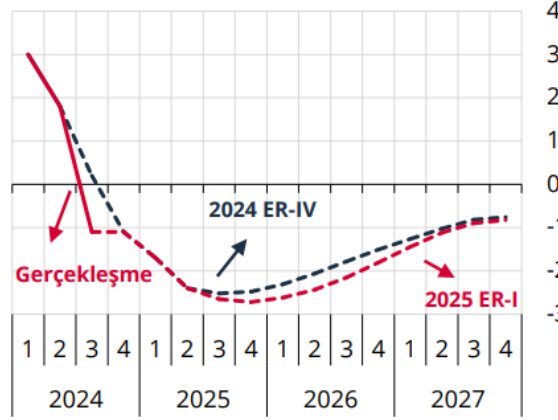
Emtia fiyatları: Petrol fiyatları geçen rapor dönemindeki varsayımın altında seyretti (Grafik 2). Buna bağlı olarak ortalama petrol fiyatı varsayımı 2025 yılı için 78,8 \$'dan 76,5\$'a indirildi (Tablo 2). 2026 yılı içinse petrol fiyatlarında düşüş öngörüldü. İthalat fiyatlarının geneline ilişkin varsayımlardaki güncelleme ise daha sınırlı kaldı.

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



Ekonomik aktivite: Çıktı açığı tahmini aşağı yönlü revize edildi (Grafik 1 ve 3). Dolayısıyla iktisadi faaliyetin talep koşullarının dezenflasyonist etkisi geçen rapora göre arttı. Buna rağmen, tahmin muhasebesinde buna dair bilgi paylaşılmadı.

Grafik 3. TCMB Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: TCMB.

- Çıktı açığı tahminlerinin 2024 Ç4 için potansiyelle yakın bir çeyreklik büyüme beklendiğine işaret ettiğini görüyoruz. Bir önceki raporda potansiyel-altı seyir 2025 son çeyreğinde son bulurken, yeni tahminlere göre 2025 yılı boyunca potansiyel-altı çeyreklik büyümeler bekleniyor. 2026'nın ilk çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyetin çeyreklik büyümesinin potansiyelini yakalaması ve sonrasında da potansiyeli aşması bekleniyor.
- Sunulan çıktı açığı patikasının 2024 için %2,7 civarında bir büyüme tahminiyle uyumlu olduğunu hesaplıyoruz. 2025 için ima edilen büyüme tahminini ise %2,5 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
2025	1,1	1,8	2,5
2026	3,4	4,2	5,0
2027	4,5	5,3	6,2

Döviz kuru: Enflasyon raporlarında açıkça paylaşılmıyor olmakla birlikte, ABD doları bazında ithalat fiyatları varsayımının aşağı inerken, tahmin muhasebesinde TL cinsinden ithalat fiyatları kaynaklı bir etkiye yer verilmemiş olması, kur varsayımının bir miktar yükselmiş olabileceğine işaret ediyor olabilir. Geçtiğimiz notta beklenen döviz kurunu 41 olarak tahmin ettiğimizi paylaşmıştık. Yeni tahminlerde 42-43 bandında bir döviz kuru baz alınmış olabilir.

3. Değerlendirmelerimiz

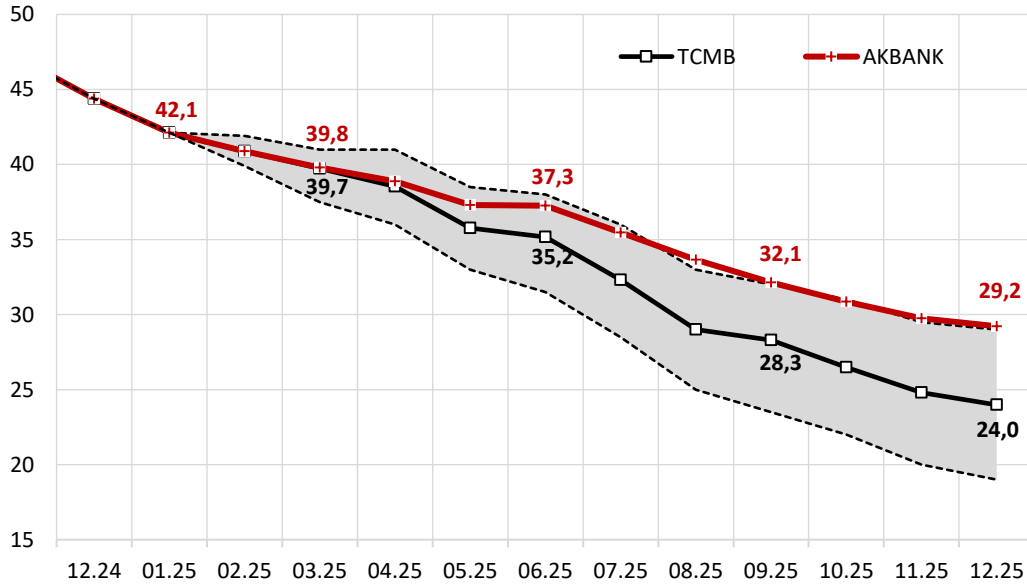
Enflasyon tahminindeki yukarı yönlü güncelleme ve çıktı açığı tahminlerinin ima ettiği büyüme birlikte değerlendirildiğinde, TCMB'nin ekonomiyi daha fazla soğutmak için ilave politika tepkisi vermeyeceği anlaşılıyor.

Enflasyon raporu basın toplantısı sonrası yılsonu enflasyon tahminimizi %27,5'ten %29,2'ye yükseltiyoruz (Grafik 4).

- Güncellememizin temel sebebi TCMB'nin yakın dönemdeki enflasyon şokuna politika tepkisi vermek yerine yılsonu tahminini yukarı çekmesi.
- Ocak enflasyon verisi sonrası yaptığımız değerlendirmede [\(Makro: Enflasyon katılığı ve yükselen ana eğilim rehavete yer bırakmıyor\)](#) geçmiş varsayımlarımızda yer almadığını belirttiğimiz (i) sepet ağırlıklarındaki güncelleme (0,3 puan) ve (ii) sağlık uygulama tebliğindeki değişiklik (1,2 puan) kaynaklı toplam 1,5 puanı tahminimize yansıttık.
- Henüz gerçekleşmemiş olan ve yıl sonu enflasyon tahminleriyle uyumlu olacağı söylenen elektrik ve doğal gaz fiyat artışları da bu tahmin güncellemesi sonrasında daha kuvvetli gerçekleşebilir.
- TCMB grafiğinden çıkardığımız aylık enflasyon patikası ile kendi tahminlerimizi kıyasladığımızda yılın ilk dört ayında oldukça yakınız. Sonrasında ise bizim tahminlerimiz TCMB üst bandına yakın seyrediyor (Grafik 4).

Öngördüğümüz enflasyon görünümü altında TCMB'nin Mart ayından itibaren dahi faiz indirim adımlarını küçültebileceğini değerlendiriyoruz.

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

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 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

