

TCMB, 2.çeyrek enflasyon raporunda **gerginliğin** etkisiyle birlikte mecburi revizyonlar yapıldı. Bu doğrultuda:

- **Gerginlik etkilerinin kısa vadede canlı kalması bekleniyor.** Bu doğrultuda bu mesajdan anladığımız **Mayıs ve Haziran** ayında da çeşitli makro göstergelerde **karmaşık** seyrin devamı takip edilebilir.
- **Küresel büyüme ve talep kompozisyonu yavaşlayacak.** Yapısal manada enflasyon artışına yönelik riskler masada olsa da **en büyük aşağı yönlü risk** bu kısım olduğunu değerlendiriyoruz.
- **Mayıs ayı itibariyle gıdadan ümitli bir çerçeve var.** Özellikle PUSULA ARIMA TÜFE'de de teyit ettiğimiz çerçevede olduğu gibi gıda fiyatları **savaş öncesi seviyenin** altına indi. O yüzden Mayıs ve Haziran ayında **%2 altında enflasyon görme ihtimali –ikincil şok olmadıkça- arttı.**
- **Hizmet enflasyonu anlattığımız gibi.** TCMB, özellikle kira ve eğitim tarafında kırılmanın **genele yayılmasını** bekliyor. Bu durum yılın 2.yarisında daha etkin görülebilir ancak Eylül ayı eğitim ve kira maliyet girişleri kaynaklı stres testi olacağını vurgulamak isteriz. Stres testi bir nebze olsun geçen seneye kıyaslı mevzuat değişikliği kaynaklı yıllık bazda avantajlı geçebilir.
- **Ulaştırma maliyetleri enflasyon için risk.** TCMB, özellikle hizmette destek alırken ulaştırma tarafında petrol fiyatlarının riskini gözetiyor. Fiyatlama fonksiyonuna ve gününe göre şekillendirmelere devam edeceğiz.
- **Temel varsayımlarda sınırlı kötümserleştirme yapıldı.** Özellikle petrol tarafında kötümserleştirmenin karşısına büyüme kötümserleştirmesi yapılarak **sınırlı bozulma** vurgusu yapıldı.

Tablo-1: Temel Varsayımlar (seviye, grup, %)

Alan	Yıl	1.Çeyrek Raporu	2.Çeyrek Raporu
Küresel Büyüme Endeksi (yıllık ortalama %)	2026	2,3	1,7
	2027	2,2	2,5
Petrol Fiyatları (\$, yıllık ortalama)	2026	60,9	89,4
	2027	56	75,4
İthalat Fiyatları (\$, yıllık ortalama %)	2026	2	6,3
	2027	-0,9	-0,2
Gıda Fiyatları (yıl sonu % değişim)	2026	19	26,3
	2027	11	19

- **Bu revizyonlar doğrultusunda ara hedefler güncellendi.** İlk çeyrekte 2026,2027,2028 yılları için sırasıyla **%16, %9, %8** seviyesinden sırasıyla **%24, %15, %9'a** yükseltildi.
- **Belirsizlikler kaynaklı TCMB tahmin vermeyi bıraktı.** Beklenti yönetim tarafında **betimleme** yöntemiyle birlikte **beklenti** ortaya koyarak **tahmin aralığı ve tahminlendirme sürecini süresiz** şekilde askıya aldı.
- **Beklentiler netleştirildi.** TCMB, 2026,2027 ve 2028 yılları için **%26, %15 ve %9** enflasyon bekleyerek **ara hedeflere oldukça paralel bir görünüm var.**
- **Risk unsurları var.** Savaşın olduğu ortamda doğal olarak risk unsurları **yukarı yönlü** daha fazla olmakla birlikte **gıdada pozitif arz şoku ve petrol fiyatlarının temel varsayımlardan düşük kalma** olasılığı benimsenişi dikkat çekiciydi.
- **Faizde istenilen mesaj alınamadı.** Piyasa, TCMB'den faiz artırırız mesajı beklerken TCMB beklenenin aksine **her seçenek masada** diyerek PPK metninde yer verdiği **toplantı bazlı değerlendirme** vurgusunu sürdürdü.
- **Asimetrik koridor sürececek.** Bu doğrultuda fonlama mekanizması nezdinde **%40'tan** fonlama odağının devam ettiği ancak bant artışı ya da çerçeveyi **%40'a** yakınlaştırma gibi durumun **olmadığını** takip ediyoruz.

TCMB toplantısını açıkça şahin bulmakla birlikte 2023-2025 arasında olduğu gibi yine TL kompozisyon tarafında kalma odağının kontrol ufkü olarak gözetilen 2027 Mart'a kadar devam edeceğini değerlendiriyoruz. Bu doğrultuda riskli varlıklar özelinde pozitif ve negatif çerçeveyi gözetmek gerekirse:

Pozitif:

- **Enflasyona duyarlı şirketler ön planda kalmaya devam edebilir.** Gıda perakende, gıda, sağlık, enerji dağıtım gibi sektörlerin bu yıl daha da pozitif ayrışması beklenebilir.
- **TL mevduat ve para piyasası ilgisi takip edilebilir.** Enflasyon üzeri getiri karmaşası Nisan ayında görülse de enflasyon özelinde %3,5'leri aşmayan aylık enflasyon görüldükçe bu tarafa olan ilgi artabilir.
- **DTH talebi düşük kalabilir.** Önceki yıllara nazaran dengelenen küresel kompozisyon ve altın tarafında hareketlilik olmaması nedeniyle dolarizasyon oranı daha da yatay seyredebilir.

Negatif:

- **Faiz indirimleri özelinde beklentiler daha da kötümserleşebilir.** Bu durum başta bankacılık olmak üzere bir çok sektörü bu yılda da baskılayabilir. Bu durum doğal olarak uzun süredir süregelen seçici davranma iştahını hisse senetleri ve diğer riskli varlıklar özelinde daha fazla artırabilir.
- **Satın alma paritesi iyice bozulabilir.** 2026 çerçevesinde gerek şirketlerin gerek ekonomi yönetiminin bir ara zam beklentisi yok. Enflasyona ilişkin beklentiler kötümserleştikçe burada satın alma paritesi tüketici özelinde sorun olarak karşımıza çıkabilir. **Satın alma paritesine duyarlı içecek, sanayi gibi sektörler doğrudan etkilenebilir.**
- **Finansman koşullarının sıkı kalması zorlanan kompozisyonu ve rekabet gücünü iyice elimine edebilir.** Bu doğrultuda imalat sanayide iyice zarar gören tekstil, mineral gibi sektörlerde konkordato ve iflaslar devam edebilir.

Sonuç olarak, toplantıyı iletişim ve şahin kalınım açısından olumlu bulmakla birlikte yıl sonu beklentilerimizde henüz revizyon gereksinimi görmüyoruz.

Mayıs ayı öncü ölçümlerimiz %1'in altında seyretmekte olup yukarı yönlü riskler var olsa da bayram etkilerini de sürece katarak %2 üzerine ulaşma ihtimalinin –ikincil şok olmadıkça görece az olduğunu değerlendiriyoruz.

Yıl sonunda %26 TÜFE ve %33 politika faizi beklentimizi sürdürüyoruz. Faiz indirimleri özelinde Temmuz ve sonrasında olabileceğini, en rahat çerçevenin ise Eylül sonrasına kaldığını değerlendiriyoruz.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Kısıklı Mah. Seher Yeli Sokak Dış Kapı No: 4 İç Kapı No: 2 Üsküdar / İstanbul

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ce dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.