

Makro: Güçlü büyüme ve enflasyondaki katılık faiz indirim adımlarını sınırlandıracak görünüyor

Tüketici enflasyonu aylık %2,04, yıllık %33,0 ile piyasa beklentilerinin üstünde kaldı. Temmuz ayındaki tek seferlik etkilerin ($\approx 0,9$ puan) ortadan kalkmasına rağmen gıda enflasyonundaki bozulma enflasyondaki iyileşmeyi engelledi. Doğrudan yaklaşımla mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık artışının %2,6 ile önceki aya kıyasla (%2,3) hızlandığını hesaplıyoruz. Bununla birlikte dağılım bazlı eğilim göstergelerinden medyan ve budanmış enflasyon oranlarının (m.a.) aylık %2,0 ve %1,8 ile son dönemdeki eğilimlerinin etrafında kalmaya devam etmesi, enflasyon eğilimindeki bozulmanın genele yayılmadığına işaret ediyor. Dolayısıyla, yıllıklandırılmış enflasyon eğilimi %27 civarında seyretmeye devam ediyor. Ancak, medyan enflasyondaki katılık, enflasyon eğiliminde arzulanan ilave iyileşmenin daha maliyetli bir süreç gerektirebileceğine işaret ediyor.

Mevcut görünüm altında, yıl sonunda enflasyonun TCMB tahmin bandı içerisinde kalma olasılığı azalıyor. Temmuz sonlarından bu yana Türk lirasındaki değer kaybı eğiliminin törpülenmiş olmasına rağmen, ikinci çeyrek milli gelir verilerinin de işaret ettiği üzere talep koşullarında henüz TCMB'nin öngördüğü ölçüde bir zayıflama olmaması enflasyon eğiliminde ilave iyileşmeyi engelliyor. Diğer taraftan, TCMB temmuz PPK toplantısındaki iletişimde takip edecek faiz adımlarının büyüklüğüne yönelik kararı veri akışına bağlamış ve duruşu buna göre gözden geçireceğini belirtmişti. Bu iletişim çerçevesiyle tutarlı olarak, öngörülenden güçlü gelen büyüme ve enflasyon verileri ile siyasi gelişmelerin faiz indirim adımlarını sınırlandırmasını bekliyoruz.

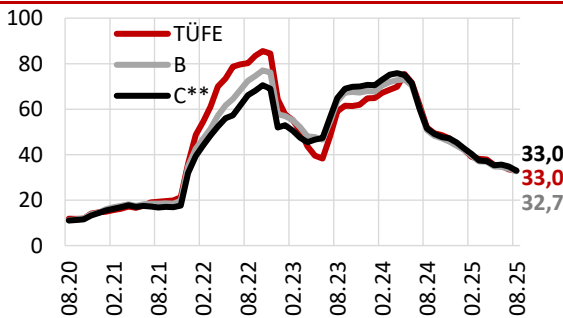
Bu bilgiler ışığında daha önce önümüzdeki üç toplantıda sırasıyla 300 – 200 – 200 (yıl sonu %36,0) şeklindeki faiz indirim patikamızı 200 – 200 – 200 (yıl sonu: %37,0) olarak güncelliyoruz. 2025 sonu enflasyon tahminimizi ise şimdilik %29,5 olarak korurken, risklerin ağırlıklı olarak yukarı yönlü olduğunu not ediyoruz.

Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)

Aylık enflasyon %2,04 ile tahminimizin (aylık %1,7; yıllık %32,5) ve piyasa beklentisinin (aylık $\approx 1,8$; yıllık %32,6) üzerinde gerçekleşti. Böylelikle yıllık enflasyon %33,5'ten %32,95'e geriledi. Doğrudan yaklaşımla kendi hesapladığımız mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık artışı %2,6 ile bir önceki aya (%2,3) göre arttı.

Çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonları da geriledi. B endeksi yıllık enflasyonu 1,1 puan gerileyerek %32,7, C endeksi yıllık enflasyonu ise 1,7 puan azalışla %33,0 olarak gerçekleşti (Grafik 1, Tablo 3).

Grafik 1. Tüfe ve Çekirdek Endeksler (yıllık % değişim)

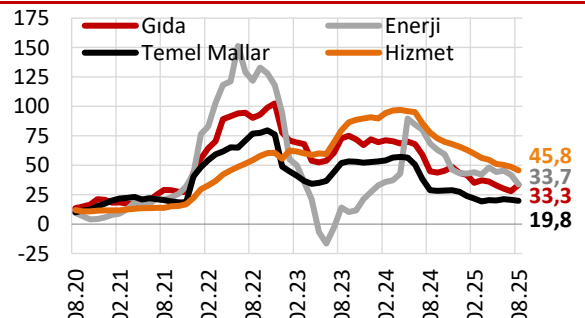


* İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü iç. ve tütün ürünleri ile altın hariç TÜFE

** Enerji, gıda ve alkolsüz iç., alkollü iç. ile tütün ürünleri ve altın hariç TÜFE

Kaynak: TÜİK

Grafik 2. Tüfe Alt Endeksler (yıllık % değişim)



Ağustos ayında yıllık enflasyon gıda haricindeki ana grupların hepsinde geriledi (Grafik 2, Tablo 1). Detaylar şu şekilde:

- **Gıda:** Son üç ayda TÜFE'nin beklentilerin altında gerçekleşmesinde ana belirleyici olan gıda grubunda aylık enflasyon ağustosta hem işlenmiş hem de işlenmemiş gıda grubu kaynaklı olarak ivmelendi. Gıda fiyatları aylık bazda %3,0 artarken, grup yıllık enflasyonu %28,0'den %33,3'e yükseldi. Böylelikle kasım ayından bu yana ilk kez gıda yıllık enflasyonu manşet enflasyonun üzerine çıkmış oldu. Mevsimsellikten arındırılmış aylık fiyat artışı ise yaklaşık %4,0 ile marttan bu yana en yüksek değerini aldı.

İşlenmemiş gıda grubunda, zirai don ve kuraklığa rağmen son dönemde olumlu seyreden taze meyve ve sebze enflasyonunda ağustosta bozulma gözlemlendi. Taze meyve ve sebze fiyatları (m.a.) aylık %6,3 artarken (ham veri: %2,3), bu artışta meyve fiyatları daha belirleyici oldu. Diğer işlenmemiş gıda grubunda da et fiyatları kaynaklı enflasyonda artış kaydedildi.

İşlenmiş gıda fiyatlarında da aylık bazda %3,8 ile belirgin bir artış kaydedildi. Özellikle ekmek ve un fiyatlarındaki artışların (%8,1) etkisiyle ekmek ve tahıllar grubundaki artışlar öne çıktı. Çiğ süt alım fiyatındaki artışın süt ürünlerine yansımaları da gözlenirken, şekerleme ve atıştırmalık ürünlerde fiyat artışları devam etti.

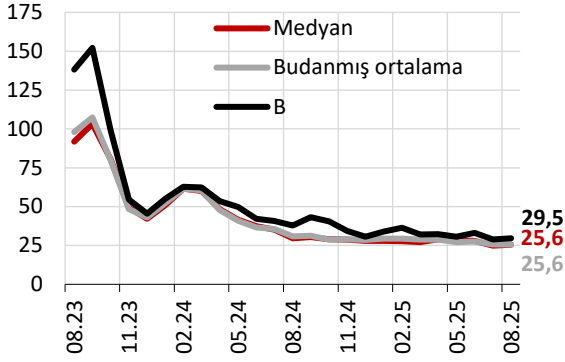
- **Enerji:** Enerji grubunda aylık enflasyon geçen ayki yönetilen/yönlendirilen ve vergi fiyat ayarlamalarının etkisinin ortadan kalkmasıyla %0,6'ya geriledi. Grup yıllık enflasyonu ise baz etkisiyle %41,9'dan %33,7'ye indi.
- **Temel mallar:** Temel mallarda aylık enflasyon giyim grubundaki mevsimsel fiyat düşüşünün etkisiyle %0,5 ile sınırlı kalmaya devam etti. Mevsimsellikten arındırılmış fiyat artışını %1,2 ile geçen aya benzer seviyede hesaplıyoruz. Grup yıllık enflasyonu ise 0,9 puan azalarak %19,8 oldu (Grafik 2, Tablo 2).

Giyim ve ayakkabı enflasyonunda saha gözlemlerimize ve alternatif ölçümlere kıyasla belirgin ayrışma devam ediyor. Giyim fiyatları mevsimsel etkilerle aylık %0,8 azalırken, "m.a." olarak da ılımlı (%0,7) arttı. Giyim yıllık enflasyonu 1,2 puan azalışla %8,8 olurken, İTO endeksinde %41,1 düzeyinde.

Altın hariç dayanıklı mal aylık enflasyonu (m.a.) %1,1 ile geçen aya yavaşladı. Aylık fiyat artış oranı kur artış eğilimiyle büyük bir benzerlik gösteriyor. Nisan ayından bu yana %1,8 civarında bir artış eğiliminde olan döviz kuru, son 1 aylık dönemde daha sınırlı bir artış sergilemesi grup fiyatlarına olumlu yansımış görünüyor. Ayrıca, otomobillerden alınan ÖTV'de gerçekleşen düzenlemenin fiyat endeksine yansımaları sınırlı (%0,84) oldu. Bu gelişmede fiyatı belirgin artan elektrikli otomobillerin TÜFE sepeti içindeki ağırlığının düşük olması ve düzenleme sonrası fiyatı düşen araçların endekste daha yüksek ağırlığa sahip olması rol oynadı.

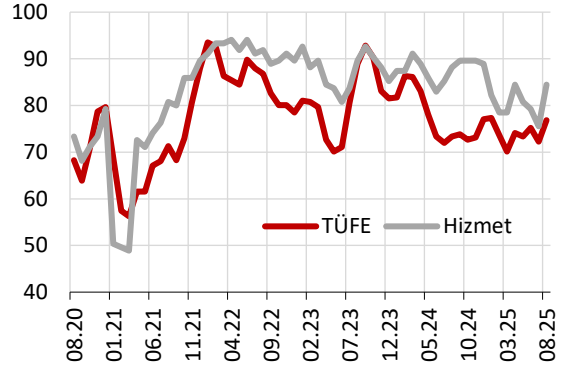
- **Hizmetler:** Hizmet enflasyonundaki atalet sürüyor. Hizmet fiyatları aylık %2,7 artarken, "m.a." olarak aylık artışın %3 civarındaki seyrini koruduğunu hesaplıyoruz. Grup yıllık enflasyonu ise 2,7 puan daha düşerek %45,8'e geriledi. Hizmet grubu, en yüksek yıllık enflasyona sahip ana grup olmayı sürdürüyor (Grafik 2).

Alt kalemlere baktığımızda kira (m.a.) aylık enflasyonunda %4 civarındaki katılık korunuyor. Lokanta-oteller ve ulaştırma hizmetlerinde de aylık enflasyon eğilimi geçen aya göre bir miktar yükseldi (sırasıyla 2,6 ve %3,1). Haberleşme hizmetleri ve diğer hizmetlerde ise geçen aya kıyasla daha olumlu bir görünüm mevcut.

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

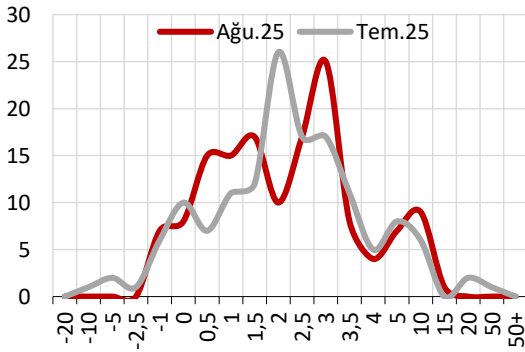
* Budanmış ortalama hesaplanırken aylık enflasyon dağılımının iki ucundan %15'er kesilmiştir.

Kaynak: TÜİK, Akbank

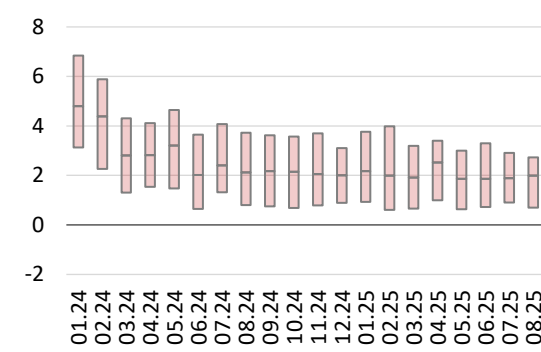
Grafik 4. Yayılm Endeksi (mevs. ard., artan-azalan, %)

Kaynak: TÜİK, Akbank

Doğrudan yaklaşımla mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık artışını %2,6 (önceki %2,3) olarak hesaplıyoruz. Temmuz ayında doğal gaz başta olmak üzere yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamalarının etkisinin (0,9 puan) çıkmasına rağmen enflasyon eğiliminde iyileşmeyi engelleyen ana unsur gıda enflasyonu oldu. Nitekim gıda kalemlerini içeren TÜFE ve B endeksinde eğilimler (sırasıyla %2,6 ve %2,3) geçen aya göre (sırasıyla %2,3 ve %2,2) daha yüksek. Sigara fiyatlarında artışının devam etmesi de enflasyona 0,2 puan katkı yaptı. Diğer taraftan, dağılım bazlı eğilim göstergelerinden medyan ve budanmış enflasyon oranları aylık %2,0 ve %1,8 (önceki %1,9 ve %2,0) düzeyinde. Yıllıklandırılmış enflasyon eğilimi %27 civarında seyretmeye devam ediyor (Grafik 3). Aylık enflasyondaki bozulmaya rağmen, medyan göstergenin %2 civarındaki değerini korumuş olması ve IQR (interquartile range) bant genişliğinin aşağı doğru genişlemiş olması genele yayılan bir kötüleşme olmadığına işaret ediyor (Grafik 6). Bunlara ilaveten TÜFE alt kalemlerinin dağılımında da bozulma sınırlı kaldı (Grafik 5). Ancak, medyan enflasyonun uzun süredir daha aşağı inmemesi, enflasyon eğiliminde arzulan ilave iyileşmenin daha maliyetli bir süreç gerektirebileceğine işaret ediyor.

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

Kaynak: TÜİK, Akbank

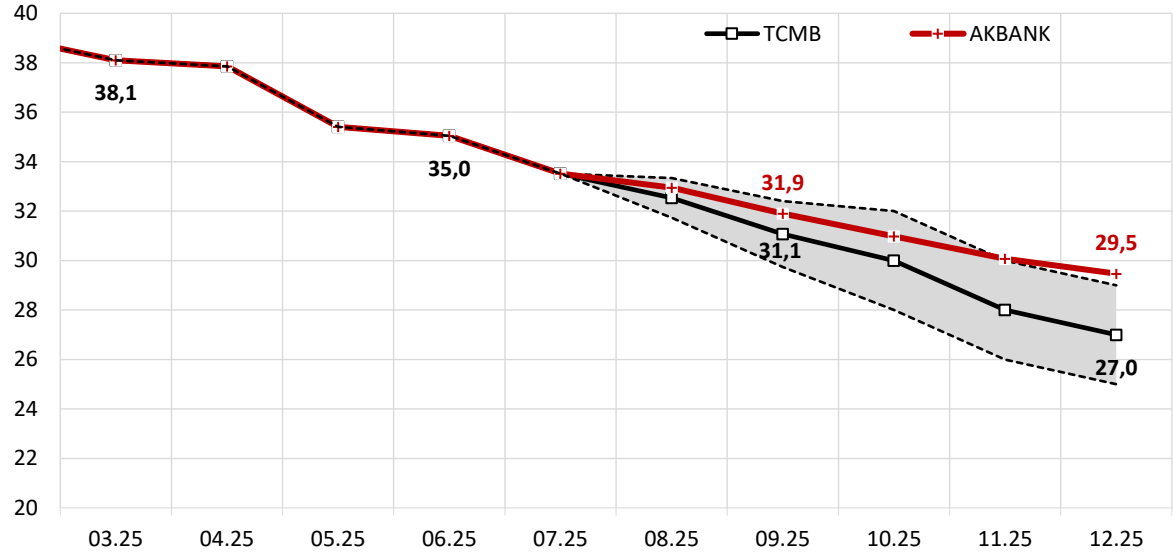
Grafik 6. 2024-2025 döneminde aylık enflasyon dağılımı (IQR, %)

Not: Kırmızı kutucuklar aylık enflasyon dağılımının %25 ve %75'e denk gelen 1. ve 3. çeyreklik dilimlerini (interquartile range – IQR); kutucukların içindeki yatay çizgiler ise medyan enflasyon oranını gösteriyor.

Kaynak: TÜİK, Akbank

Mevcut görünüm altında, yıl sonunda enflasyonun TCMB tahmin bandı içerisinde kalma olasılığı azalıyor. Temmuz sonlarından bu yana Türk lirasındaki değer kaybı eğiliminin törpülenmiş olmasına rağmen, ikinci çeyrek milli gelir verilerinin de işaret ettiği üzere talep koşullarında henüz TCMB'nin öngördüğü ölçüde bir zayıflamam olmaması enflasyon eğiliminde ilave iyileşmeyi engelliyor. Diğer

taftan, TCMB temmuz PPK toplantısındaki iletişimde takip edecek faiz adımlarının büyüklüğüne yönelik kararı veri akışına bağlamış ve duruşu buna göre gözden geçireceğini belirtmişti. Bu iletişim çerçevesiyle tutarlı olarak, öngörülenden güçlü gelen büyüme ve enflasyon verileri ile siyasi gelişmelerin faiz indirim adımlarını sınırlamasını bekliyoruz. Bu bilgiler ışığında daha önce önümüzdeki üç toplantıda sırasıyla 300 – 200 – 200 (yıl sonu %36,0) şeklindeki faiz indirim patikamızı 200 – 200 – 200 (yıl sonu: %37,0) olarak güncelliyoruz. 2025 sonu enflasyon tahminimizi ise şimdilik %29,5 olarak korurken, risklerin ağırlıklı olarak yukarı yönlü olduğunu not ediyoruz (Grafik 7).

Grafik 7. 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		
	Ağus.24	Tem.25	Ağus.25	Ağus.24	Tem.25	Ağus.25
TÜFE	2,47	2,06	2,04	51,97	33,52	32,95
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	-1,10	0,07	3,02	44,88	27,95	33,28
Alkollü İçecekler ve Tütün	4,46	5,69	6,04	60,94	27,79	29,71
Giyim ve Ayakkabı	0,35	-5,82	-0,71	29,38	10,67	9,49
Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar	8,51	5,78	2,66	101,49	62,01	53,27
Mobilya, Ev Aletleri ve Ev Bakım Hizmetleri	1,10	1,63	0,80	44,75	30,13	29,74
Sağlık	1,67	2,84	1,01	53,49	37,49	36,59
Ulaştırma	2,95	2,89	1,55	28,96	26,57	24,86
Haberleşme	0,62	4,25	1,46	42,77	19,62	20,61
Eğlence ve Kültür	2,57	2,06	1,48	47,21	27,52	26,16
Eğitim	11,34	2,67	2,07	120,81	75,54	60,91
Lokanta ve Oteller	2,03	2,24	1,88	67,70	34,16	33,96
Çeşitli Mal ve Hizmetler	2,08	1,95	0,67	47,66	34,90	33,03

Kaynak: TÜİK

Tablo 2. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Ağus.24	Tem.25	Ağus.25	Ağus.24	Tem.25	Ağus.25
TÜFE	2,47	2,06	2,04	51,97	33,52	32,95
Mallar	1,51	1,52	1,72	42,13	26,96	27,22
Enerji	6,84	7,35	0,64	68,45	41,89	33,66
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	-1,10	0,07	3,02	44,88	27,95	33,28
İşlenmemiş Gıda	-4,89	-2,39	2,02	41,75	25,80	34,94
Taze Meyve ve Sebze	-10,00	-4,78	2,25	28,93	33,60	51,78
Diğer İşlenmemiş Gıda	-1,67	-0,70	1,86	50,05	20,76	25,09
İşlenmiş Gıda	2,37	2,18	3,83	47,66	29,50	31,35
Ekmek ve Tahıllar	1,95	1,43	5,77	44,89	33,80	38,82
Diğer İşlenmiş Gıda	2,57	2,57	2,82	49,20	27,37	27,69
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	1,64	0,71	1,12	32,30	21,71	21,10
Temel Mallar	1,23	0,09	0,52	28,91	20,70	19,85
Giyim ve Ayakkabı	0,30	-6,02	-0,77	28,52	9,95	8,78
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	1,50	1,57	0,73	23,69	23,54	22,60
Diğer Temel Mallar	1,44	2,02	1,01	38,26	24,46	23,93
Hizmet	4,60	3,14	2,65	77,83	48,54	45,77
Kira	7,38	4,68	4,61	121,26	78,95	74,33
Lokanta ve Oteller	2,03	2,24	1,88	67,70	34,16	33,96
Ulaştırma Hizmetleri	9,20	1,28	3,36	65,93	44,48	36,76
Haberleşme Hizmetleri	0,61	5,67	1,65	62,90	21,99	23,26
Diğer Hizmetler	4,74	2,79	1,92	73,26	50,75	46,69
TÜFE	2,47	2,06	2,04	51,97	33,52	32,95
ÖKTG-A (Mevsimlik Ürünler Hariç)	3,25	2,94	2,19	54,93	35,21	33,83
ÖKTG-B (İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	2,88	1,82	2,07	50,87	33,77	32,71
ÖKTG-C (Enerji, Gıda, Alkolsüz İç., Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	2,99	1,74	1,69	51,56	34,70	33,00
ÖKTG-D (İşlenmemiş Gıda, Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	3,42	2,50	1,88	53,02	34,78	32,77
ÖKTG-E (Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	2,40	1,93	1,89	51,64	33,74	33,08
ÖKTG-F (Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar Hariç)	1,44	1,45	2,04	48,22	31,41	32,19

Kaynak: TÜİK

Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE)

Yİ-ÜFE ağustos ayında aylık %2,48 arttı. Böylece yıllık üretici enflasyonu %24,2'den %25,2'ye yükseldi (Tablo 3). Enerji grubunda görece daha kuvvetli fiyat artışları devam etti. Elektrik, gaz üretimi ve dağıtımındaki %10,1 artış enerji kalemindeki artışın ana belirleyicisi oldu. Dayanısız tüketim malı aylık enflasyonunda da gıda, giyim ve tütün kaynaklı hızlanma gerçekleşti. Diğer taraftan, ara malı, dayanıklı tüketim ve yatırım mallarında üretici fiyat artışları temmuz ayına kıyasla yavaşladı. Kurdaki ve emtia fiyatlarındaki artışların zayıflaması ve yönetilen fiyat ayarlamalarının sona ermesiyle ÜFE aylık artışında da önümüzdeki dönemde düşüş bekliyoruz.

Tablo 3. Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Ağus.24	Tem.25	Ağus.25	Ağus.24	Tem.25	Ağus.25
Yurt İçi Üfe	1,68	1,73	2,48	35,75	24,19	25,16
Ara Malı	1,25	1,68	1,34	33,56	21,91	22,02
Dayanıklı Tüketim	2,14	2,31	1,26	40,70	31,35	30,22
Dayanısız Tüketim	1,17	0,54	3,21	48,79	26,40	28,94
Enerji	3,04	3,43	6,39	18,20	20,82	24,76
Sermaye Malı	2,49	2,53	1,11	37,98	28,34	26,61

Kaynak: TÜİK

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar tarafından hazırlanmıştır.

Ekonomik.arastirmalar@akbank.com

Dr. 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.

