

Makro: Emtia fiyatlarındaki hızlı düşüşler kısa vadeli enflasyon görünümünü iyileştirirken, gözler temmuz ayına çevriliyor

Tüketici fiyatları haziranda aylık %0,99 artarak beklentimizle uyumlu gerçekleşti. Böylelikle yıllık enflasyon mayısa göre 0,5 puan düşüşle %32,1'e geriledi. Petrol fiyatlarındaki düşüşün akaryakıt kanalıyla doğrudan ve dolaylı etkileri hissedildi. Yılın ilk aylarındaki sert fiyat artışlarının ardından gıda grubu da enflasyonu sınırladı. Akaryakıt fiyatlarında mart-haziran birikimli artışı %11,5'e geriledi. Haziran itibarıyla akaryakıt fiyatlarının enflasyona birikimli etkisini 3-3,5 puan arasında tahmin ediyoruz. Eşel mobilden üç ay içerisinde kademeli olarak çıkılacağı duyuruldu. Böylece, hisse senedi piyasasında açığa satış yasağının kaldırılmasından sonra 'acil durum' önlemlerinden 'kademeli normalleşme' fazına geçiş belirginleşiyor. 23 Temmuz PPK toplantısında da bu yönde bir adım atılma ihtimali oldukça yüksek.

TÜİK yöntemiyle bir sonraki iş günü açıklanacak mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) aylık enflasyonu %1,74 hesaplıyoruz (mayıs: %1,88). Dışlama bazlı çekirdek göstergelerden B ve C aylık enflasyonları (m.a.) %2,1 ve %2,0 (önceki %2,3 ve %2,2). Dağılım bazlı çekirdek göstergelerden medyan ve budanmış aylık enflasyon oranları %1,86 ve %1,91 (önceki %1,85 ve %1,87). Medyan enflasyonda 2024 ortasından bu yana süregelen katılık devam ediyor. Bu durum, enflasyonun ana eğiliminin kaç olduğu ve ne düzeylerde katılık sergilediği sorusunu canlı tutuyor. Medyan son iki yıllık ortalaması aylık %2,0 yıllıklandırılmış %26,8; son bir yıllık ortalaması aylık %1,9 yıllıklandırılmış %25,7. Tarihsel olarak TÜFE enflasyonu, medyanın ortalama 4 puan üzerinde gerçekleşiyor. Dolayısıyla enflasyonun kısa vadeli ana eğilimini %29-30 civarında değerlendiriyoruz.

Dezenflasyon hikâyesinin ikna edici şekilde yeniden merkeze oturabilmesi için bu düzeyleri kırmaya yönelik politika ve iletişim adımları önemli olacak. Yakın dönemde büyüme tavanlarının düşürülmesiyle kredi koşullarının sıkılaştırılması yurt içi talebi daha da yavaşlatacaktır. Ancak makro ihtiyati araçlarla sağlanmaya çalışılan finansal sıkılığın beklenti kanalına etkisini sınırlı öngörüyoruz. Ücretler üzerinde biriken baskıyı da dikkate aldığımızda, kısa vadede gözlediğimiz ana eğilimin orta vadede belirgin şekilde aşağı kırılması zor görünüyor.

Temmuz ayındaki yarı yıl fiyatlamaları, önümüzdeki günlerde takip edilecek en önemli gösterge konumunda. Otoriteler de yönetilen fiyat/vergi ayarlamaları tarafında enflasyonu sınırlayıcı bazı kararlar açıkladı. Bu kapsamda, akaryakıt ve sigaralarda Yİ-ÜFE'ye endeksli yıl ortası otomatik vergi ayarlamaları yapılmayacak. Buna karşılık, savaş öncesi vergi düzeylerine hızlı şekilde dönemele motivasyonu eşel mobilden kademeli çıkış plânını enflasyon açısından riskli bir uygulama olarak değerlendiriyoruz. Mekanizmanın koruma derecesi olası enflasyonist etkileri sınırlayacak şekilde petrol fiyat düzeyine koşullanabilecekken, politika öncelikleri içerisinde vergi gelirleri ve bütçe performansının daha önde olduğu görülüyor.

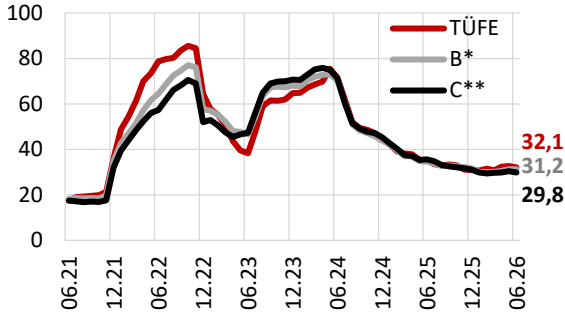
Emtia fiyatları savaşın ilk haftalarında kurguladığımız senaryolara göre çok daha hızlı geriledi. Brent petrol (spot) yılın ilk yarısında ortalama 92,5\$; temmuzun ilk üç gününde ise 68\$. Mevcut seviyeler yılın kalanında korunursa yıllık ortalama 80\$'a gerileyecek. Böylelikle, hâlihazırda ortalama 90\$ varsayımıyla ürettiğimiz yılsonu enflasyon ve politika faizi tahminleri (%30,0 ve %37,0) üzerindeki aşağı yönlü riskler artıyor. Bugünkü koşullarda yılsonu enflasyonu %29'a kadar gerileyebilir. Büyük bir enflasyon sürprizi yaşanmaz ve mevcut görünüm korunursa, TCMB 23 Temmuz PPK toplantısında efektif fonlama faizini %37'ye çektiikten sonra kalan üç toplantının en az ikisinde indirim giderek politika faizini yılsonunda %34-35 düzeylerine çekmek isteyebilir. Bu patikayı yıl içerisinde görülebilecek en iyi senaryo şeklinde nitelemekle birlikte, orta vadede dezenflasyonun sürekliliği için gerekenden oldukça uzak bir parasal duruş olarak değerlendiriyoruz.

Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)

Aylık enflasyon %0,99 ile tahminimiz (%0,9) ve piyasa beklentileriyle (%0,95) ile uyumlu gerçekleşti. Böylelikle yıllık enflasyon 0,5 puan azalışla %32,1 oldu. **Yılın ilk yarısında birikimli fiyat artışı** ise %17,76 olarak gerçekleşti. Enflasyonun aylık bazda sınırlı kalması ve yıllık bazdaki düşüşünde sebze fiyatlarındaki olumlu seyir ile petrol fiyatlarındaki geri çekilme ile birlikte akaryakıt fiyatlarındaki düşüşün etkileri gözlemlendi. Enerji ve işlenmemiş gıdayı dışlayan **çekirdek B göstergesinde yıllık enflasyon %31,3'ten %31,2'ye sınırlı geriledi.** C endeksi yıllık enflasyonu ise güçlü artmaya devam eden işlenmiş gıda fiyatlarının dışlanmasıyla %30,4'ten %29,8'e yavaşladı (Grafik 1, Tablo 3).

TÜİK tarafından açıklanacak mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) TÜFE aylık enflasyonunun %1,74 ile mayıs ayına kıyasla (%1,88) bir miktar gerilediğini hesaplıyoruz. Benzer bir iyileşme çekirdek enflasyon göstergelerinde de var. Haziran ayında B (m.a.) aylık enflasyonu %2,3'ten %2,1'e, C (m.a.) aylık enflasyonu da %2,2'den %2,0'ye geriledi.

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

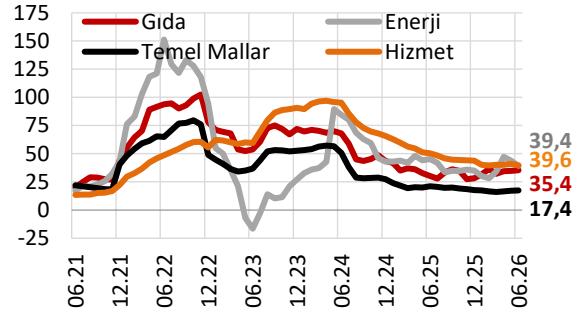


* İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü iç. ve tütün ürünleri ile altın hariç TÜFE

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

Kaynak: TÜİK

Grafik 2. Tüfe alt endeksler (yıllık % değişim)

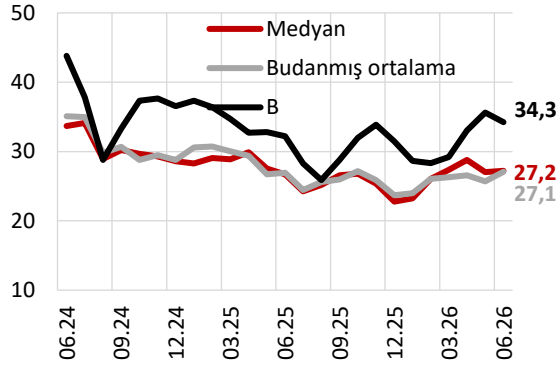


Haziran ayında yıllık enflasyon gıda ve temel mallarda bir miktar yükselirken, enerji ve hizmetlerde geriledi (Grafik 2, Tablo 1). Detaylar şu şekilde:

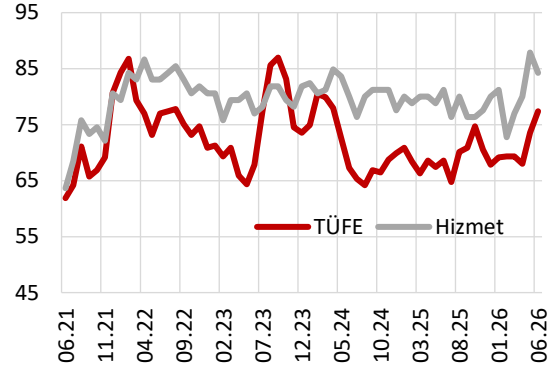
- **Gıda:** Gıda aylık enflasyonu taze meyve ve sebze fiyatlarındaki olumlu seyrin katkısıyla %0,16 olurken, yıllık enflasyon işlenmiş gıda kaynaklı baz etkisiyle 0,5 puan artarak %35,4 olarak gerçekleşti. Mevsimsellikten arındırılmış gıda aylık enflasyonu %1,98'ten %1,89'a sınırlı geriledi. Sebze fiyatlarındaki olumlu seyrin güçlenmesine rağmen, diğer işlenmemiş gıdadaki artışlar ile işlenmiş gıdada aylık enflasyonun güçlü kalması gıda grubundaki iyileşmeyi sınırladı.
- **Enerji:** Enerji fiyatları uluslararası petrol fiyatlarındaki hızlı geri çekilmenin etkisiyle akaryakıt fiyatlarındaki düşüşle (%3,94) haziranda aylık bazda %0,91 geriledi. Böylelikle, enerji grubunda yıllık enflasyon 4,5 puan gerileyerek %39,4 oldu. Akaryakıtta, son 6 ayın birikimli ÜFE artışına endeksli otomatik maktu ÖTV artışının uygulanmayacak olması enerji yıllık enflasyonundaki düşüşün devamını destekleyecek bir gelişme. Buna ek olarak Resmi Gazete'de yayımlanan karara göre eşel mobil uygulamasından üç ay içinde kademeli olarak çıkılacak.
- **Temel mallar:** Temel mallarda aylık enflasyon giyim ve ayakkabı grubundaki mevsimsel fiyat artışlarının son bulmasıyla yeniden %1,11'e yavaşlarken, grup yıllık enflasyonu 0,1 puan artışla %17,4 oldu. Temel mallarda aylık enflasyon (m.a.) %1,5 ile sabit kaldı. Dayanıklı mallarda aylık fiyat artışı (m.a.) %1,4 ile döviz kurlarıyla uyumlu seyrederken, giyim ve ayakkabıda (m.a.) fiyat artışı nisan-mayıs dönemine kıyasla bir miktar yavaşlayarak %1,2 oldu.

- Hizmetler:** Hizmetlerde aylık enflasyon (m.a.) %2,6'dan %2,3'e geriledi. Bunda akaryakıt fiyatlarındaki gerilemenin ulaştırma hizmetleri enflasyonunu sınırlaması etkili oldu. Hizmet yıllık enflasyonu ise %41,1'den %39,6'ya düştü (Grafik 2). Kira (m.a.) aylık enflasyonu sınırlı iyileşerek %3,05 olurken, lokanta-otel grubunda da önemli bir değişiklik olmadı (%2,03'ten %2,11'e). Diğer taraftan, ulaştırma hizmetlerinde aylık enflasyon (m.a.) %4,06'dan %2,3'e yavaşladı. Haberleşme hizmetlerinde ve diğer hizmetlerde de enflasyon eğilimi bir miktar geriledi.

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



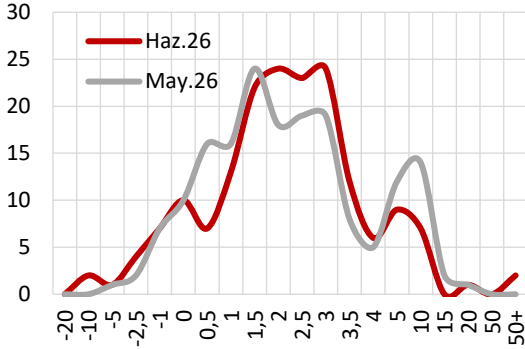
Grafik 4. Yayılım endeksi (mevs. ard., artan-azalan, %)



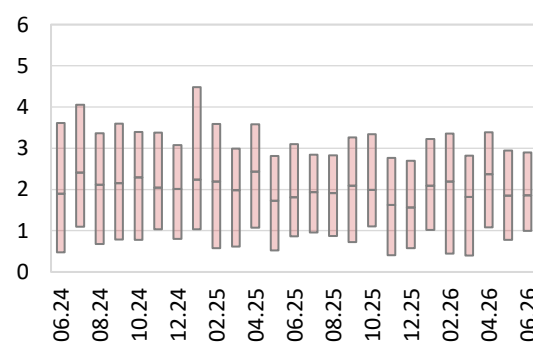
* Budanmış ortalama hesaplanırken aylık enflasyon dağılımının iki uçundan %15'er kesilmiştir.

Kaynak: TÜİK, Akbank

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



Grafik 6. TÜFE alt kalemleri 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.

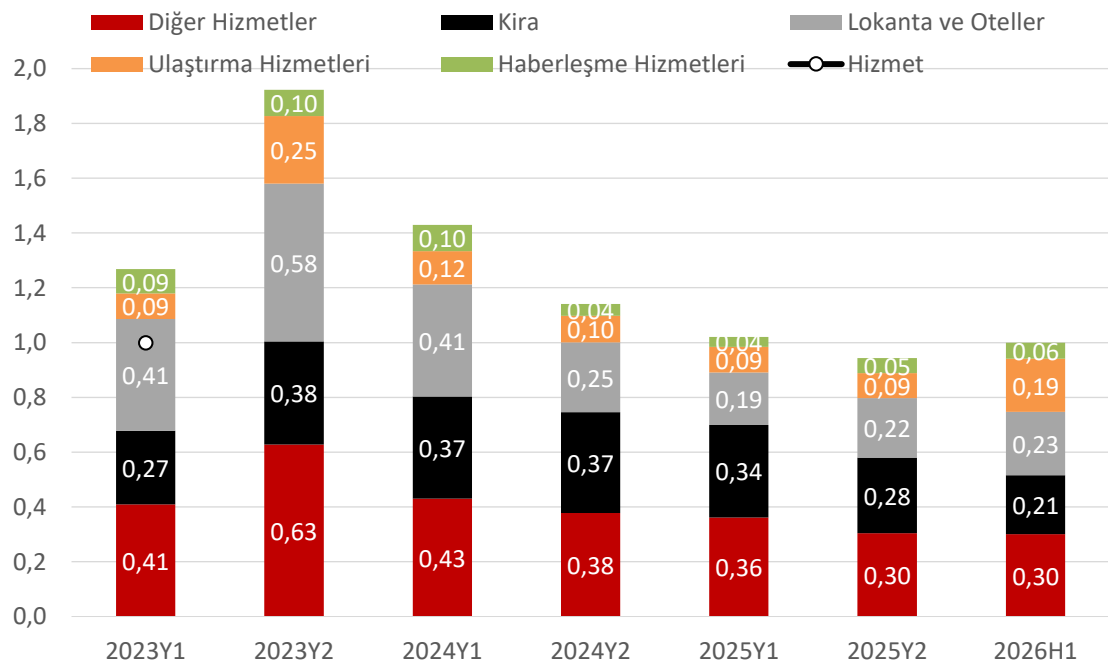
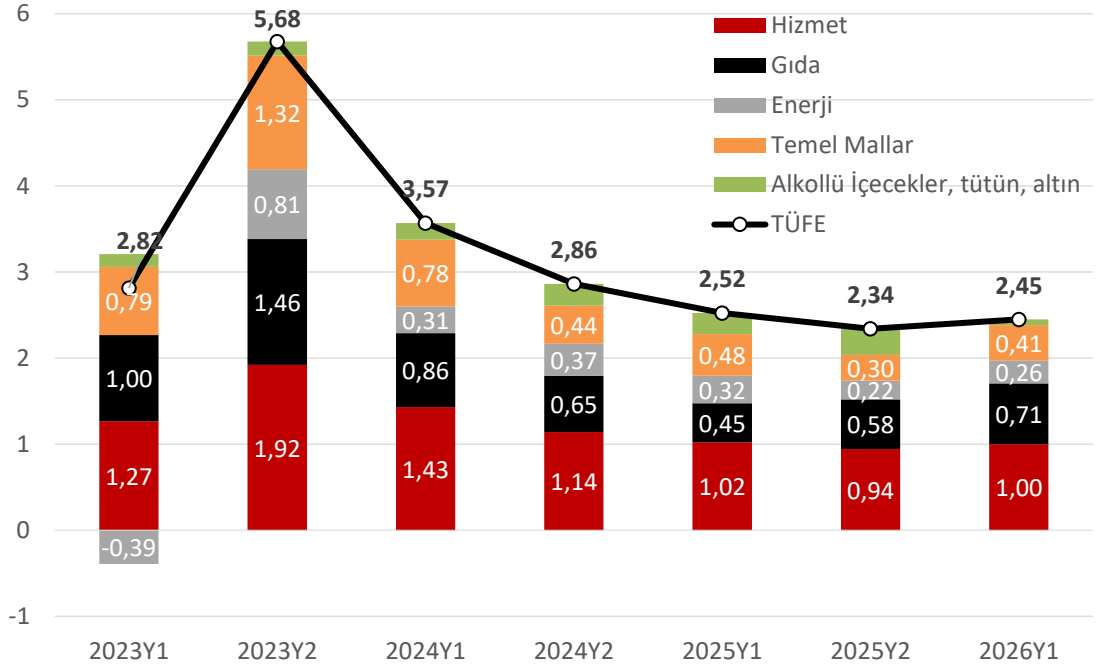
Kaynak: TÜİK, Akbank

Para politikası iletişiminde öne çıkarılan medyan enflasyon %1,85, dağılım bazlı bir diğer çekirdek gösterge budanmış (satırım) aylık enflasyon oranı da %1,9 ile geçen aya benzer seviyelerde gerçekleşti. Her iki göstergenin son üç ve son iki aylık ortalamaları yıllıklandırılmış olarak %27 ve %25'lik bir eğilime işaret ediyor (Grafik 3). Medyan enflasyonda 2024 yılının haziran ayından bu yana kayda değer bir iyileşme görülüyor. Bu durum, enflasyonun ana eğiliminin kaç olduğu ve ne düzeylerde katılık sergilediği sorusunu canlı tutuyor. Medyan son iki yıllık ortalaması aylık %2,0 yıllıklandırılmış %26,8; son bir yıllık ortalaması aylık %1,9 yıllıklandırılmış %25,7. Tarihsel olarak TÜFE enflasyonu, medyanın ortalama 4 puan üzerinde gerçekleşiyor. Dolayısıyla enflasyonun kısa vadeli ana eğilimini %29-30 civarında değerlendiriyoruz. Yayılım endeksleri halen oldukça yüksek seviyelerde (Grafik 4). Mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon dağılımı da henüz orta vadeli hedeflerle uyumlu bir görünüm sergilemiyor (Grafik 5 ve 6).

Emtia fiyatları savaşın ilk haftalarında kurguladığımız senaryolara göre çok daha hızlı geriledi. Brent petrol (spot) yılın ilk yarısında ortalama 92,5\$; temmuzun ilk üç gününde ise 68\$. Mevcut seviyeler yılın

kalanında korunursa yıllık ortalama 80\$'a gerileyecek. Böylelikle, hâlihazırda ortalama 90\$ varsayımıyla ürettiğimiz yılsonu enflasyon ve politika faizi tahminleri (%30,0 ve %37,0) üzerindeki aşağı yönlü riskler artıyor. Emtia fiyatlarına dair bugünkü fiyatlamalarla yılsonu enflasyonu %29'a kadar gerileyebilir. Büyük bir enflasyon sürprizi yaşanmaz ve mevcut görünüm korunursa, TCMB 23 Temmuz PPK toplantısında efektif fonlama faizini %37'ye çektikten sonra kalan üç toplantının en az ikisinde indirim giderek politika faizini yılsonunda %34-35 düzeylerine çekmek isteyebilir. Bu patikayı yıl içerisinde görülebilecek en iyi senaryo şeklinde nitelemekle birlikte, orta vadede dezenflasyonun sürekliliği için gerekenden oldukça uzak bir parasal duruş olarak değerlendiriyoruz.

Grafik 7. Aylık Enflasyona Katkılar (mev. ard., % puan)



Kaynak: TÜİK, Akbank

Tablo 1. Tüketici Fiyat Endeksi (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Haz.25	May.26	Haz.26	Haz.25	May.26	Haz.26
TÜFE	1,37	1,71	0,99	35,05	32,61	32,11
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	-0,27	-0,48	0,17	30,20	34,86	35,45
Alkollü İçecekler ve Tütün	0,14	-0,02	3,46	27,96	29,85	34,15
Giyim ve Ayakkabı	-0,27	11,29	-0,18	14,47	14,08	14,18
Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar	2,62	2,28	2,30	65,47	45,59	45,14
Mobilya, Mefruşat, Ev Aletleri ve Ev Bakım Hizmetleri	2,01	1,99	1,98	30,12	22,36	22,32
Sağlık	0,66	0,41	1,17	38,70	32,94	33,62
Ulaştırma	2,34	2,03	-0,05	27,91	34,29	31,15
Bilgi ve İletişim	1,88	0,45	1,87	18,10	25,58	25,57
Eğlence, Dinlenme, Spor ve Kültür	1,39	1,17	1,00	33,44	25,88	25,39
Eğitim Hizmetleri	4,48	0,83	1,72	73,33	50,06	46,10
Lokanta ve Konaklama Hizmetleri	2,10	1,87	2,11	35,59	31,59	31,61
Sigorta ve Finansal Hizmetler	1,24	0,49	1,06	48,40	28,30	28,07
Kişisel Bakım, Sosyal Koruma ve Çeşitli Mal ve Hizmetler	1,74	0,51	1,04	35,06	23,55	22,71

Kaynak: TÜİK

Tablo 2. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (Ham Veri)

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Haz.25	May.26	Haz.26	Haz.25	May.26	Haz.26
TÜFE	1,37	1,71	0,99	35,05	32,61	32,11
Mallar	0,71	1,34	0,53	28,44	28,13	27,90
Enerji	2,27	-0,17	-0,91	45,40	43,88	39,41
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	-0,27	-0,48	0,16	30,20	34,86	35,44
İşlenmemiş Gıda	-1,68	-4,05	-2,83	30,26	34,76	33,19
Taze Meyve ve Sebze	-1,94	-9,34	-10,22	44,72	39,96	28,15
Diğer İşlenmemiş Gıda	-1,50	0,14	2,48	21,36	31,66	36,98
İşlenmiş Gıda	0,97	2,63	2,60	29,97	35,31	37,50
Ekmek ve Tahıllar	1,46	2,63	1,60	36,59	33,80	33,98
Diğer İşlenmiş Gıda	0,71	2,63	3,00	26,75	35,93	39,02
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	0,96	3,46	1,25	22,11	18,92	19,25
Temel Mallar	1,01	3,91	1,11	21,09	17,26	17,37
Giyim ve Ayakkabı	-0,32	11,40	-0,22	13,79	13,62	13,74
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	1,24	1,32	1,39	22,37	16,60	16,77
Diğer Temel Mallar	1,59	0,96	2,01	24,84	21,20	21,71
Hizmet	2,73	2,30	1,69	50,34	41,07	39,64
Kira	3,97	2,15	2,65	82,97	49,77	47,87
Lokanta ve Oteller	2,10	1,87	2,11	35,59	31,59	31,61
Ulaştırma Hizmetleri	4,01	5,61	0,58	49,55	52,02	47,01
Haberleşme Hizmetleri	1,48	1,69	1,60	21,74	41,98	42,15
Diğer Hizmetler	2,28	1,14	1,42	51,68	36,89	35,73
TÜFE	1,37	1,71	0,99	35,05	32,61	32,11
ÖKTG-A (Mevsimlik Ürünler Hariç)	1,66	1,63	1,48	36,13	33,76	33,51
ÖKTG-B (İşlenmemiş Gıda, Enerji, Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	1,76	2,87	1,66	34,62	31,30	31,18
ÖKTG-C (Enerji, Gıda, Alkolsüz İç., Alkollü İç., Tütün, Altın Hariç)	1,93	2,92	1,46	35,64	30,44	29,84
ÖKTG-D (İşlenmemiş Gıda, Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	1,84	2,58	1,41	35,99	32,44	31,88
ÖKTG-E (Alkollü İç. ve Tütün Hariç)	1,42	1,76	0,92	35,31	32,66	32,01
ÖKTG-F (Yönetilen-Yönlendirilen Fiyatlar Hariç)	1,48	1,66	0,79	32,84	31,35	30,45

Kaynak: TÜİK

Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE)

Yİ-ÜFE aylık enflasyonu emtia fiyat artışlarının güç kaybetmesiyle %1,8'e yavaşlarken, yıllık enflasyon 0,8 puan azalışla %28,1'e geriledi (Tablo 3). ÜFE'nin alt detaylarına bakıldığında, enerji grubundaki fiyat artışı gecikmeli etkilerle görece daha yüksek gerçekleşmeye devam etse de önceki aylara kıyasla belirgin şekilde yavaşladı. TÜFE'yi doğrudan ilgilendiren mal gruplarına bakıldığında ise fiyat artışlarının dayanıklı tüketimde oldukça yavaşladığı, dayanıksız tüketimde ise bir miktar hız kazandığı görülüyor.

Tablo 3. Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi

	Aylık % Değişim			Yıllık % Değişim		
	Haz.25	May.26	Haz.26	Haz.25	May.26	Haz.26
Yurt İçi ÜFE	2,46	2,75	1,80	24,45	28,93	28,09
Ara Malı	1,77	2,94	1,88	21,77	27,76	27,89
Dayanıklı Tüketim	2,12	1,31	0,24	29,92	31,39	28,97
Dayanıksız Tüketim	1,12	1,29	1,41	26,45	31,05	31,42
Enerji	8,42	6,60	3,04	24,15	31,45	24,93
Sermaye Malı	2,26	1,58	1,66	27,40	23,73	23,01

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 şekilde, 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 bizzat 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.

