

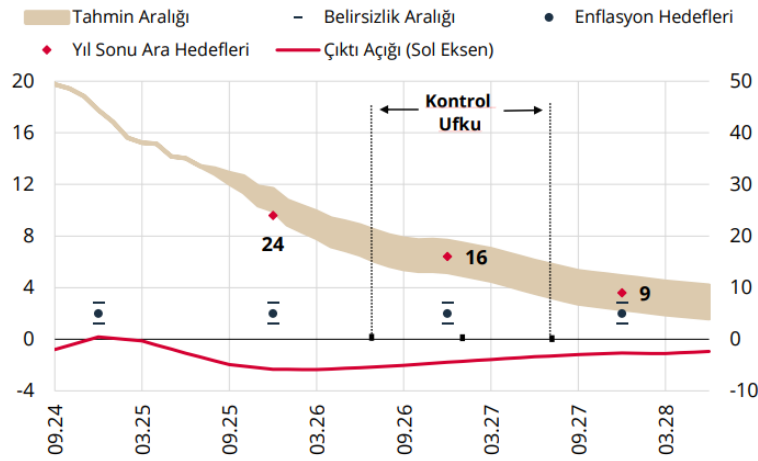
Makro: Politika iletişimde yeni “ara hedef”lerle hızlı bir dezenflasyon taahhüdü

1. Tahminler

TCMB, orta vadeli tahminlerin iletişimine ilişkin çerçeveyi değiştirdi. Buna göre, yıl sonu enflasyon tahminleri ile para politikasını belirlerken referans alınacak ve dezenflasyon sürecinde ulaşılması taahhüt edilen düzeyleri belirten “ara hedefler” birbirinden ayrıştırıldı. Daha önce tahminler aynı zamanda ara hedef işlevi görüyordu ve sık güncellenebiliyordu. Yeni çerçevede, enflasyon tahminleri veri akışına bağlı olarak revize edilebilecekken, ara hedefler rapor dönemleri arasında olağanüstü gelişmeler olmadığı sürece değiştirilmeyecek. Bu doğrultuda:

- Ara hedefler 2025, 2026 ve 2027 yıl sonları için sırasıyla %24, %16 ve %9 olarak belirlendi.
- TCMB, yılsonu enflasyon tahmin aralığının orta noktasını 2025 için %24’ten %27’ye, 2026 için %12’den %16’ya, 2027 için %8’den %9’a güncelledi. (Grafik 1).
- Yıl sonu enflasyon tahminleri için belirsizlik aralıkları daraltıldı. 2025 için belirsizlik aralığı %25-%29 olarak belirlendi (önceki %19-%29). Böylelikle 2025 için üst bant değişmedi.
- Belirsizlik aralığı 2026 için %13-%19 oldu (önceki %6-%18). Böylelikle 2025 iletişimde sıkça atıfta bulunulan ve beklentileri şekillendiren üst bant yerine 2026 için daha makul genişlikte bir bant iletişimine geçildi.

Grafik 1. 2025-III Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: TCMB, TÜİK.

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

Tahmin muhasebesi: 2025 yıl sonu tahmin bandındaki değişiklik ve orta noktadaki yukarı kaymaya dair bir muhasebe paylaşılmadı. Ancak, rapor içindeki ifadelerden hizmetlerdeki ataletin öngörülenden daha dirençli olması, bazı yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının beklenenden yüksek olması, jeopolitik gelişmeler kaynaklı petrol fiyatlarındaki yükselişin rol oynadığı anlaşıyor.

2026 yıl sonu ara hedefinin %12'den %16'ya yükseltilmesine dair muhasebe ise açıkça paylaşıldı (Tablo 1). Buna göre 4 puanlık güncellenmenin yaklaşık yarısı enflasyonun ana eğilimi ve ataletin geçmiş öngörülerden daha kuvvetli olmasından kaynaklandı. Gıda enflasyonu ve TL cinsi ithalat fiyatlarına ilişkin varsayımlardaki yukarı yönlü güncellemeler de tahmin değişikliğine sırasıyla 0,9 ve 1,2 puan katkı yaptı. Çıktı açığı, belirgin bir güncellemeye tâbi tutulmadığından muhasebede yer almadı.

Tablo 1. 2026 Yıl Sonu Enflasyon Ara Hedefindeki Güncelleme ve Kaynakları

2025-II ER Tahmini (%)	12,0
2025-III ER Yıl Sonu Ara Hedefi (%)	16,0
2025-II Dönemine Göre Güncelleme (% Puan)	4,0
Güncellemenin Kaynakları (% Puan)	
Gıda Fiyatları	0,9
TL Cinsi İthalat Fiyatları	1,2
Enflasyonun Ana Eğilimi ve Ataleti	1,9

2. Varsayımlar

Dış talep: Karşılıklı tarifelere yönelik müzakereler sonucunda, nisan ayındaki ilk açıklamalara kıyasla daha düşük tarife oranlarında anlaşılmasına bağlı olarak dış talep büyümesine ilişkin varsayımlar bir miktar yukarı güncellendi. Ancak 2025 ve 2026 için varsayılan küresel büyüme görünümü yılın ilk raporundaki görünümüne kıyasla hala daha olumsuz.

Nitekim IMF de temmuz ayında yayınladığı Küresel Ekonomik Görünüm Ara Raporu'nda küresel büyümede tarifeler kaynaklı yavaşlatıcı etkilerin ilk değerlendirmelere göre daha sınırlı olacağını belirterek küresel büyüme tahminini 2025 için %2,8'den %3,0'e, 2026 içinse %3,0'ten %3,1'e yükseltmişti. Tarifeler öncesi tahminler her iki yıl için de %3,3 idi.

Gıda fiyatları: 2025 yılı gıda enflasyonu varsayımı %26,5'te sabit kaldı (Tablo 2). 2026 yılı gıda yıllık enflasyon varsayımı ise tarımsal alım fiyatlarındaki gelişmeler de dikkate alınarak %13,5'ten %17'ye yükseltildi.

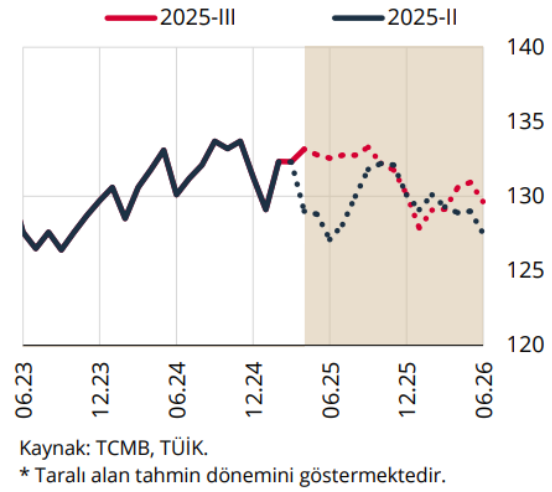
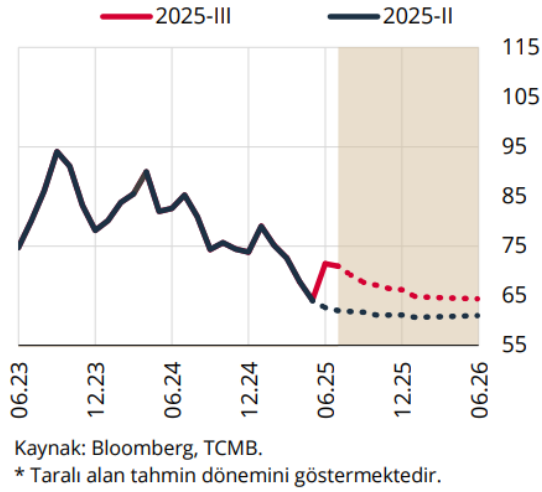
Tablo 2. Varsayımlardaki Güncellemeler

	2025	2026
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,0 (1,9)	2,3 (2,1)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	69,8 (65,8)	64,4 (60,6)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	0,3 (-1,1)	-1,3 (-1,3)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	26,5 (26,5)	17,0 (13,5)

* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu varsayımlarını göstermektedir.

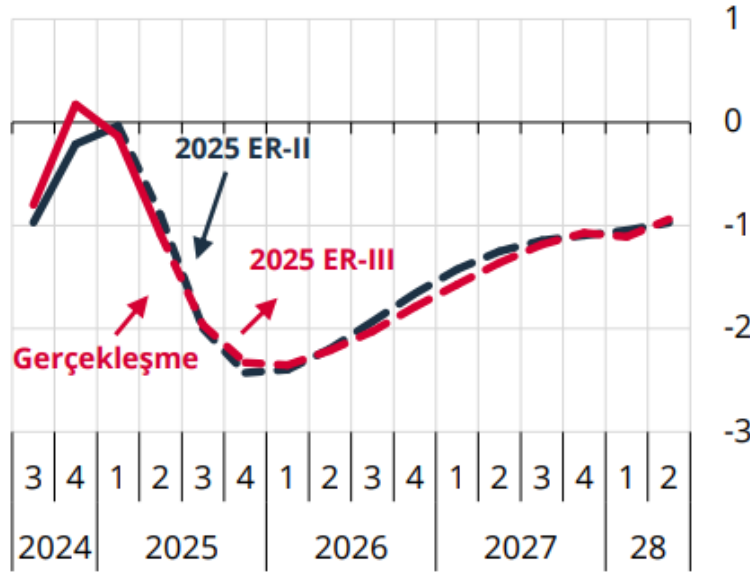
Emtia fiyatları: Petrol fiyatları, jeopolitik gelişmelerin etkisiyle geçen rapor dönemindeki varsayımın belirgin üzerinde seyretti (Grafik 2). Buna bağlı olarak ortalama petrol fiyatı varsayımı 2025 yılı için 65,8\$'dan 69,8\$'a, 2026 yılı içinse 60,6\$'dan 64,4\$'a güncellendi (Grafik 2, Tablo 2).

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



Ekonomik aktivite: Çıktı açığı tahminlerinde kayda değer bir değişikliğe gidilmedi. 2025Ç2'den başlayarak yılsonuna kadar ekonomide belirgin soğuma, 2026 yılı başlarından itibaren toparlanma öngörülüyor (Grafik 1 ve 3).

Grafik 3. TCMB Çıktı Açığı Tahminleri



Çıktı açığı patikasının ima ettiği 2025 büyümesini %2,8-3,1, 2026 büyümesini %2,6-3,4 aralığında hesaplıyoruz. Farklı çeyreklik potansiyel büyüme varsayımları altında çıktı açığı projeksiyonlarıyla uyumlu 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	2,8	3,1	3,5
2026	2,6	3,4	4,3
2027	4,0	4,8	5,7

3. Temel Mesajlar

Enflasyon Raporu Basın Toplantısı'nda öne çıkan temel mesajları şöyle özetleyebiliriz:

- Sıkı para politikasıyla talep kompozisyonu daha dengeli hale geliyor.
 - İşgücü piyasası görünümü, manşet işsizlik oranının ima ettiğine göre daha olumsuz. Nitekim iş ilanı başına başvuru sayısı artıyor ve 2018 kriz dönemine yaklaşıyor.
 - Talep koşulları dezenflasyonist düzeylerde (negatif çıktı açığı).
- Enflasyon, geçmiş tahmin bandı içerisinde gerçekleşti, ancak hizmet sektöründeki katılıklar (özellikle eğitim ve kirada) risk oluşturmaya devam ediyor.
 - Enflasyonun ana eğilimi %25-27 civarında seyrediyor.
 - Sıkı para politikasını sürdürmek ve dezenflasyona yönelik sonuçları almakta kararlılık mesajı verildi.
- Makroihtiyati politikalar mevduat tercihleri, kredi büyümesi ve kompozisyonu ile likidite yönetimi olarak üç başlıkta ele alınıyor:
 - TL mevduatın payını arttırmak ve KKM'yi tamamen bitirmek amaçlanıyor. Yatırım fonları dahil TL mevduat payı tarihsel ortalamalarına yakın.
 - Kredilerde kontrollü büyüme gözetilmeye devam edilecek. Öte yandan, nakit yerine kredi kartı kullanımının artmasıyla bireysel krediler hızlanıyor; ılımlı talep büyümesiyle uyumlu kalması önemli olarak değerlendiriliyor.
 - Etkin likidite yönetimi amacıyla depo alım ihaleleri sürecek.
- Sıkı parasal duruşla rezerv artışı sürüyor, piyasa risk ve oynaklık göstergeleri düzeliyor.
- Tahminler ara hedeflerden farklılaşırsa, bu sapmanın kaynakları sonraki yılın ilk raporunda paylaşılacak.

4. Değerlendirmelerimiz

Tahmin iletişiminde “ara hedef” kavramının öne çıkarılmasını en önemli değişiklik olarak değerlendiriyoruz. Bu değişikliğin en yakın dönemdeki örneğini Naci Ağbal'ın TCMB Başkanı olduğu dönemde 2021 Para ve Kur Politikası ([bağlantı](#)) ve 2021-I Enflasyon Raporu'nda ([bağlantı](#)) görmüştük.

- %5 düzeyindeki uzun vadeli enflasyon hedefine giden yoldaki durakları ifade eden ara hedefler; ücretler, kamu fiyat/vergi ayarlamaları ve kontratlar belirlenirken referans alınması istenen, kolaylıkla değiştirilmeyecek rakamlar.
- Tahmin bandı, para politikası kontrolünün dışındaki durumlarda ara hedeflerden farklılaşabilecek. 2025 yılının kalan dönemi buna güzel bir örnek. Yıl başlarında bir önceki yılın ara hedefinden sapmanın muhasebesi yapılacaktır.
- “Ara hedefler”, para politikasını enflasyonist şoklara karşı pasif kalmaktan çıkarıp, ilan edilen hedeflere yakınsamak için parasal duruşun güncelleneceği (pro)aktif bir çerçeveye oturtuyor. Bu çerçeve, enflasyon görünümü bozulduğunda tahmini(=hedefi) yukarı güncellemek yerine TCMB'nin gereken politika tepkisini vereceği anlamına geliyor.
- 2026 için görece dar bir bant sunulması [%13-19] TCMB açısından daha güçlü bir taahhüt mesajı veriyor. Önceki bant [%6-18] beklenti oluşumu ve fiyatlamalarda referans alınamayacak

kadar genişti. Gerekli araçlara ve zamana sahipken daha dar bir bant hedeflenmesi, beklentiler için daha net bir çıpa olacaktır.

- TCMB'nin, parasal duruşu ara hedefe ulaşabilmeyi temin edecek sıklıkta belirlemesi gerekecek/beklenecek. Dolayısıyla, mart sonrasındaki kalıcı risk primini de dikkate aldığımızda, 2026 sonu ara hedefine ulaşabilmek için önümüzdeki yılda da yüksek reel faiz ve sıkı makroihtiyati politika bileşiminde bir değişiklik olmayacak görünüyor.

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 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

