

Makro: Ara hedefler yukarı güncellenirken, mevcut çerçeve ve politika duruşu uzun süre korunacak görünüyor

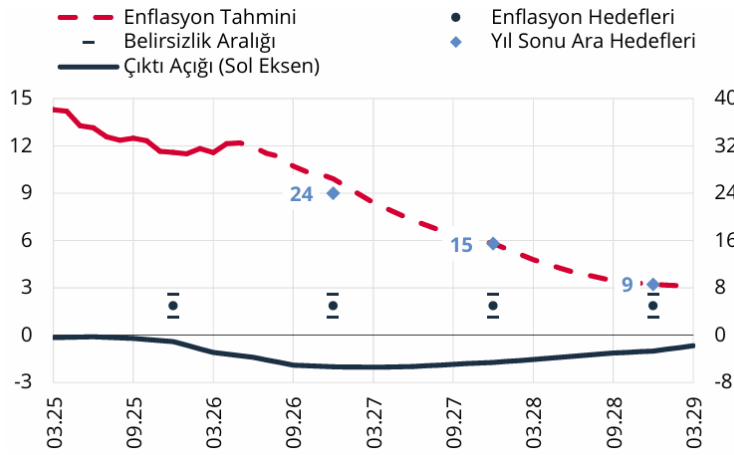
1. Tahminler

TCMB 2025 yılının üçüncü enflasyon raporunda orta vadeli tahminlerin iletişimine ilişkin çerçeveyi değiştirmiş; yıl sonu "enflasyon tahminleri" ile para politikasını belirlerken referans alınacak ve dezenflasyon sürecinde ulaşılması taahhüt edilen düzeyleri belirten "ara hedefleri" birbirinden ayırtmıştı. Bu çerçevede, enflasyon tahminlerinin veri akışına bağlı olarak revize edilebileceği, ara hedeflerin rapor dönemleri arasında olağanüstü gelişmeler olmadığı sürece değiştirilmeyeceği belirtilmişti.

TCMB, jeopolitik gelişmelerin olağan dışı etkilerine atıfta bulunarak ara hedef, enflasyon tahmini ve enflasyon tahminlerine yönelik iletişimde çeşitli değişikliklere gitti. Buna göre:

- **Ara hedefler** 2026, 2027 ve 2028 yıl sonları için sırasıyla %24, %15 ve %9 olarak güncellendi. Önceki ara hedefler sırasıyla %16, %9 ve %8 idi.
- **Tahmin aralığı iletişimine ara verildi.** Bunun yerine, baz senaryo altında nokta tahminler sunulurken, bu tahminler etrafındaki risk unsurlarına yönelik sayısal gösterimden ziyade betimsel bir anlatım tercih edildi.
- **Baz senaryodaki** yıl sonu enflasyon tahminleri 2026 için %26 ile ara hedefin üzerinde; 2027 ve 2028 içinse ara hedeflerle aynı belirlendi (Grafik 1). Önceki enflasyon raporunda tahmin bandı orta noktaları sırasıyla %18, %9 ve %8 idi.

Grafik 1. 2026-II Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Tahmin muhasebesi: Ara hedef ve tahminlerdeki değişikliğe dair sayısal muhasebe paylaşılmadı. Halbuki ara hedeflerin tanıtıldığı raporda bu kapsamda bir tahmin muhasebesi paylaşılmıştı. ([Makro: 2025-III Enflasyon Raporu](#)). 2026 yılı için temel varsayımlardaki değişikliklere baktığımızda, petrol varsayımının 60,9\$'dan 89,4\$'a yükseltilmesi (%46,8 artış), raporda yer alan Kutu 2.4'teki analize göre, eşel mobil olmadan, bir yıl içinde enflasyona 4,7 puan katkı yapmakta. Ancak eşel mobil uygulaması, gıda varsayımındaki güncelleme, diğer emtialardaki artış ve ekonomide öngörülen yavaşlamanın toplam etkisi, 8 puanlık tahmin güncellemesini açıklamak için yeterli görünmüyor. Aradaki farkı, düşük kalması kuvvetle muhtemel geçmiş tahminlerin telafisi şeklinde yorumluyoruz.

2. Varsayımlar

Dış talep: İhracat ağırlıklı küresel büyüme varsayımı, jeopolitik gelişmelerin başta Körfez ülkeleri olmak üzere küresel büyüme görünümü üzerindeki sınırlayıcı etkisi nedeniyle 2026 yılı %2,3'ten %1,7'ye güncellendi (Tablo 1). Dış talep görünümü bu denli zayıflarken, çıktı açığı tahminlerinin ima ettiği büyüme güncellemesinin sınırlı olması, içsel tutarlılık açısından daha güçlü bir iç talep, dolayısıyla ekonomi politikalarında daha gevşek bir duruş ima ediyor.

Gıda fiyatları: 2026 için gıda enflasyonu varsayımı %19'dan %26,3'e güncellenirken, bu güncelleme büyük ölçüde ocak-nisan dönemindeki gerçekleştirmelere dayandırıldı (Tablo 1). Gıda arz koşullarındaki normalleşmenin önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarını olumlu yönde etkileyeceği öngörüldü. Buna rağmen 2027 gıda enflasyonu da %11'den %19'a yükseltildi.

Kamu durumu: Geçmiş raporlardakine benzer şekilde, maliye politikasının dezenflasyon sürecine katkı sağlayacağı ve kamu kontrolündeki fiyatlar ile borçlanma, vergi ve gelirler politikalarının enflasyondaki düşüşü destekleyecek şekilde belirleneceği varsayıldı. Bu kapsamda, önümüzdeki dönemde eşel mobil uygulamasının devam edeceği öngörüldü. Ancak diğer yönetilen fiyatlardaki (enerji, tarımsal ürün alım fiyatları, vb.) geçmiş ayarlamalar, bu kanaldaki risklerin net yukarı yönlü olduğuna işaret ediyor.

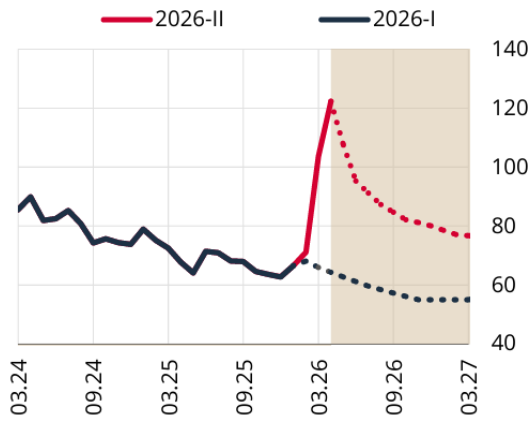
Emtia fiyatları: Petrol fiyatına yönelik varsayımlar yukarı yönlü belirgin güncellenirken, enerji dışı emtia fiyatlarındaki gelişmeler de dikkate alınarak ithalat fiyatlarında da 2026 için yukarı yönlü güncelleme yapıldı (Grafik 2, Tablo 1).

Tablo 1. Varsayımlardaki Güncellemeler

	2026	2027
İhracat Ağırlıklı Küresel Büyüme Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	1,7 (2,3)	2,5 (2,2)
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD Doları)	89,4 (60,9)	75,4 (56,0)
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	6,3 (2,0)	-0,2 (-0,9)
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu Yüzde Değişim)	26,3 (19,0)	19,0 (11,0)

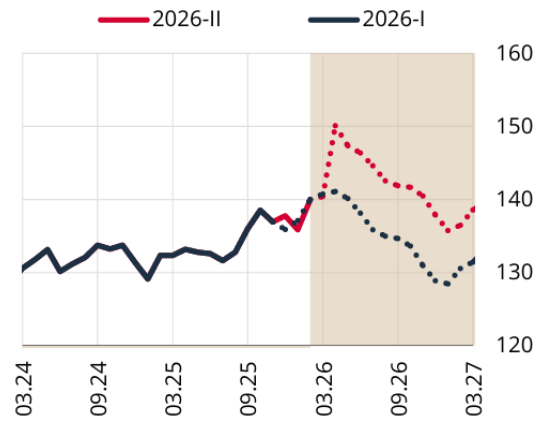
* Parantez içindeki sayılar bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki değerleri göstermektedir.

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.



Kaynak: TCMB, TÜİK.

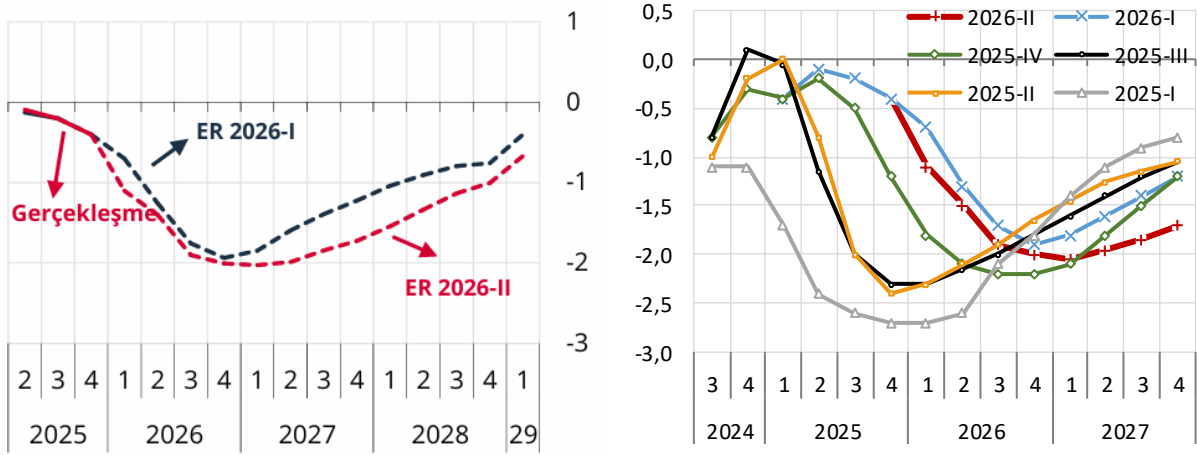
* Taralı alan tahmin dönemini göstermektedir.

Ekonomik aktivite: Çıktı açığı tahminlerinde son dönemdeki raporların aksine küresel belirsizliklerin etkisi ile aşağı yönlü güncelleme yapıldı (Grafik 3, sol panel). Çıktı açığı tahminlerine göre önümüzdeki dönemde önceki rapordakine kıyasla bir miktar daha yavaş bir büyüme öngörülüyor. Ayrıca, döngüsel dip noktası 2027'nin ilk yarısına kaymış görünüyor. Farklı çeyreklik potansiyel büyüme varsayımları altında çıktı açığı projeksiyonlarıyla uyumlu büyüme tahminleri şöyle (Tablo 2):

Tablo 2. Çıktı Açığı Tahminlerinin İma Ettiği Yıllık Büyüme (%)

	Potansiyel Çeyreklik Büyüme (%)		
	0,8	1,0	1,2
2026	1,9	2,5	3,0
2027	3,0	3,8	4,7
2028	3,9	4,7	5,6

Grafik 3. TCMB Çıktı Açığı Tahminleri

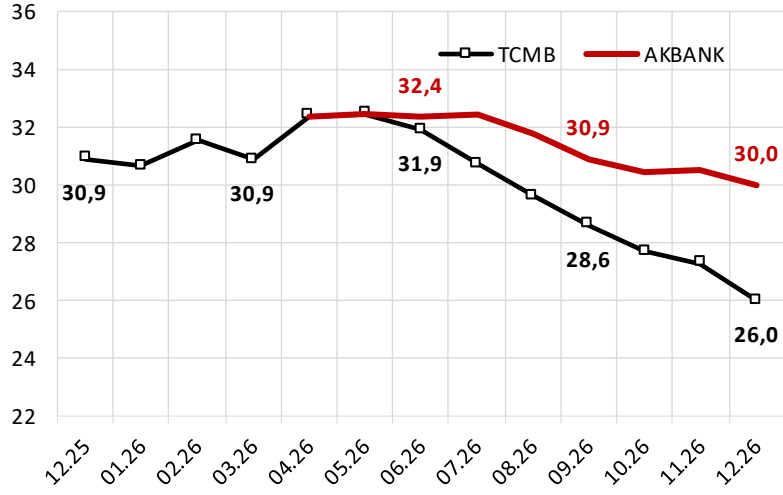


3. Değerlendirmelerimiz

- TCMB'nin ara hedef ve tahminlerde yaptığı yukarı yönlü güncellemenin boyutunu temel varsayımlardaki değişikliklerin ima ettiğinden daha kuvvetli buluyoruz. Dolayısıyla yapılan güncellemenin, geçmiş tahminlerin olması gerekenden düşük kaldığının bir göstergesi ve telafisi olduğu söylenebilir.
- 2027 yıl sonu enflasyon tahminindeki güncellemeyi de para politikası yaklaşımı açısından önemli görüyoruz. 2027 yıl sonu ara hedefi 6 puan yükseltilerek %9'dan %15'e güncellendi. Para politikası kontrol alanına giren bir vadeye kısa vadedeki güncellemeye yakın bir güncelleme yapılması enflasyonist şoklara karşı pasif para politikası mesajı içerdiğinden tahmin kredibilitésini zayıflatıyor.
- Basın toplantısının soru/cevap bölümünde bir sonraki PPK toplantısı için "tüm seçeneklerin masada olduğu" ve "dolarizasyon riski görülmediği" şeklindeki ifadeleri, reaksiyon fonksiyonuna dair geçmiş gözlemlerimiz ışığında, "güçlü bir dolarizasyon olmadığı müddetçe statükonun korunacağı" şeklinde yorumluyoruz.
- Bu çerçevede enflasyon ve politika faizine dair patikalarımızda herhangi bir değişikliğe gitmiyoruz. TCMB'nin 2026 yıl sonuna dair nokta tahminine (%26) geçmiş yaklaşımını uyguladığımızda tahmin bandı üst sınırı %29 ile tahminimize yakın bir noktaya geliyor (Grafik

4). Yıl sonuna kadar politika faizinde indirim alanı olmadığını (veya belki çok sınırlı bir alan açılabileceğini) değerlendiriyoruz.

Grafik 4. Enflasyon Tahminleri



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

YASALUYARI: Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne Őekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İç bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Akbank TAŐ, Ak Yatırım AŐ ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAŐ ve Ak Yatırım AŐ her an, hiğbir Őekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldıracaktır. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iç bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiğbir Őekil ve surette Akbank TAŐ ve Ak Yatırım AŐ'nin herhangi bir taahhüdünü içermediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, geręekleřtirilecek 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, geręekleřtirilecek 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 hiğbir Őekil ve surette Akbank T.A.Ő, Ak Yatırım A.Ő ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiğbir Őekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Akbank TAŐ, Ak Yatırım AŐ 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, iç bu hizmeti vermeye yetkili kurum ve kuruluşlarla temasa geğmesi ve bu hizmeti bir sözleşme karşılığında alması SPK mevzuatınca zorunludur. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim Őirketleri, 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.

