

Makro: Yönetilen fiyat ve vergi ayarlamalarına rağmen ana eğilim yatay; enflasyon katılığı ise sürüyor

Tüketici enflasyonu aylık %2,1, yıllık %33,5 ile piyasa beklentilerinin altında kalırken, yıllık enflasyon geçen aya göre 1,5 puan gerileyerek düşüşünü sürdürdü. Taze meyve-sebze fiyatlarındaki düzeltme ve giyim fiyatlarındaki sürpriz düşüş tahminlerdeki sapmanın ana bileşenleri oldu. Böylelikle, enflasyon üç ay üst üste piyasa beklentilerine kıyasla düşük gerçekleşti.

Doğrudan yaklaşımla mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık artışını %2,2 (önceki %2,1) hesaplıyoruz. Geçtiğimiz yılların aynı ayındaki büyük hareketler mevsimsellikten arındırılmış verilerin sağlıklı yorumlanmasını zorlaştırıyor. Yine de, doğal gaz başta olmak üzere yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarına rağmen ($\approx 0,9$ puan etki) aylık enflasyondaki yükselişin sınırlı kalması olumlu. Dağılım bazlı eğilim göstergelerinden medyan ve budanmış enflasyon oranları (m.a.) aylık %2,1 ve %2,0 (önceki %2,0'şer). Uzunca bir süredir bu düzeylerde (yıllıklandırılmış ≈ 27) salınan iki gösterge, enflasyon katılığına dair önemli bir ipucu veriyor. Bu düzeyleri henüz kıramamış olmamız, kompozisyon itibarıyla temel mallardaki ılımlı seyre karşılık hizmetlerdeki katılığın devam etmesinden kaynaklanıyor.

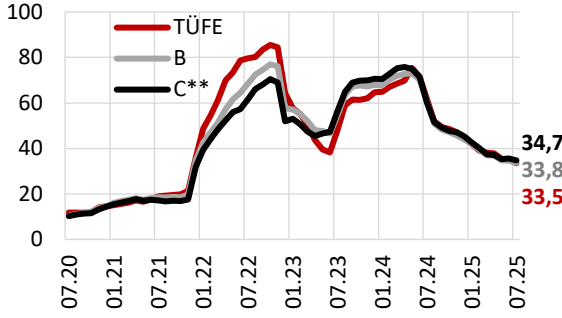
Enflasyon dağılımı geçen aya göre daha derli toplu; medyan etrafında yoğunlaşma artıyor. Nitekim IQR (interquartile range) bant genişliğinin 2021 ilk yarısından bu yana en düşük seviyesine gerilemesi enflasyonun alt kalemler arasında daha homojen dağıldığını gösteriyor. Ancak dağılımdaki düzelmeye karşın medyan enflasyonun uzun süredir daha aşağı inmemesi, enflasyon eğiliminde arzulanan ilave iyileşmenin daha maliyetli bir süreç gerektirebileceğine işaret ediyor.

Özetle, enflasyon rejimindeki kırılmanın ilk işaretlerini veren mayıs-haziran verilerinden sonra temmuz verileri, bu aya özgü geçici unsurlar hariç tutulduğunda, ana eğilimde yataya yakın bir seyre işaret ediyor. Son üç aylık dönemde hem hizmetler hem TÜFE'de daha düşük bir ana eğilim gözlenirse de iyileşme oldukça yavaş ve kademeli gerçekleşiyor. (i) Faiz indirim sürecinde sabırlı ve temkinli bir yaklaşımla uygun parasal sıklılığın korunması ve (ii) dolar kurundaki mevcut değer kaybı eğiliminin (Nisan sonlarından bu yana aylık $\approx 1,8$) törpülenmesi durumunda, enflasyonun yıl sonunda TCMB tahmin bandı içerisinde kalması mümkün. Geçtiğimiz ay çizdiğimiz makro çerçeveye kıyasla bir miktar yüksek seyreden döviz kurları ve petrol fiyatı doğrultusunda yılsonu enflasyon tahminimizi %29,5 olarak güncelliyoruz (önceki %28,5).

Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)

Aylık enflasyon %2,06 ile tahminimizin (aylık %2,3; yıllık %33,9) ve piyasa beklentisinin (aylık %2,4; yıllık $\approx 34,0$) altında gerçekleşti. Böylelikle yıllık enflasyon 1,5 puan düşüşle %33,5 oldu. Kendi hesaplamalarımıza göre mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık artışı %2,2 ile geçen aya kıyasla 0,1 puan yükseldi.

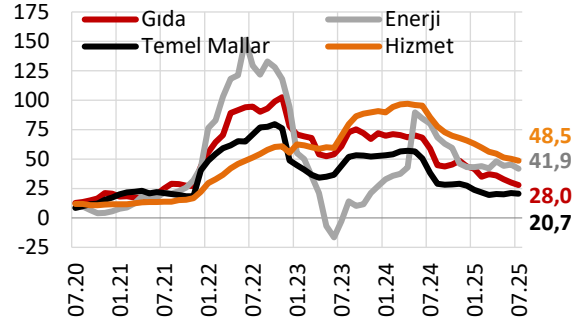
Çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonları da geriledi. B endeksi yıllık enflasyonu 0,8 puan gerileyerek %33,8, C endeksi yıllık enflasyonu ise 0,9 puan azalışla %34,7 olarak gerçekleşti (Grafik 1, Tablo 3).

Grafik 1. Tüfe ve Çekirdek Endeksler
(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

Grafik 2. Tüfe Alt Endeksler
(yıllık % değişim)**Temmuz ayında yıllık enflasyon tüm ana gruplarda geriledi** (Grafik 2, Tablo 1). Detaylar şu şekilde:

- **Gıda:** Gıda ve alkolsüz içecekler grubunda son aylardaki olumlu seyir korundu. Fiyatlar mevsimsel etkilerle yataya yakın seyrederken, mevsimsellikten arındırılmış aylık fiyat artışı %0,84 ile son 11 ayın en düşük değerini aldı. Gıda grubu yıllık enflasyonu ise 2,2 puan azalarak %28,0'e geriledi.

Gıda grubundaki olumlu seyrinde taze meyve ve sebzeler öncülüğünde işlenmemiş gıda grubu belirleyici oldu. İşlenmiş gıda grubunda ise ekmek ve tahıllar dışında kalan diğer işlenmiş gıdalarda nedeniyle aylık enflasyon %2,2'ye yükseldi.

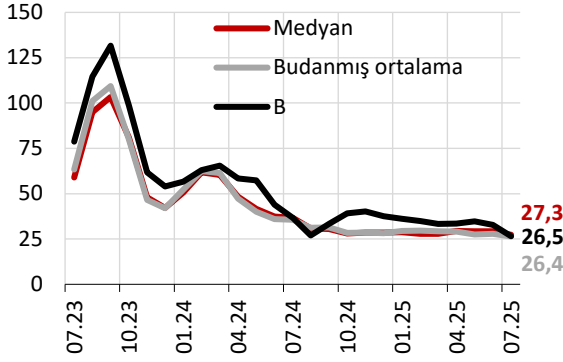
- **Enerji:** Enerji grubu aylık enflasyonu yönetilen/yönlendirilen ve vergi fiyat ayarlamalarının etkisiyle %7,35 olarak gerçekleşirken, grup yıllık enflasyonu 3,5 puan azalışla %41,9'a geriledi. Hanehalkının kullandığı doğal gaz tarifelerindeki artış nedeniyle doğal gaz aylık enflasyonu %26,4 olurken, bu artışın TÜFE aylık enflasyonuna katkısı 0,45 puan oldu. Bunun haricinde, büyük ölçüde otomatik vergi (maktu ÖTV) ayarlaması nedeniyle akaryakıt fiyatları %6,7, tüp gaz fiyatları %3,2 arttı. Bu iki kalem ise TÜFE aylık enflasyonuna yaklaşık 0,2 puan katkı yaptı.
- **Temel mallar:** Temel mallarda aylık enflasyon giyim grubundaki mevsimsel fiyat düşüşünün etkisiyle %0,1 ile sınırlı kaldı. Mevsimsellikten arındırılmış fiyat artışı ise %1,2 ile geçen aya göre 0,4 puan yavaşladı. Grup yıllık enflasyonu ise 0,4 puan azalarak %20,7 oldu (Grafik 2, Tablo 2).

Giyim ve ayakkabı enflasyonunda saha gözlemlerimize ve alternatif ölçümlere kıyasla belirgin ayrışma devam ediyor. Giyim fiyatları mevsimsel etkilerle aylık %6,0 azalırken, "m.a." olarak da %0,6 geriledi. Giyim yıllık enflasyonu 3,8 puan azalışla %10,0 olurken, İTO endeksinde %45,05 düzeyinde.

Altın hariç dayanıklı mal aylık enflasyonu (m.a.) %1,8 ile geçen aya kıyasla değişmedi. Aylık fiyat artış oranı son aylardaki kur artış eğilimiyle büyük bir benzerlik gösteriyor.

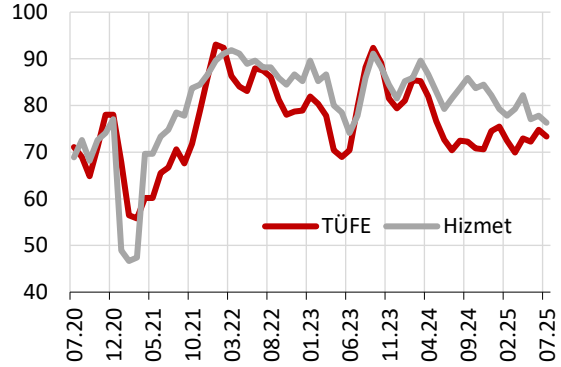
- **Hizmetler:** Hizmet enflasyonu ana eğiliminde temmuzda da iyileşme olmadı. Hizmet fiyatları aylık %3,1 artarken, "m.a." aylık artışın da %3'ün üzerindeki seyrini koruduğunu hesaplıyoruz. Grup yıllık enflasyonu ise 1,8 puanla düşüşünü sürdürdü (%48,5). Hizmet grubu, aradaki makas kademeli olarak kapanıyor olsa da en yüksek yıllık enflasyona sahip ana grup olmayı sürdürüyor (Grafik 2).

Alt kalemlere baktığımızda kira (m.a.) aylık enflasyonunda %4 civarındaki katılık korunuyor. Bu ay ulaştırma hizmetleri enflasyonundaki gerilemenin olumlu etkisi haberleşme hizmetlerindeki kuvvetli fiyat artışıyla dengelendi. Lokanta ve otellerde aylık enflasyon (m.a.) ise geçen aya kıyasla sınırlı azaldı.

Grafik 3. Enflasyon Eğilimi* (m.a. aylık % değ., 3 aylık hareketli ort., yıllıklandırılmış)

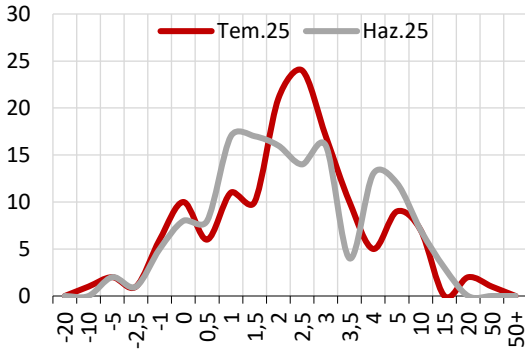
* Budanmış ortalama hesaplanırken aylık enflasyon dağılımının iki ucundan %15'er kesilmiştir.

Kaynak: TÜİK, Akbank

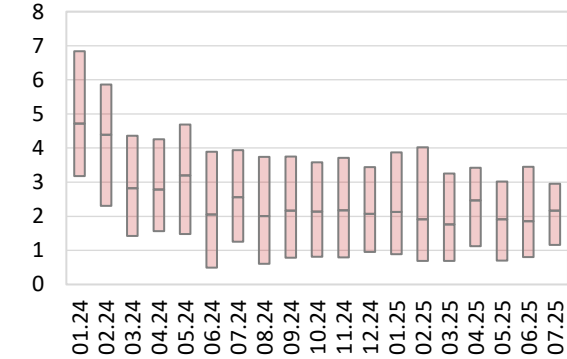
Grafik 4. Yayılm Endeksi (mevs. ard., artan-azalan, %)

Kaynak: TÜİK, Akbank

Doğrudan yaklaşımla mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık artışını %2,2 (önceki %2,1) olarak hesaplıyoruz. Doğal gaz başta olmak üzere yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarına rağmen ($\approx 0,9$ puan etki) aylık enflasyondaki yükselişin sınırlı kalmasını olumlu buluyoruz. Dağılım bazlı eğilim göstergelerinden medyan ve budanmış aylık enflasyon (m.a.) oranları %2,1 ve %2,0 (önceki %2,0'şer) düzeyinde. Uzunca bir süredir bu düzeylerde (yıllıklandırılmış ≈ 27) salınan iki gösterge, enflasyon katılığına dair önemli bir ipucu veriyor (Grafik 3).

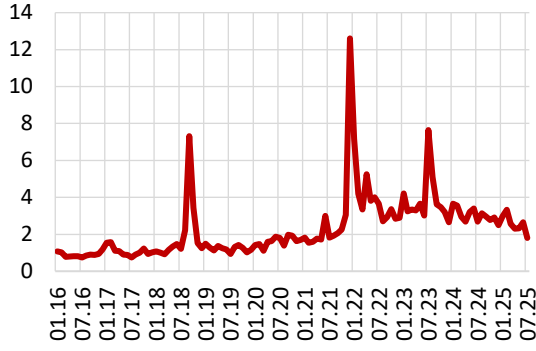
Grafik 5. TÜFE Alt Kalemleri Aylık Enflasyon Histogramı (mevs. ard.)

Kaynak: TÜİK, Akbank

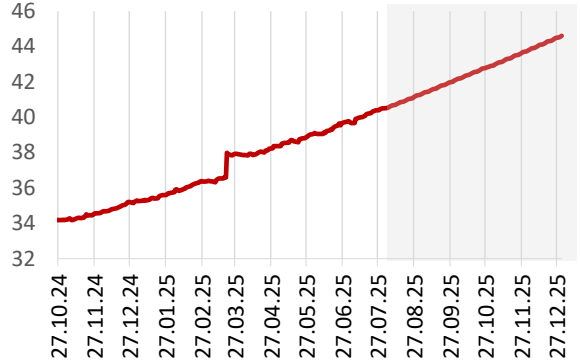
Grafik 6. 2024-2025 döneminde aylık enflasyon dağılımı (IQR, %)

Kaynak: TÜİK, Akbank

Enflasyon dağılımı geçen aya göre iyileşirken, medyan etrafında yoğunlaşma artıyor (Grafik 5). Ayrıca IQR (interquartile range) bant genişliğinin 2021 ilk yarısından bu yana en düşük seviyesine gerilemesi enflasyonun alt kalemler arasında daha homojen dağıldığını gösteriyor (Grafik 6 ve 7). Ancak dağılımdaki düzelmeye karşın medyan enflasyonun uzun süredir daha aşağı inmemesi, enflasyon eğiliminde arzulanan ilave iyileşmenin daha maliyetli bir süreç gerektirebileceğine işaret ediyor.

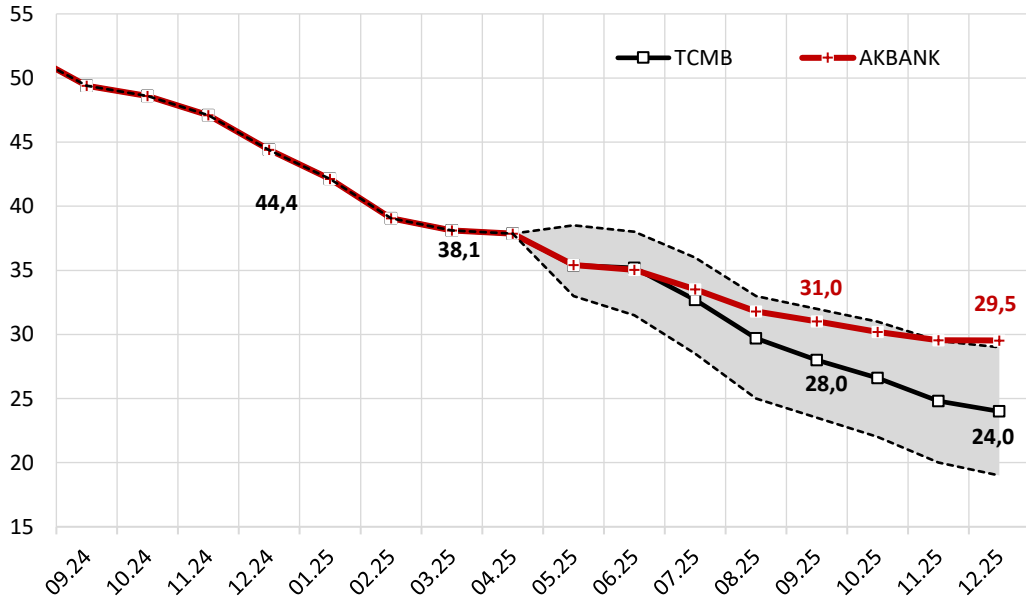
Grafik 7. Dağılımın 3. ve 1. çeyreklik dilimlerinin farkı (IQR genişliği, % puan)

Kaynak: TÜİK, Akbank

Grafik 8. USD/TL (25 Nisan'dan bu yana değer kaybı eğilimi korunursa)

Kaynak: TCMB, Akbank

Yıl sonunda enflasyon tahmin bandının üst sınırına ulaşabilmek için dolar kurunda nisan sonlarından bu yana aylık %1,8'e denk gelen değer kaybı eğiliminin törpülenmesi gerektiğini değerlendiriyoruz (Grafik 8). Mevcut eğilimle dolar kuru yıl sonunda 44,5'e ulaşacak görünüyor; bunun geçtiğimiz aylardaki varsayımımız olan 43,0'le sınırlanması, enflasyonun TCMB tahmin bandı (< %29) içinde kalma ihtimalini arttıracaktır. Cari dengenin temmuz-ekim döneminde fazla vereceği (birikimli 8-9 milyar \$ civarında) bir döneme giriyoruz, dolayısıyla döviz arz-talep dengesi açısından TCMB'nin nispeten rahat edebileceği bir sezonda döviz kuru üzerinde artan bir baskılama görürsek enflasyon tahminimizi yeniden aşağı çekebiliriz. (i) Kalan üç toplantıda toplam 700 baz puanlık faiz indirimine gidildiği; (ii) yıl genelinde büyümenin %3,0'le sınırlı kaldığı; (iii) dolar kurunun yıl sonunda 44,0 olduğu; (iv) Brent petrol fiyatının yılın kalan döneminde ortalama 68\$ düzeyinde seyrettiği; (v) tütün ürünleri dışında yönetilen fiyatlarda ilave ayarlama yapılmadığı bir çerçevede 2025 sonu enflasyon tahminimizi %28,5'ten %29,5'e güncelliyoruz (Grafik 9).

Grafik 9. Yıllık Enflasyon Tahminleri⁽¹⁾

Kaynak: TCMB, Akbank.

(1) TCMB tahmin patikası Enflasyon Raporu'ndaki görselden yararlanılarak tarafımızca türetilmiştir.

Tablo 1. Tüketici Fiyat Endeksi (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Tem.24	Haz.25	Tem.25	Tem.24	Haz.25	Tem.25
TÜFE	3,23	1,37	2,06	61,78	35,05	33,52
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	1,83	-0,27	0,07	58,91	30,20	27,95
Alkollü İçecekler ve Tütün	5,84	0,14	5,69	59,88	27,96	27,79
Giyim ve Ayakkabı	-2,58	-0,27	-5,82	39,57	14,47	10,67
Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar	8,08	2,62	5,78	98,48	65,54	62,01
Mobilya, Ev Aletleri ve Ev Bakım Hizmetleri	1,68	2,01	1,63	56,58	30,19	30,13
Sağlık	3,74	0,66	2,84	63,02	38,70	37,49
Ulaştırma	3,82	2,38	2,89	46,07	27,72	26,57
Haberleşme	3,21	1,83	4,25	47,96	18,43	19,62
Eğlence ve Kültür	2,07	1,44	2,06	54,82	27,53	27,52
Eğitim	1,38	4,48	2,67	104,50	73,33	75,54
Lokanta ve Oteller	3,33	2,10	2,24	76,04	35,59	34,16
Çeşitli Mal ve Hizmetler	2,94	1,73	1,95	55,58	36,21	34,90

Kaynak: TÜİK

Tablo 2. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Tem.24	Haz.25	Tem.25	Tem.24	Haz.25	Tem.25
TÜFE	3,23	1,37	2,06	61,78	35,05	33,52
Mallar	2,71	0,71	1,52	52,67	28,44	26,96
Enerji	10,00	2,27	7,35	80,11	45,40	41,89
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	1,83	-0,27	0,07	58,91	30,20	27,95
İşlenmemiş Gıda	1,07	-1,68	-2,39	57,35	30,26	25,80
Taze Meyve ve Sebze	3,14	-1,94	-4,78	56,59	44,72	33,60
Diğer İşlenmemiş Gıda	-0,20	-1,50	-0,70	57,73	21,36	20,76
İşlenmiş Gıda	2,55	0,97	2,18	60,35	29,97	29,50
Ekmek ve Tahıllar	3,54	1,46	1,43	60,77	36,59	33,80
Diğer İşlenmiş Gıda	2,07	0,71	2,57	60,26	26,75	27,37
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	1,04	0,96	0,71	40,50	22,11	21,71
Temel Mallar	0,42	1,01	0,09	38,25	21,09	20,70
Giyim ve Ayakkabı	-2,74	-0,32	-6,02	38,71	13,79	9,95
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	0,62	1,24	1,57	31,39	22,37	23,54
Diğer Temel Mallar	2,34	1,59	2,02	49,81	24,84	24,46
Hizmet	4,39	2,73	3,14	85,63	50,34	48,54
Kira	7,04	3,97	4,68	122,33	82,97	78,95
Lokanta ve Oteller	3,33	2,10	2,24	76,04	35,59	34,16
Ulaştırma Hizmetleri	4,84	4,01	1,28	93,93	49,55	44,48
Haberleşme Hizmetleri	5,46	1,48	5,67	70,23	21,74	21,99
Diğer Hizmetler	3,42	2,28	2,79	77,33	51,68	50,75
TÜFE	3,23	1,37	2,06	61,78	35,05	33,52
ÖKTG-A (Mevsimlik Ürünler Hariç)	3,64	1,66	2,94	63,74	36,13	35,21
ÖKTG-B (İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	2,47	1,76	1,82	60,31	34,62	33,77
ÖKTG-C (Enerji, Gıda, Alkolsüz İç., Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	2,45	1,93	1,74	60,23	35,64	34,70
ÖKTG-D (İşlenmemiş Gıda, Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	3,42	1,84	2,50	62,57	35,99	34,78
ÖKTG-E (Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	3,13	1,42	1,93	61,85	35,31	33,74
ÖKTG-F (Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar Hariç)	2,56	1,48	1,45	59,52	32,84	31,41

Kaynak: TÜİK

Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE)

Yİ-ÜFE aylık artış oranı %1,73'e yavaşlarken, yıllık üretici enflasyonu %24,45'ten %24,19'a geriledi (Tablo 3). Aylık enflasyondaki gerileme dayanıksız tüketim ve enerji kalemlerinden gelirken, enerji enflasyonundaki görece kuvvetli seyir devam ediyor.

Tablo 3. Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Tem.24	Haz.25	Tem.25	Tem.24	Haz.25	Tem.25
Yurt İçi Üfe	1,94	2,46	1,73	41,37	24,45	24,19
Ara Malı	1,57	1,77	1,68	36,96	21,77	21,91
Dayanıklı Tüketim	1,20	2,12	2,31	49,78	29,92	31,35
Dayanıksız Tüketim	0,58	1,12	0,54	55,41	26,45	26,40
Enerji	6,28	8,42	3,43	31,09	24,15	20,82
Sermaye Malı	1,78	2,26	2,53	40,06	27,40	28,34

Kaynak: TÜİK

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar tarafından hazırlanmıştır.

Ekonomik.arastirmalar@akbank.com

Çağlar Yüncüler - Müdür

Caglar.Yunculer@akbank.com

M. Sibel Yapıcı

Sibel.Yapici@akbank.com

Sercan Pişkin

Sercan.Piskin@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 Ař ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAş ve Ak Yatırım Ař 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 Ař'nin herhangi bir taahhüdünü içermediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekteşirilecek 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, gerçekteşirilecek 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.ř, Ak Yatırım A.ř ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiçbir 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, 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.

