

Makro: Aşağı yönlü sürprizle mart görece ılımlı; beklenen etkilerle nisan daha zorlu

Tüketici enflasyonu aylık %1,94 ile tahminimizin altında gerçekleşti ve yıllık enflasyon 0,67 puan düşüşle %30,87'ye geriledi. TÜİK tarafından Pazartesi açıklanacak mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık enflasyonunu %2,02 olarak hesaplıyoruz (önceki %2,8). Dışlama bazlı çekirdek göstergelerden B ve C aylık enflasyonları (m.a.) %1,8 ve %2,1 (önceki %2,4 ve %1,8); dağılım bazlı çekirdek göstergelerden medyan ve budanmış aylık enflasyon oranları ise %1,8 ve %1,6 (önceki %2,1'er) oldu. Böylelikle medyan enflasyon geçtiğimiz kasım-aralık eğilimine döndü.

Aşağı yönlü sürprizin ana kaynağı gıda grubu olurken, mart enflasyonuna yansımadığını düşündüğümüz ay sonundaki yüksek fiyat artışlarının nisan enflasyonuna sarkması muhtemel. Bunun yanı sıra başta eğitim olmak üzere diğer hizmet grubunda da enflasyon, beklentimizin altında. İlk çeyrekteki birikimli fiyat artışlarını alt kalemler itibarıyla incelediğimizde, demiryolu taşımacılığı, su temini ve elektrik gibi yönetilen fiyatlarda artışların geçen yıla göre daha düşük olduğu görülüyor. Buna karşılık, havayolu taşımacılığı ve mobil iletişimde sebzelerden sonra en yüksek fiyat artışlarının görülmesi, yönetilen fiyat politikasında kamu tarafından kontrol edilebilecek ilave alan olduğuna işaret ediyor.

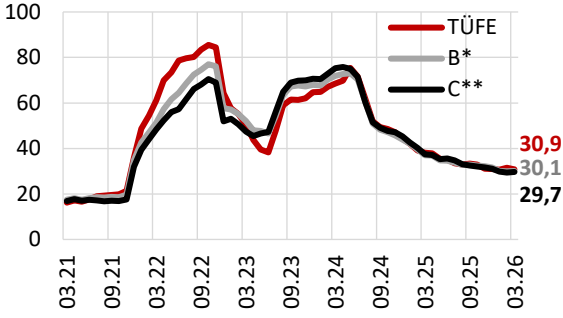
Şubat raporumuzda aylık enflasyon dağılımının medyanın altına doğru genişlemesini, gıda şokunun sönümlenmesiyle mart enflasyonuna yönelik pozitif bir ön sinyal olarak değerlendirmiştik ([Makro: Şubat enflasyonu beklentilere paralel; jeopolitik gelişmeler marta yönelik olumlu sinyalleri gölgede bırakıyor](#)). Veriler bu görüşümüzü teyit etti. Nitekim temel mal ve hizmet gruplarında zayıflayan talep koşullarının etkili olduğu bazı gruplar dikkat çekiyor. Aylık enflasyon dağılımında önceki aya göre sınırlı bir iyileşme görülmekle birlikte dağılımın genişliği, fiyatlama davranışlarına dair risklerin halen canlı olduğunu gösteriyor.

Gıdanın yanı sıra akaryakıt fiyatlarındaki artışın önemli bir kısmının nisan verisine girecek olması; jet yakıtı ve gübre gibi diğer emtia fiyatlarında da kayda değer artışlar görülmesi, martta önemli ölçüde sınırlanan enflasyonist etkileri ilerleyen aylarda daha hissedilir hale getirecektir. Makro çerçevemizde yaptığımız güncellemelerle (i) yıl ortalamasında Brent petrol fiyatının 95\$, Dutch LNG fiyatının 50€ düzeyinde seyrettiği, (ii) büyümenin %4,0'ten %3,0'e gerilediği, (iii) elektrik ve doğal gaz fiyatlarında %20'şer artış varsayımının korunduğu, (iv) yıl sonu \$/TL kuru için 50,7 varsayımının değişmediği, (v) şokun TCMB rezervleri ve kamu bütçesi tarafından emildiği baz senaryoda yıl sonu enflasyon tahminimizi 3 puan artışla %28'e güncelliyoruz.

Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)

Aylık enflasyon %1,94 ile tahminimiz (%2,3) ve piyasa tahminlerinin (%2,4) altında gerçekleşti. Böylelikle yıllık enflasyon 2025 yıl sonu seviyesi olan %30,9'a geri geldi. **Çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonlarında ise manşet enflasyonun aksine artış gerçekleşti.** B endeksi yıllık enflasyonu %29,9'dan %30,1'e, C endeksi yıllık enflasyonu ise %29,5'ten %29,7'ye yükseldi (Grafik 1, Tablo 3). 2025 yıl sonuna göre ise yıllık enflasyon B ve C endekslerinde sırasıyla 1,6 ve 1,4 puan geriledi. **Yılın ilk çeyreğinde birikimli fiyat artışı %10,04** olarak gerçekleşti. Çekirdek göstergelerde birikimli değişimler ise B için %8 ve C içinse %7,9 oldu.

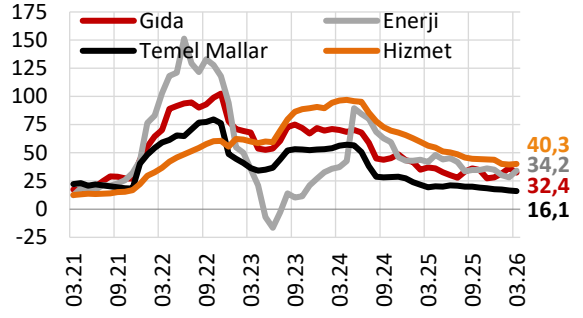
TÜİK tarafından yarın açıklanacak mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık enflasyonunun %2,02 ile şubat ayına kıyasla (%2,77) belirgin gerilediğini hesaplıyoruz. İşlenmemiş gıdayı dışlayan B (m.a.) aylık enflasyonu da %2,42'den %1,83'e gerilerken, gıdayı tamamen dışlayan C (m.a.) aylık enflasyonu artış kaydetti (%1,84→%2,10). İşlenmiş gıdadaki yavaşlama (%5,2→%0,6) temel mal kaynaklı hızlanmanın B endeksine yansımalarını engelledi.

Grafik 1. Tüfe ve çekirdek endeksler
(yıllık % değişim)

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

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

Kaynak: TÜİK

Grafik 2. Tüfe alt endeksler
(yıllık % değişim)

Mart ayında yıllık enflasyon gıda ve temel mallarda gerilerken, enerji ve hizmetlerde yükseldi (Grafik 2, Tablo 1). Detaylar şu şekilde:

- **Gıda:** Gıda aylık enflasyonu ocak ve şubat aylarındaki sırasıyla %6,6 ve %6,9'luk artışların ardından mart ayında %1,8'e inerek manşet enflasyonda aşağı yönlü sürprizin ana kaynağı oldu. Gıda yıllık enflasyonu 4,0 puan artışla %32,4'e geriledi.

Mevsimsellikten arındırılmış olarak gıda fiyatlarındaki aylık artış ilk 2 aya göre (ortalama: %4,7) belirgin şekilde yavaşlayarak %0,9'a geriledi. Gerileme hem işlenmemiş gıda hem de işlenmiş gıdadan kaynaklanıyor. Taze meyve ve sebze aylık enflasyonu (m.a.) %2,3'ye (şubat: %10,35), diğer işlenmemiş gıda aylık enflasyonu (m.a.) %0,52'ye (şubat: %2,5), işlenmiş gıda aylık enflasyonu ise %0,62'ye (şubat: %5,16) yavaşladı.

Jeopolitik gelişmeler sonrasında akaryakıt fiyatları ve tarımsal üretimde girdi olan kullanılan bazı ürünlerin (gübre, vb.) fiyatlarında gerçekleşen artışlar gıda enflasyonundaki (özellikle işlenmemiş gıda) iyileşmeyi engelleyecek/yavaşlatacak risk faktörleri arasında. Bunlara ilaveten ekmek fiyatlarında 1 Nisan'dan geçerli %16,6 oranındaki artış ile çiğ süt alım fiyatında önümüzdeki dönemde gerçekleşmesi beklenen artışlar işlenmiş gıda aylık enflasyonunu yükseltecek unsurlar olacak.

- **Enerji:** Jeopolitik gelişmeler kaynaklı artan uluslararası enerji fiyatları yurt içinde akaryakıt fiyatlarında %9,5'lik belirgin bir artışa neden oldu. Alt kalem bazında motorindeki artış %14,4, benzindeki artış %7,9 olurken, LPG'deki artış %1,0 ile sınırlı kaldı. Mart ayı başında uygulamaya geçen eşel mobil sistemi (akaryakıt fiyatlarında gerçekleşmesi gereken artışın %75'i maktu ÖTV'nin düşürülmesiyle karşılanıyor) sayesinde enerji emtialarındaki fiyat artışlarının akaryakıt fiyatlarına geçişi önemli ölçüde sınırlandı. Yaptığımız hesaplama göre eşel mobil uygulanmamış olsaydı mart ayında akaryakıt fiyat artışı %23 civarında olacaktı. Motorinde artan rafineri marjları nedeniyle eşel mobil aracılığıyla sağlanan indirim alanı tükendi. Benzinde ise hala bir miktar alan bulunuyor. Nisan ayı başında LPG'de de önemli bir artış gerçekleşti. Bunlara ilaveten akaryakıt fiyatları mart ayı içinde kademeli olarak arttığı için nisan ayına sarkan etkiler mevcut. Bu şartlar altında, nisan ayında da yüksek bir akaryakıt aylık enflasyonu göreceğiz.
- **Temel mallar:** Temel mallarda aylık enflasyon giyim ve ayakkabı grubundaki mevsimsel etkilerin zayıflamasıyla yeniden artışa (%0,44) döndü. Mevsimsel etkilerden arındırılmış aylık değişim de %1,13 ile şubat ayına kıyasla (%0,5) hızlandı. Grup yıllık enflasyonundaki düşüş ise sürdü, yıllık enflasyon 0,5 puan azalışla %16,1 olarak gerçekleşti (Grafik 2, Tablo 2).

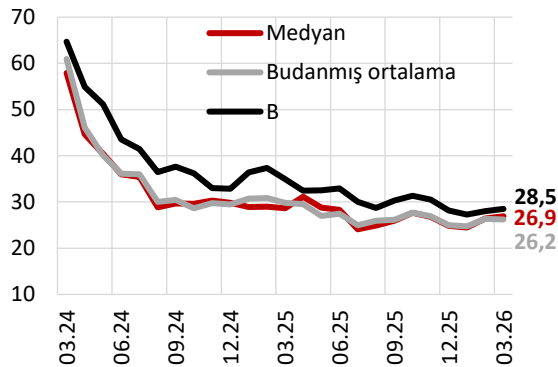
Giyim ve ayakkabı grubunda fiyatlar martta %2,2 gerilerken, mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon %0,53 ile şubata göre hızlansa da oldukça sınırlı olmaya devam etti. Grup yıllık enflasyonunda saha gözlemlerimize ve alternatif ölçümlere kıyasla belirgin ayrışma ise devam ediyor. İTO endeksinde %26,4 düzeyinde olan yıllık giyim enflasyonu TÜİK verilerinde aylık 0,5 puanlık artışla %6,8 düzeyinde.

Altın hariç dayanıklı mal aylık enflasyonu %0,8 ile geçen aya kıyasla bir miktar yavaşladı. Talep koşullarından etkilenen bazı gruplardaki fiyat hareketleri talep koşullarında bir miktar zayıflama olabileceğine işaret ediyor. **Diğer temel mallarda** ise aylık enflasyon yeniden %2,2'ye hızlandı.

- **Hizmetler:** Hizmet grubunda mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyonun %2,7'den %2,8'e yükseldiğini hesaplıyoruz. Grup yıllık enflasyonunda süregelen gerileme ise sekteye uğradı; yıllık enflasyon %39,7'den %40,3'e yükseldi (Grafik 2).

Alt kalemlere baktığımızda **kira** (m.a.) aylık enflasyonunun %3,18 ile şubat ayına kıyasla sınırlı yükseldiğini görüyoruz. Ulaştırma hizmetlerinde artan akaryakıt fiyatlarının etkisi ve şubat ayında İstanbul'da gerçekleşen ulaşım zammının sarkan etkisiyle aylık enflasyon (m.a.) %2,0'den %4,85'e ivmelendi. Lokanta oteller, haberleşme ve diğer hizmetlerde enflasyon eğilimindeki yavaşlamalar ise ulaştırma hizmetlerinden kaynaklanan etkileri sınırladı. Başta eğitim olmak üzere diğer hizmet grubunda enflasyonun beklentimizin altında kaldığını not ediyoruz.

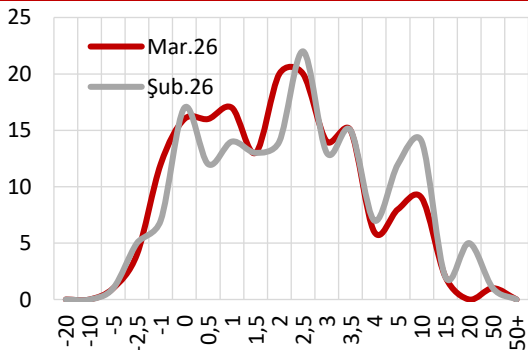
Grafik 3. Enflasyon eğilimi* (m.a. aylık % değ., 3 aylık hareketli ort., yıllıklandırılmış)



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

Kaynak: TÜİK, Akbank

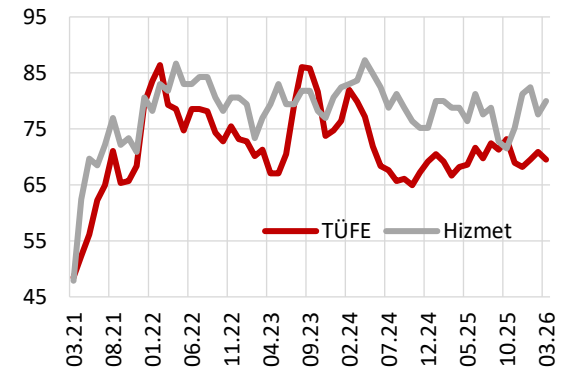
Grafik 5. TÜFE alt kalemleri aylık enflasyon histogramı (mevs. ard.)



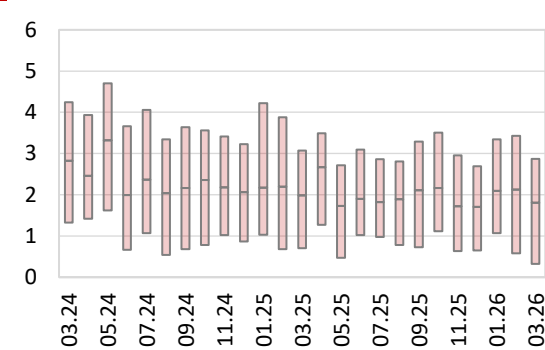
Not: Kırmızı kutucuklar aylık enflasyon dağılımının %25 ve %75'e denk gelen 1. ve 3. çeyreklik dilimlerini (interquartile range – IQR); kutucukların içindeki yatay çizgiler ise medyan enflasyon oranını gösteriyor.

Kaynak: TÜİK, Akbank

Grafik 4. Yayılım endeksi (mevs. ard., artan-azalan, %)



Grafik 6. TÜFE alt kalemleri aylık enflasyon dağılımı (IQR, %)



Para politikası iletişiminde öne çıkarılan medyan enflasyon %1,8'e, dağılım bazlı bir diğer çekirdek gösterge olan budanmış aylık enflasyon oranı da %1,6'ya geriledi. Böylelikle medyan enflasyon geçtiğimiz yılın kasım-aralık eğilimine döndü. Her iki gösterge şubat ayında %2,1 değerini almıştı. Aylık enflasyon dağılımında önceki aya göre sınırlı bir iyileşme görülmekle birlikte dağılımın genişliği, fiyatlandırma davranışlarına dair risklerin halen canlı olduğunu gösteriyor (Grafik 5 ve 6).

Gıdanın yanı sıra akaryakıt fiyatlarındaki artışın önemli bir kısmının nisan verisine girecek olması; jet yakıtı ve gübre gibi diğer emtia fiyatlarında da kayda değer artışlar görülmesi, martta önemli ölçüde sınırlanan enflasyonist etkileri ilerleyen aylarda daha hissedilir hale getirecektir. Makro çerçevemizde yaptığımız güncellemelerle (i) yıl ortalamasında Brent petrol fiyatının 95\$, Dutch LNG fiyatının 50€ düzeyinde seyrettiği, (ii) büyümenin %4,0'ten %3,0'e gerilediği, (iii) elektrik ve doğal gaz fiyatlarında %20'şer artış varsayımının korunduğu, (iv) yıl sonu \$/TL kuru için 50,7 varsayımının değişmediği, (v) şokun TCMB rezervleri ve kamu bütçesi tarafından emildiği baz senaryoda yıl sonu enflasyon tahminimizi 3 puan artışla %28,0'e güncelliyoruz.

Tablo 1. Tüketici Fiyat Endeksi (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Mar.25	Şub.26	Mar.26	Mar.25	Şub.26	Mar.26
TÜFE	2,46	2,96	1,94	38,10	31,53	30,87
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	4,94	6,89	1,80	37,12	36,44	32,36
Alkollü İçecekler ve Tütün	9,96	3,86	4,36	46,74	36,54	29,59
Giyim ve Ayakkabı	-2,48	-5,31	-2,10	14,81	6,79	7,20
Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar	2,10	2,40	1,91	68,56	42,33	42,06
Mobilya, Mefruşat, Ev Aletleri ve Ev Bakım Hizmetleri	2,30	0,90	0,91	32,34	22,18	20,52
Sağlık	0,71	1,62	1,27	42,01	29,26	29,98
Ulaştırma	0,25	2,58	4,52	21,87	28,86	34,35
Bilgi ve İletişim	0,14	3,77	1,54	20,54	22,41	24,12
Eğlence, Dinlenme, Spor ve Kültür	3,68	0,41	3,80	36,94	27,24	27,40
Eğitim Hizmetleri	4,68	3,97	2,12	80,42	55,78	51,97
Lokanta ve Konaklama Hizmetleri	2,15	2,82	1,17	43,38	32,93	31,66
Sigorta ve Finansal Hizmetler	-0,71	8,02	2,86	48,82	28,31	32,93
Kişisel Bakım, Sosyal Koruma ve Çeşitli Mal ve Hizmetler	2,08	1,81	0,15	36,20	28,02	25,61

Kaynak: TÜİK

Tablo 2. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Mar.25	Şub.26	Mar.26	Mar.25	Şub.26	Mar.26
TÜFE	2,46	2,96	1,94	38,10	31,53	30,87
Mallar	2,71	2,82	1,65	30,50	27,17	25,87
Enerji	0,03	1,97	4,75	41,98	28,19	34,24
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	4,94	6,90	1,79	37,12	36,45	32,36
İşlenmemiş Gıda	10,17	9,03	3,18	39,57	42,30	33,29
Taze Meyve ve Sebze	16,03	17,55	3,08	62,46	54,06	36,86
Diğer İşlenmemiş Gıda	5,98	3,25	3,27	25,47	34,81	31,36
İşlenmiş Gıda	0,57	5,16	0,62	34,96	32,04	32,10
Ekmek ve Tahıllar	0,18	2,65	0,01	44,05	27,92	27,70
Diğer İşlenmiş Gıda	0,77	6,16	0,85	30,73	33,71	33,82
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	1,84	-0,48	0,77	22,19	19,14	17,88
Temel Mallar	0,89	-1,00	0,44	19,39	16,57	16,06
Giyim ve Ayakkabı	-2,59	-5,43	-2,17	13,99	6,29	6,75
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	1,63	1,04	0,81	17,95	21,89	20,90
Diğer Temel Mallar	2,09	0,16	2,20	26,27	19,34	19,46
Hizmet	1,96	3,19	2,39	56,34	39,67	40,26
Kira	3,39	3,46	2,41	91,77	53,91	52,45
Lokanta ve Oteller	2,15	2,82	1,17	43,38	32,92	31,66
Ulaştırma Hizmetleri	-0,29	1,43	6,07	49,64	36,10	44,78
Haberleşme Hizmetleri	0,55	8,73	3,03	33,22	34,37	37,69
Diğer Hizmetler	1,83	3,58	1,62	55,20	38,35	38,07
TÜFE	2,46	2,96	1,94	38,10	31,53	30,87
ÖKTG-A (Mevsimlik Ürünler Hariç)	2,07	2,89	2,22	38,62	32,58	32,78
ÖKTG-B (İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	1,30	2,16	1,45	36,99	29,91	30,11
ÖKTG-C (Enerji, Gıda, Alkolsüz İç., Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	1,46	1,53	1,64	37,42	29,46	29,68
ÖKTG-D (İşlenmemiş Gıda, Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	1,15	2,15	1,70	37,57	29,99	30,69
ÖKTG-E (Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	2,20	2,94	1,88	37,80	31,34	30,91
ÖKTG-F (Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar Hariç)	2,39	3,06	1,67	35,30	31,05	30,12

Kaynak: TÜİK

Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE)

Yİ-ÜFE martta aylık %2,30 artarken, yıllık değişim 0,5 puan artışla %28,1'e yükseldi (Tablo 3). ÜFE'nin alt detaylarına bakıldığında, enerji grubunda son dönemdeki fiyat düşüşü, uluslararası fiyatlardaki yükselişin etkisiyle yerini %4,65'lik artışa bıraktı. Diğer mal gruplarındaki fiyat artışları ise şubat ayına kıyasla yavaşladı. Jeopolitik gerilime bağlı fiyat şokunun kalıcılığı ve tedarik zincirlerinin gelişmelerden ne denli etkileneceği önümüzdeki aylarda ÜFE'nin seyri açısından önemli olacak.

Tablo 3. Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Mar.25	Şub.26	Mar.26	Mar.25	Şub.26	Mar.26
Yurt İçi ÜFE	1,88	2,43	2,30	23,50	27,56	28,08
Ara Mali	2,28	2,48	2,07	19,78	26,09	25,84
Dayanıklı Tüketim	2,19	4,47	0,89	32,91	32,14	30,45
Dayanısız Tüketim	2,26	3,30	2,56	30,89	31,57	31,95
Enerji	-1,17	-0,22	4,65	16,98	20,68	27,78
Sermaye Mali	2,53	2,25	0,68	23,14	29,51	27,18

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 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

