

## Ma kro: “Şahin indirim” beklentilerinin aksine 300 bp indirimle politika faizi %43,0

TCMB, temmuzda politika faizini 300 baz puan indirerek %43 olarak belirledi. Beklentimiz ve ortalama piyasa beklentisi faiz indirim sürecinin temkinli ve ölçülü bir adımla 250 baz puanla başlayacağı yönündeydi. Gecelik borç verme ve borç alma faizleri de aynı miktarda azaltılarak sırasıyla %46,0 ve %41,5 olarak belirlendi ve asimetrik faiz koridorunun genişliği korundu. Toplantı olmayan ağustos ayında ihtiyaç halinde faiz indirimine gidilmemiş gibi efektif fonlamayı %46 olarak belirleyebilme esnekliği bulunuyor.

Beklenti-üstü indirim nedeniyle önümüzdeki toplantılardaki indirimlerin boyutu önem kazanıyor. Bu konuda net bir yönlendirme yapılmazken, enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı gidileceği ifade ediliyor. Kararın en önemli mesajını “*indirime rağmen şahin iletişim*” yerine “*beklenti üstü güvercin indirim*” şeklinde değerlendiriyoruz. 300 bp’lik indirimin “standart adım büyüklüğü” şeklinde algılanmasının önüne geçmeye çalışsa da TCMB her iki yönde esnekliğini korumak için ifadeyi muğlak bırakmayı tercih etmiş. Negatif çıktı açığını ima eden ifadelerin metne yeniden girmesi, geçtiğimiz yıl başlatılan faiz indirim sürecine benzer bir gerekçelendirmeye işaret ediyor. Bunu, faiz indirim yanlılığına dair önemli bir iletişim detayı şeklinde okuyoruz. Ayrıca, politika hatasını “gerektiğinden sıkı kalma” yönünde yapmayı (“err on the upside”) tercih eden şahin bir iletişim yerine esnek kalma tercihin de gevşeme yanlılığına dair ikinci önemli detay olarak değerlendiriyoruz.

Son dönemdeki rezerv ve döviz kuru politikası çerçevesinde şekillenen değer kaybı eğilimi yılsonunda %24’e ulaşmayı veya %29’un altında kalmayı zorlaştırıyor. Tahminlerimizde yıl sonu için 43,0 düzeyinde belirlediğimiz \$/TL varsayımı üzerindeki riskler ağırlık olarak yukarı yönlü; son üç aylık eğilim yıl sonunda 44,5 civarına işaret ediyor. Enflasyon tahmin hedefinin uzağında iken politika faizinde aşağı yönlü sürpriz yapmak yerine tercihin diğer yönde kullanılması önemli bir sinyal. Rezerv/kur politikasıyla birlikte bunu, daha yüksek enflasyonu bir miktar tolere eden/edecek bir politika yaklaşımı şeklinde yorumluyoruz. Özetle, Temmuz kararı, iletişimi ve politika tercihi okumamız çerçevesinde, geçen ay %30,0’dan %28,5’e güncellediğimiz yıl sonu enflasyon tahminimize ulaşılması ve enflasyonun aralık ayında TCMB hedef bandı içerisinde kalması zorlaşıyor.

Öne çıkan mesajlar ve değerlendirmelerimiz şu şekilde:

### Karar Metni:

- “Enflasyonun ana eğilimi haziran ayında yatay seyretmiştir. Öncü veriler temmuz ayında aylık enflasyonun aya özgü unsurlarla geçici olarak artacağına işaret etmektedir.”
  - Haziranda aylık tüketici enflasyonu %1,37 ile piyasa beklentisinin (aylık %1,5-1,6; yıllık ≈%35,3) bir miktar altında gerçekleşti. TÜİK’in yayınladığı mevsimsellikten arındırılmış (m.a.) verilere göre TÜFE aylık fiyat artışı %2,0 ile yatay seyretti. Kendi hesapladığımız dağılım bazlı eğilim göstergelerinden medyan ve budanmış enflasyon oranları aylık %1,9 ve %2,0 (önceki %1,9 ve %1,8) ile kısmen iyileşti. Geline nokta da yıllık enflasyon eğiliminin %30’un altında istikrar kazanmış olmasını parasal duruşun uyarlanmasına imkân tanıyan bir görüntü olarak yorumlamıştık ([Makro: Enflasyon Gelişmeleri – Haziran 2025](#)).
- Mevcut veriler ışığında temmuz enflasyonuna dair model tahminlerimizin medyan değeri %2,5 (m.a. %2,9, yıllık %34,1) seviyesinde. Temmuz ayına özgü bir kerelik diyebileceğimiz yönetilen fiyat/vergi etkilerini (doğal gaz fiyat artışı, otomatik maktu ÖTV ayarlaması) yaklaşık 1 puan olarak hesaplıyoruz. Bu etkiyi ayıkladığımızda ana eğilim %2’nin altında kalıyor. Dolayısıyla takip eden aylarda yeniden mayıs-haziran dönemine benzer bir resim görmemiz mümkün.
- “İkinci çeyreğe ait Yakın döneme ilişkin veriler yurt içi talebin yavaşladığını, talep koşullarının dezenflasyonist etkisinin arttığını göstermektedir.”
  - İkinci çeyreğe ilişkin tahmin (backcast) modellerimiz finansal koşullardaki belirgin sıkılaşmanın etkisiyle, TCMB öngörülerıyla uyumlu şekilde, ekonomik aktivitede yavaşlama sinyali veriyor. İkinci çeyrekte yıllık büyümenin %4,5 civarında (çeyrekte çeyreğe yataya yakın seyir) olacağını tahmin ediyoruz.
  - Faiz artışına gidilen nisan kararında “negatif çıktı açığına” vurgu azaltılmış, haziran kararında buna yönelik ifade metinden tamamen çıkarılmıştı. Negatif çıktı açığını ima eden ifadelerin metne yeniden girmesi, geçtiğimiz yıl başlatılan faiz indirim sürecine benzer bir gerekçelendirmeye işaret ediyor. Bunu, faiz indirim yanlılığına dair önemli bir iletişim detayı şeklinde okuyoruz.

- **“Jeopolitik gelişmelerin ve küresel ticarete artan korumacılığın dezenflasyon sürecine olası etkileri yakından takip edilmektedir.”** ifadesi korundu.
  - Hatırlanacağı üzere, TCMB Enflasyon Raporu’nda 2025 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımını 76,5\$’dan 65,8\$’a güncellemiştir. Ancak, haziran ayı içindeki gelişmeler neticesinde Brent petrol varil fiyatı tekrar 75 \$’ı aşmıştı. Sonrasında jeopolitik risklerin sönümlenmesiyle Brent petrol fiyatı 68-70\$ bandına çekilse de TCMB öngörülerinden daha yüksek bir gerçekleşmeye işaret ediyor.
  - TCMB’nin iki hafta önce yayımladığı blog yazısına göre ([link](#)) ham petrol fiyatında %10’luk bir artış tüketici enflasyonunu bir yılda 0,8 puan artırmakta. Kendi yaptığımız analizlere göre ise aynı etkiyi 1,2 puan olarak tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda TCMB’nin Mayıs enflasyon raporunda öngördüğü dezenflasyon patikasında petrol fiyatları kaynaklı yukarı yönlü risklerin mevcut olduğunu söyleyebiliriz.
- **“Maliye politikasının ~~artan~~ eşgüdümü de bu sürece ~~önemli~~ katkı sağlayacaktır.”**
  - TCMB mali duruşun dezenflasyon sürecine katkısına ilişkin ifadesini yumuşattı. Şu ana kadar gelirler politikası ve enerji fiyatlarında koordinasyon güçlü olsa da stopaj, akaryakıt vergileri ve otomobillerdeki ÖTV değişikliği uygulamalarına bakarak tam teşekküllü bir eş güdümden bahsetmek güç. Enflasyon eğilimi iyileşirken sık aralıklarla yapılan yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi ayarlamaları, aylık %2’nin altına kalıcı bir şekilde inmemizi ve enflasyon katılığının kırılmasını engelleyen önemli bir unsur.
  - Makro politika öncelikleri açısından en hızlı şekilde çözülmesi gereken sorun enflasyon. Bunu başarmak için politika bileşimini salt bütçe hedefini gözetten "kısmi denge" yaklaşımıyla değil "genel denge" perspektifiyle oluşturmak gerekiyor.
  - Mali duruş yılın ilk yarısında gevşek seyretelemeye devam etti. Faiz dışı dengenin eğilimi ve faiz ödemelerindeki artış OVP hedeflerinin tutmayacağına işaret ediyor. Bu aşamada asıl önemli olanın, bütçe hedefinden taviz vermek pahasına, dezenflasyonu kademeli değil ivedilikle tesis ederek hem üretim hem bütçe üzerinde büyük yük oluşturan yüksek faiz dengesinden en kısa sürede çıkmamız gerekliliği olduğunu düşünüyoruz.
- **“Kurul politika faizine ilişkin atılacak adımları enflasyon gerçekleştirmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini göz önünde bulundurarak öngörülen dezenflasyonun gerektirdiği sıklığı sağlayacak şekilde belirleyecektir. Adımların büyüklüğü, enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla gözden geçirilecektir”**
  - 300 bp’lik indirimin “standart adım büyüklüğü” şeklinde algılanmasının önüne geçilmeye çalışılmış. Ancak TCMB her iki yönde esnekliğini korumak için ifadeyi muğlak bırakmayı tercih etmiş.
  - TCMB’nin politika hatasını “gerektiğinden sıkı kalma” yönünde yapmayı (“err on the upside”) tercih eden şahin bir iletişim yerine esnek kalma tercihinin de gevşeme yanlılığına dair ikinci önemli detay olarak değerlendiriyoruz.

Bu rapor Akbank Ekonomik Araştırmalar tarafından hazırlanmıştır.

[Ekonomik.arastirmalar@akbank.com](mailto:Ekonomik.arastirmalar@akbank.com)

Çağlar Yüncüler - Müdür

[Caglar.Yunculer@akbank.com](mailto:Caglar.Yunculer@akbank.com)

M. Sibel Yapıcı

[Sibel.Yapici@akbank.com](mailto:Sibel.Yapici@akbank.com)

Sercan Pişkin

[Sercan.Piskin@akbank.com](mailto: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 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 içermeyiğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek 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, 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 içermeyiğinden mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

