

Makro Deęerlendirme

Faiz indirim döngüsü yeniden bařlıyor

Temmuz 2025

İř Yatırım Araştırma Müdürlüęü

İř YATIRIM

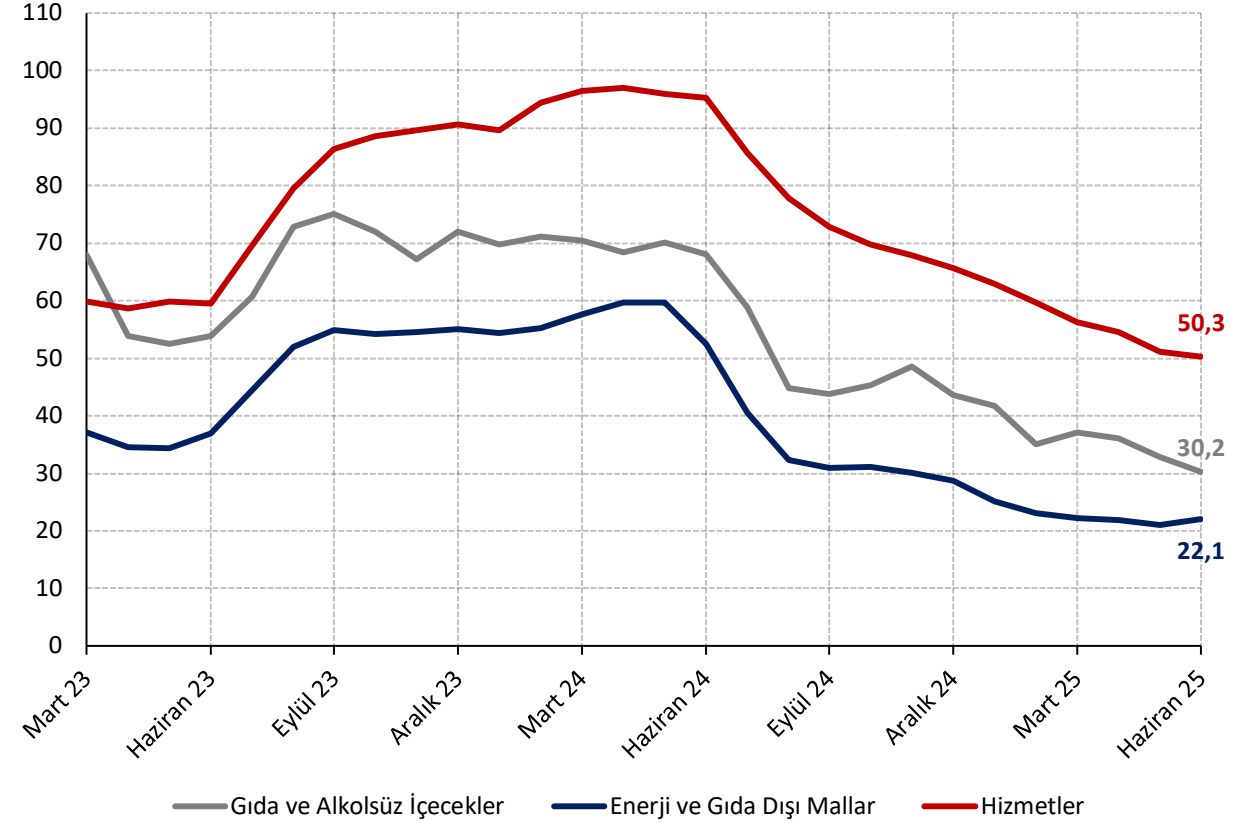
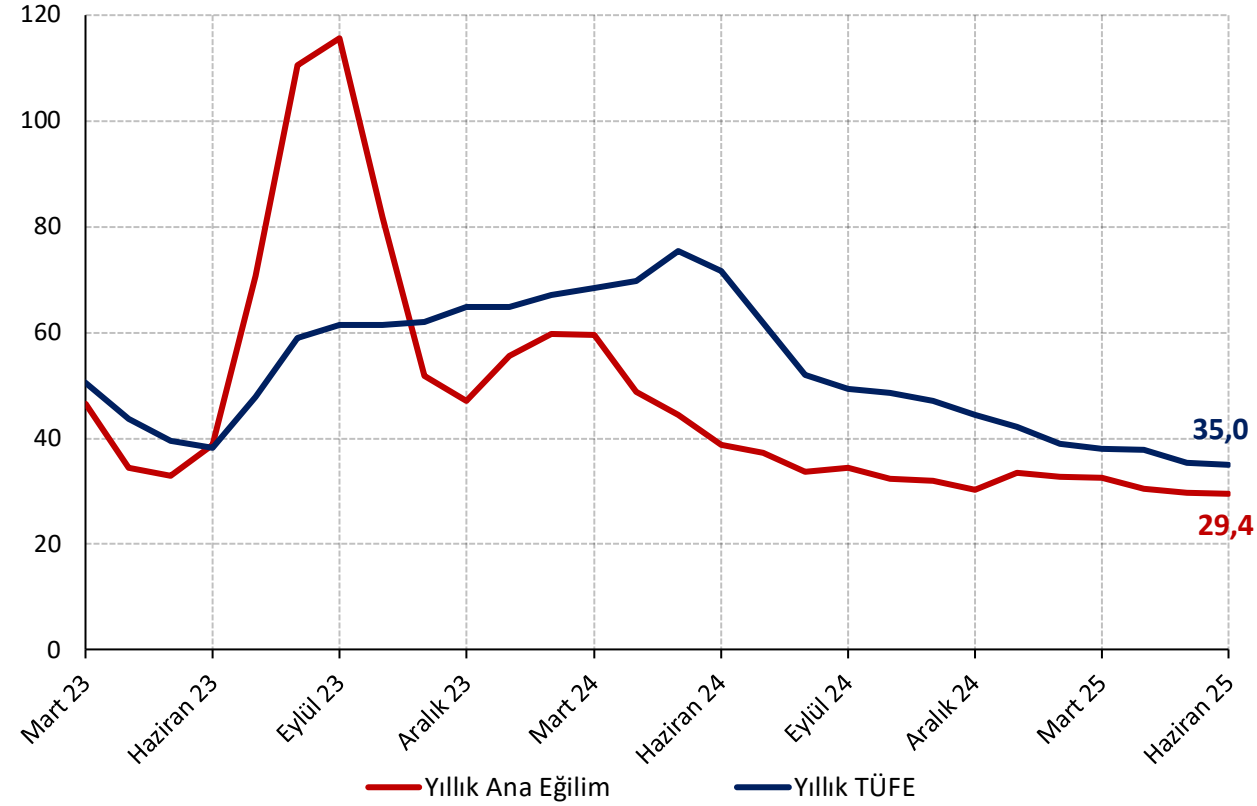


Türkiye Ekonomisi: Enflasyon

İŞ YATIRIM



Yıllık Enflasyon, %

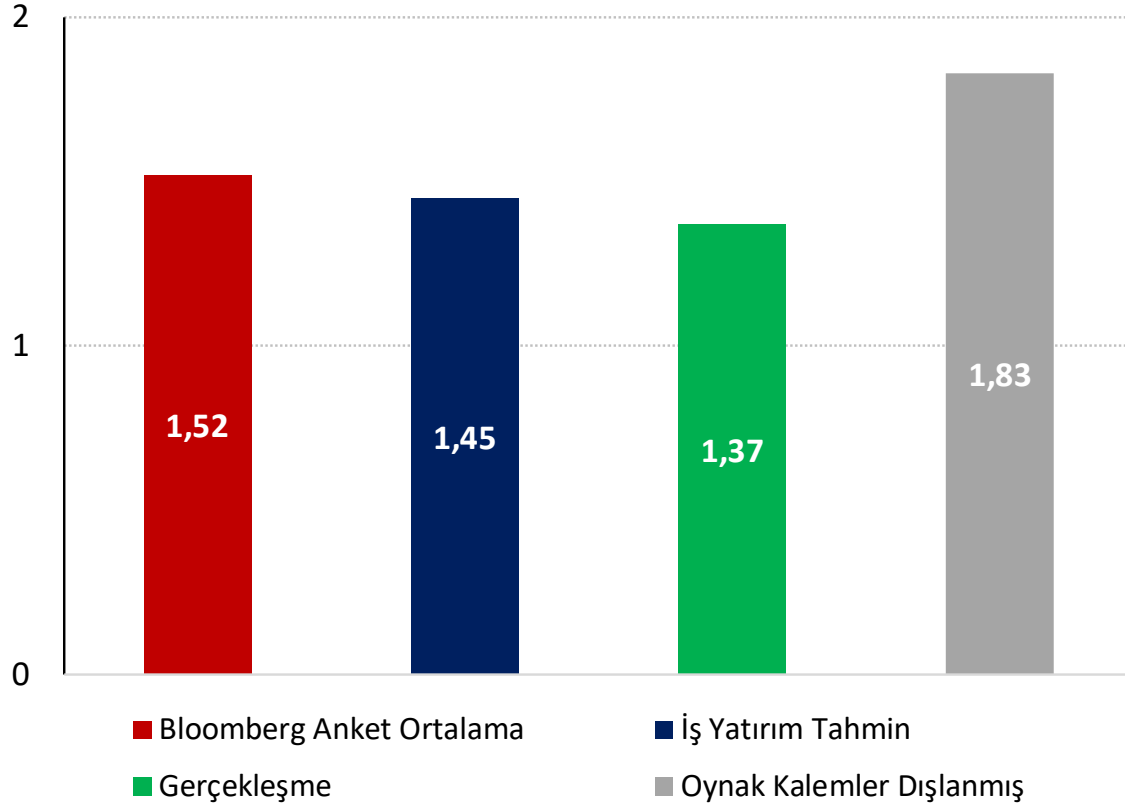


Kaynak: TÜİK, İş Yatırım

- Haziran Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) verisinde enflasyonun yıllık %35,0 düzeyine gerilediğini görüyoruz. %29,4 düzeyindeki ana eğilim hesabımız manşet enflasyonun önümüzdeki aylarda gerilemeye devam edeceğini söylüyor.
- Parasal sıkılaşma ve Türk lirasındaki gerilemeye gecikmeli tepki veren hizmet (özellikle kira) enflasyonu %50 ile manşeti yukarı çekiyor. Çekirdek mal enflasyonu %22 ile çok daha makul bir seviyede ancak bir süredir yatay seyrediyor.

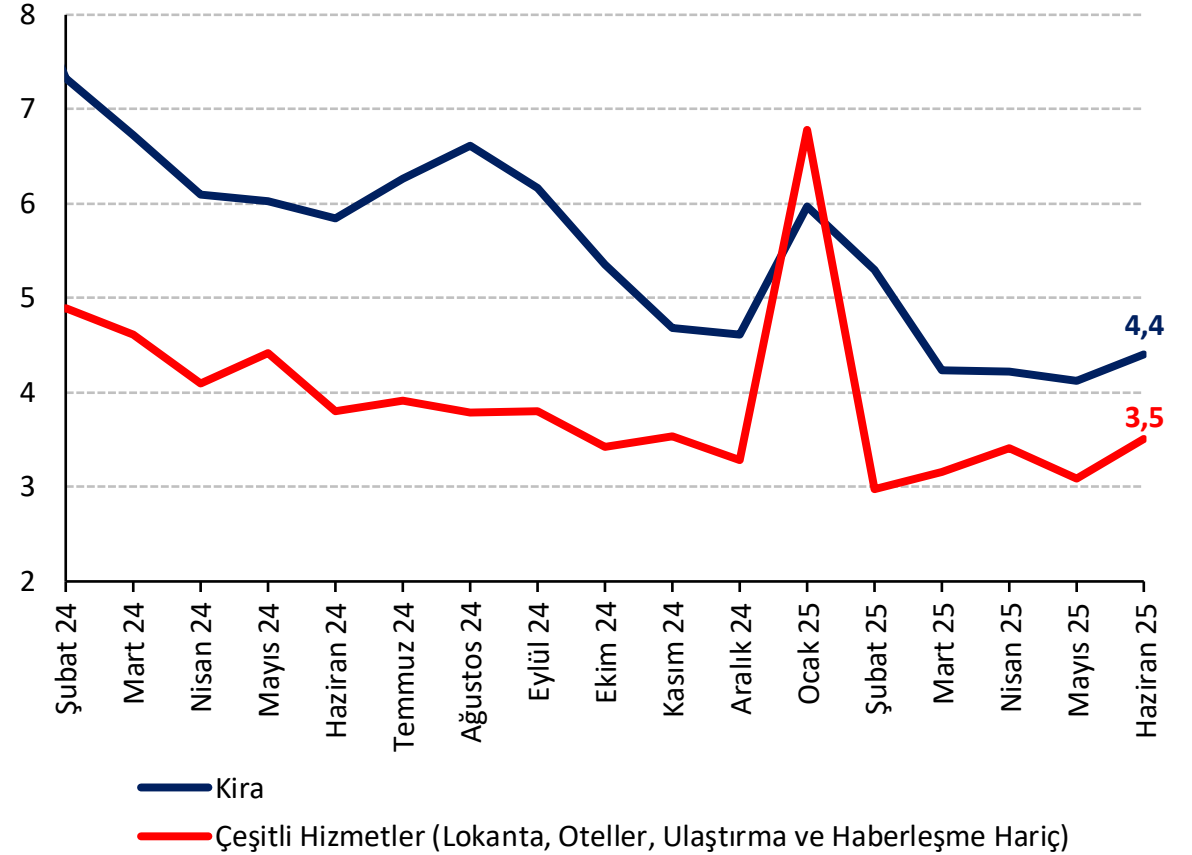
Haziran ayındaki düşük aylık rakam iskontolu okunmalı

Haziran 2025 Aylık TÜFE, %



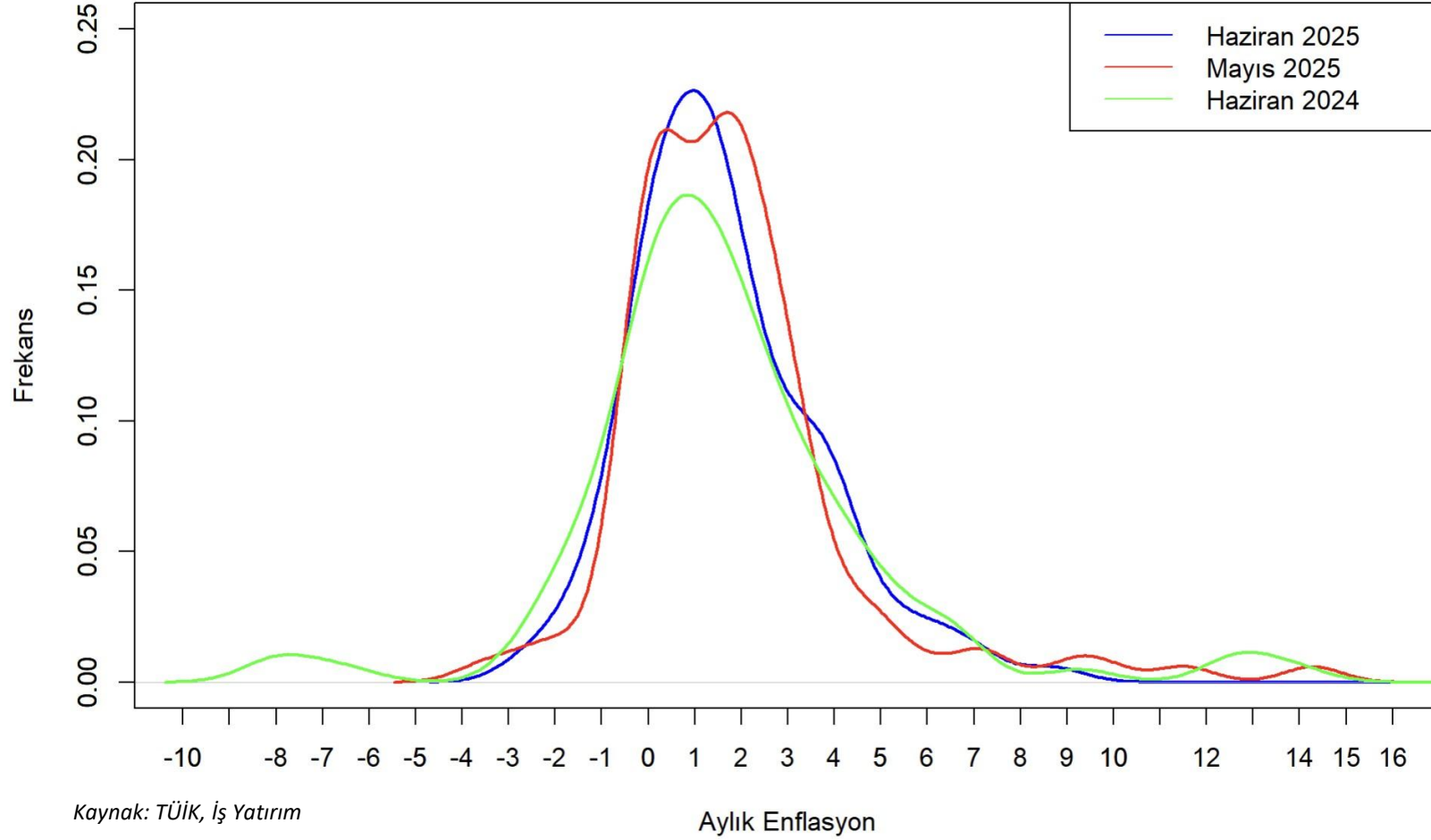
Kaynak: TÜİK, Bloomberg, İş Yatırım

Mevsimsel Düzeltilmiş Aylık Kira ve Hizmet Enflasyonu, %



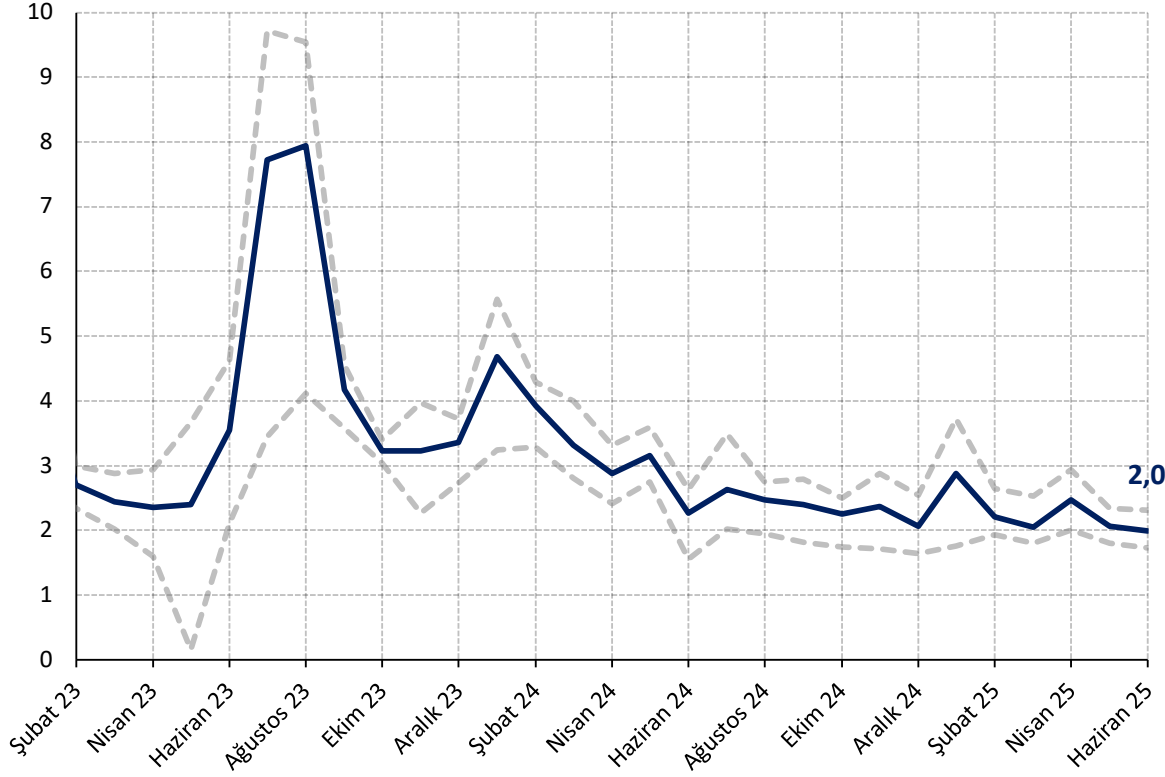
- Haziran TÜFE verisi aylık %1,37 ile İş Yatırım'ın %1,45 ve piyasanın %1,52 beklentilerinden daha düşük geldi. Düşük rakamda gıdada mevsim geçişi oynaklıklarının ve türetilen fiyatların etkisi yüksek. Oynaklığı yüksek giyim kalemi de manşeti aşağı çekiyor.
- Manşet rakamın tersine, hizmet enflasyonunda kötüleşme görüyoruz. Kira enflasyonu hem ham (%4,0) hem de mevsimsel düzeltilmiş (%4,4) veride belirgin yükseliyor. Aylık eğitim enflasyonu (%4,5) önceki yılın aynı ayından yüksek ve dahil olduğu çeşitli hizmetler grubunda mevsimsel düzeltilmiş aylık rakam (%3,5) son 5 ayın zirvesinde.

Gıda Hariç TÜFE Alt Kalemleri Aylık Enflasyon Dağılımı Düzleştirilmiş Histogram

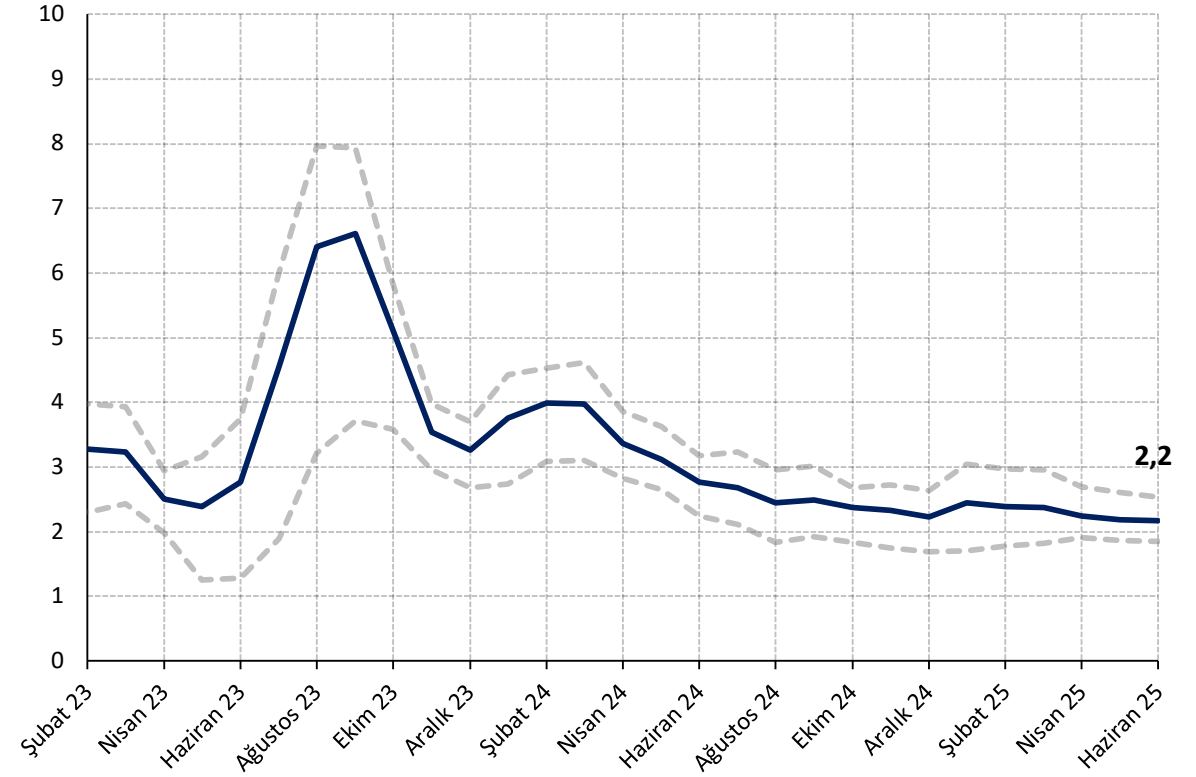


- TÜFE sepetindeki gıda hariç 106 alt kalemin aylık enflasyon rakamlarının dağılımına düzeltilmiş bir histogram ile bakıyoruz. Aylık enflasyonun %4 ila %7 arasında kaydedildiği kalem sayısında önceki aya göre belirgin bir yükseliş var. Önceki yıla göre iyileşme daha belirgin olsa da yayılım histogramı enflasyon dinamiğinin manşetteki kadar iyi olmadığını söylüyor.

Aylık Enflasyon Tahmini Ana Eğilimi, % Mevsimsel Düzeltilmiş 5 Özel Göstergenin Ortalaması



Kaynak: TÜİK, İş Yatırım -- Üstü ve Alt Bant — Aylık Ana Eğilim

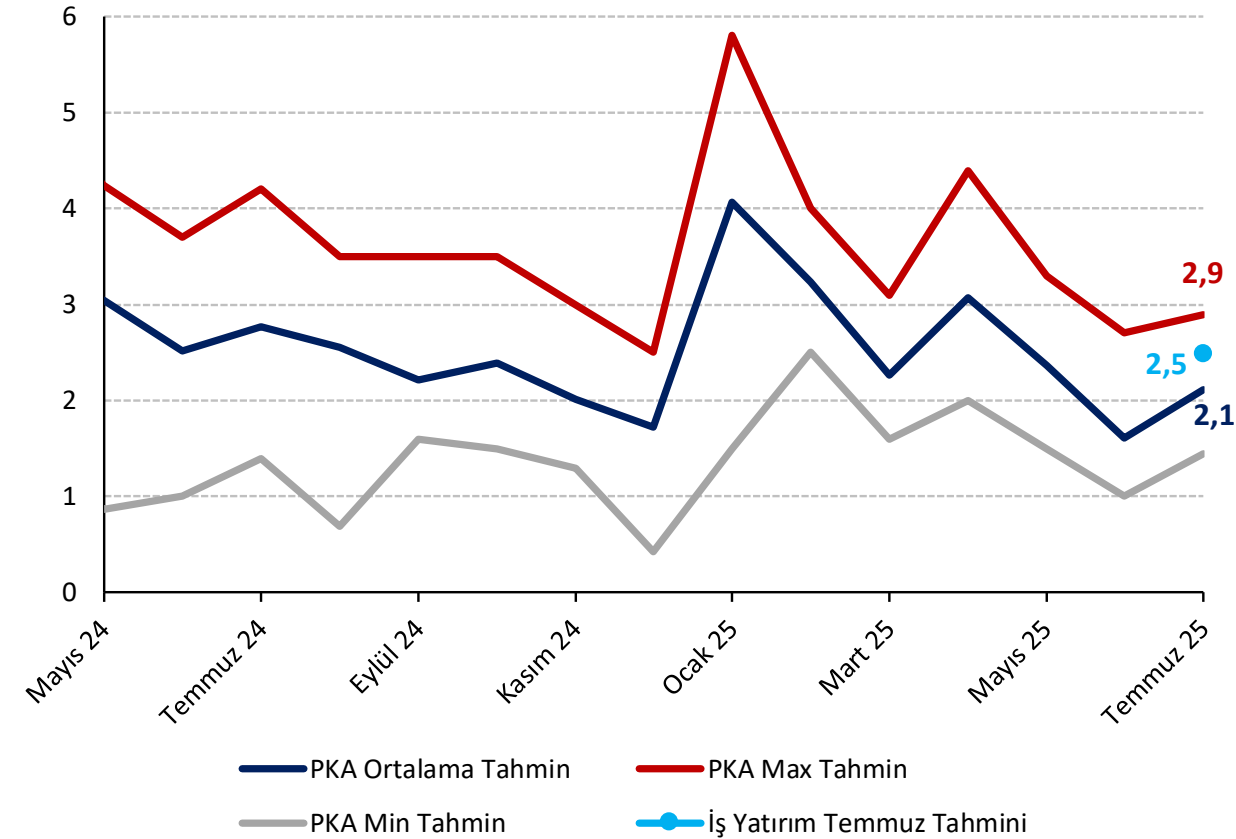


-- Üstü ve Alt Bant — 3-Aylık Hareketli Ortalama Ana Eğilim

- Mevsimsel düzeltilmiş 5 özel göstergenin (TÜFE, çekirdek B ve C endeksleri, medyan TÜFE ve budanmış ağırlıksız TÜFE) ortalamasını alarak oluşturduğumuz aylık enflasyon tahmini ana eğilimini %2,0, 3-aylık hareketli ortalamasını %2,2 olarak hesaplıyoruz. İki rakam da önceki aya göre nispeten yatay. Aylık %2’de takılan bir enflasyon 12 ayda ancak %27’ye geriler.
- Ancak sıkı para ve ücret politikası sürdükçe ana eğilimde iyileşme kademeli ve görece yavaş da olsa devam edecektir. Enflasyon ana eğiliminin %1,7’ye gerilediği baz senaryomuzda önümüzdeki 12 ayda enflasyonun %22 civarına düşmesini bekliyoruz.

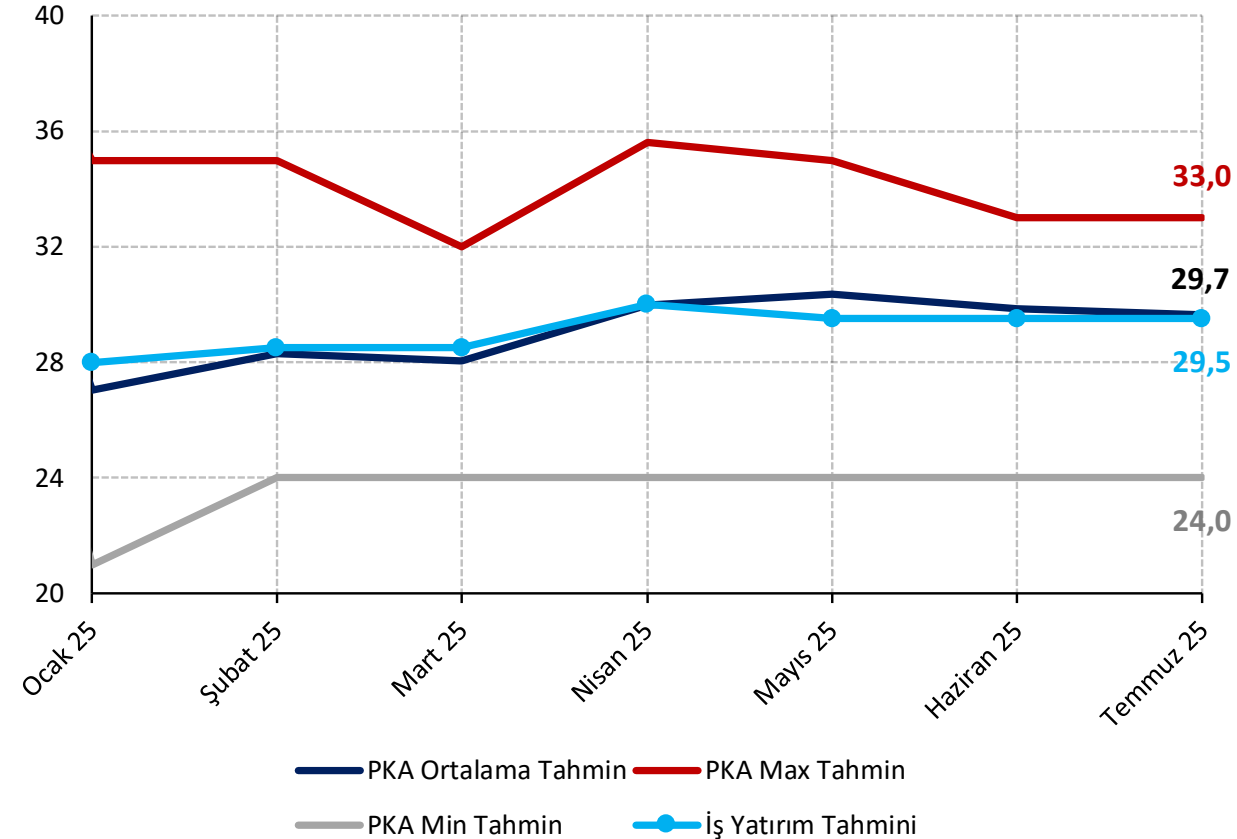
Temmuz TÜFE tahminimiz aylık %2,5, yılsonu ise %29,5

Piyasa Katılımcıları Anketi ve İş Yatırım
Cari Ayın Aylık TÜFE Beklentisi, %



Kaynak: TCMB, İş Yatırım

Piyasa Katılımcıları Anketi ve İş Yatırım
Yıl Sonu TÜFE Beklentisi, %



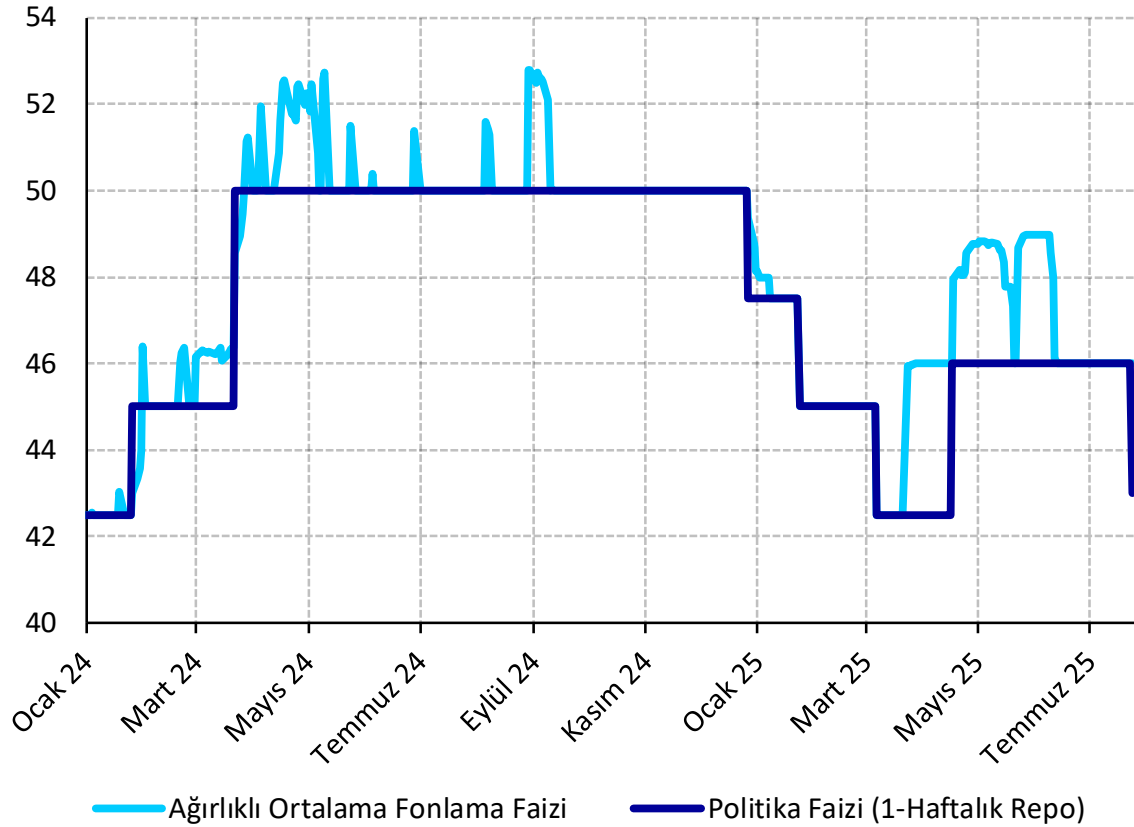
- Piyasa Katılımcıları Anketi (PKA) Temmuz ayında ortalamada %2,1 aylık enflasyon bekliyor. En yüksek tahmin %2,9. Bizim tahminimiz de 23 Temmuz itibariyle %2,5 ile PKA ortalamasının üzerinde. %29,5'lik yılsonu enflasyon tahminimiz üzerinde hizmet enflasyonundaki atalet kaynaklı hafif yukarı yönlü risk görüyoruz. Piyasa bizimle hemen hemen aynı yerde

Türkiye Ekonomisi: Para Politikası ve Finansal Koşullar

İŞ YATIRIM

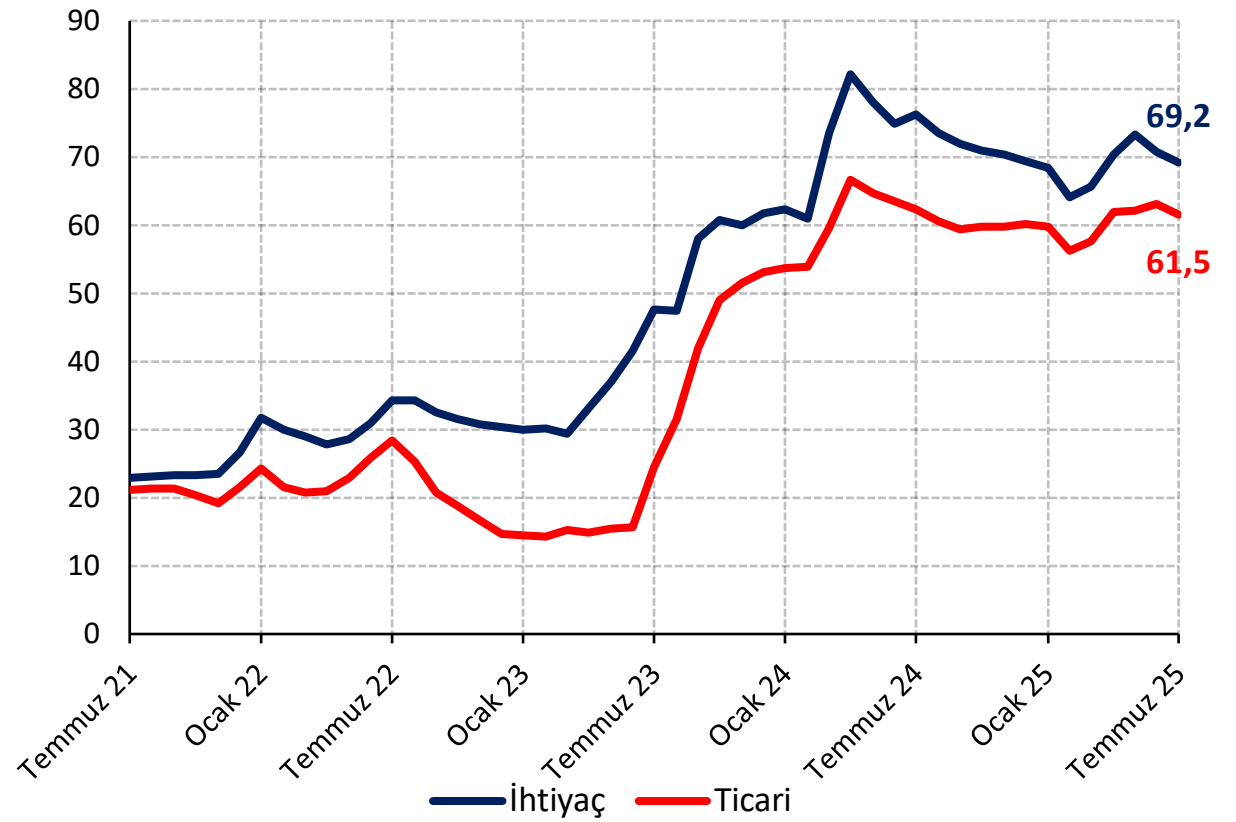


Yıllık Basit Politika Faizi, %



Kaynak: TCMB

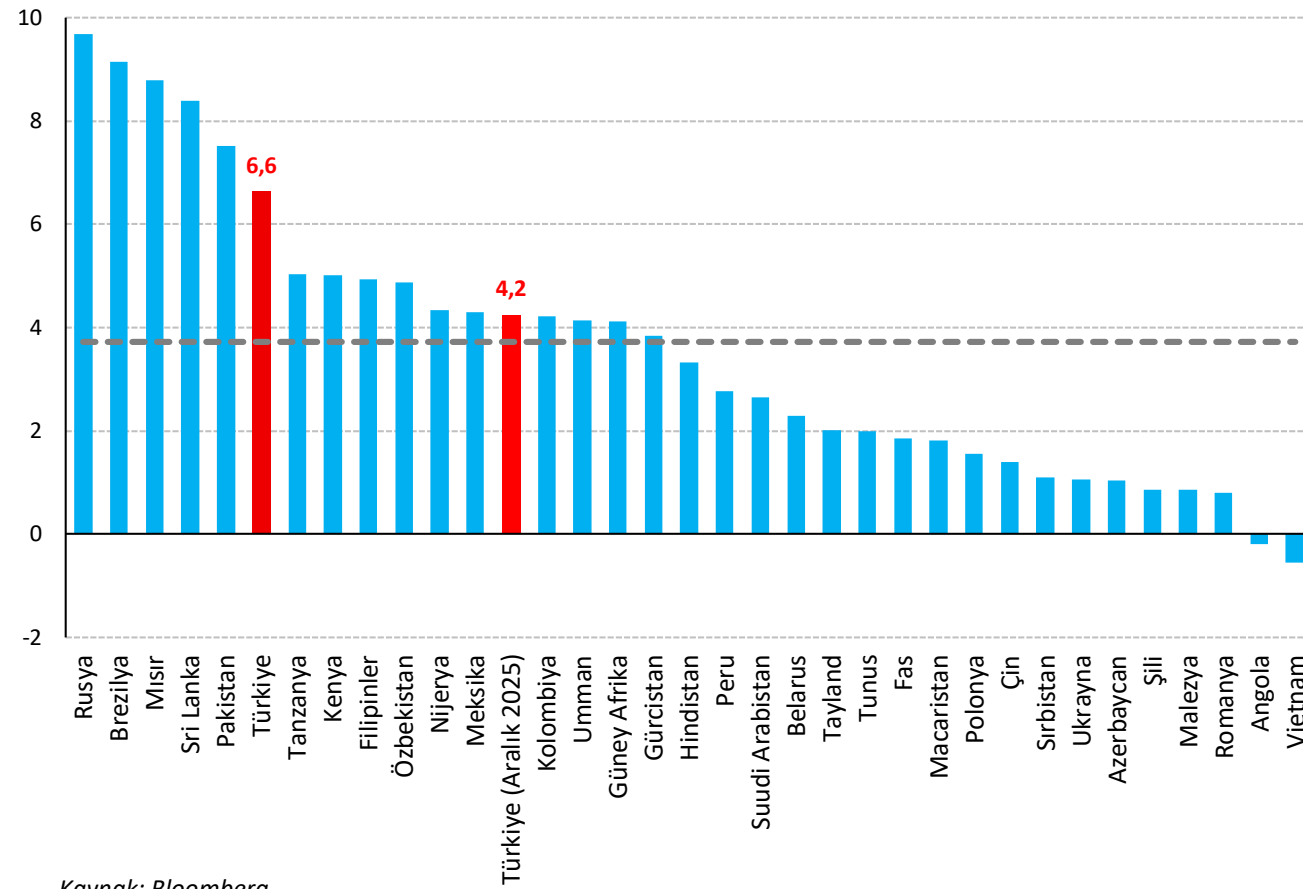
Bileşik Kredi Faizleri, %



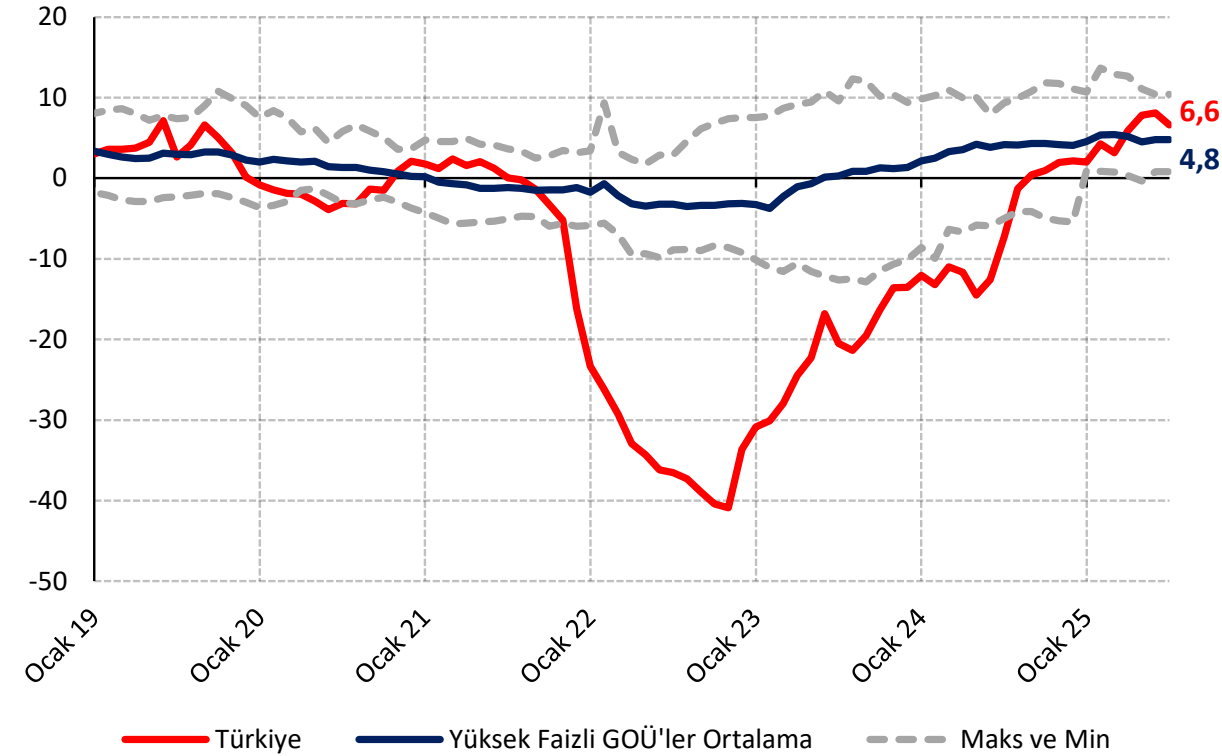
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) politika faizini öngörümüzle uyumlu bir şekilde 300 baz puan indirerek faiz indirim döngüsünü başlattı. Başkan Karahan'ın Londra'da verdiği şahin mesajlar sonrasında piyasa faiz indirim beklentisini 200 – 250 baz puan bandına çekmişti.
- TCMB Temmuz ayı PPK basın duyurusunda sonraki adımlara ilişkin net bir sinyal vermedi, toplantı bazlı ve ihtiyatlı adımları atılacağını vurguladı. 11 Eylül PPK toplantısında yine 300 baz puan indirim öngörüyoruz.

İndirime rağmen diğer GOÜ'lere kıyasla oldukça yüksek bir reel faizimiz var

Gelişmekte Olan Ülkelerde Ex-Post Reel Faiz, %



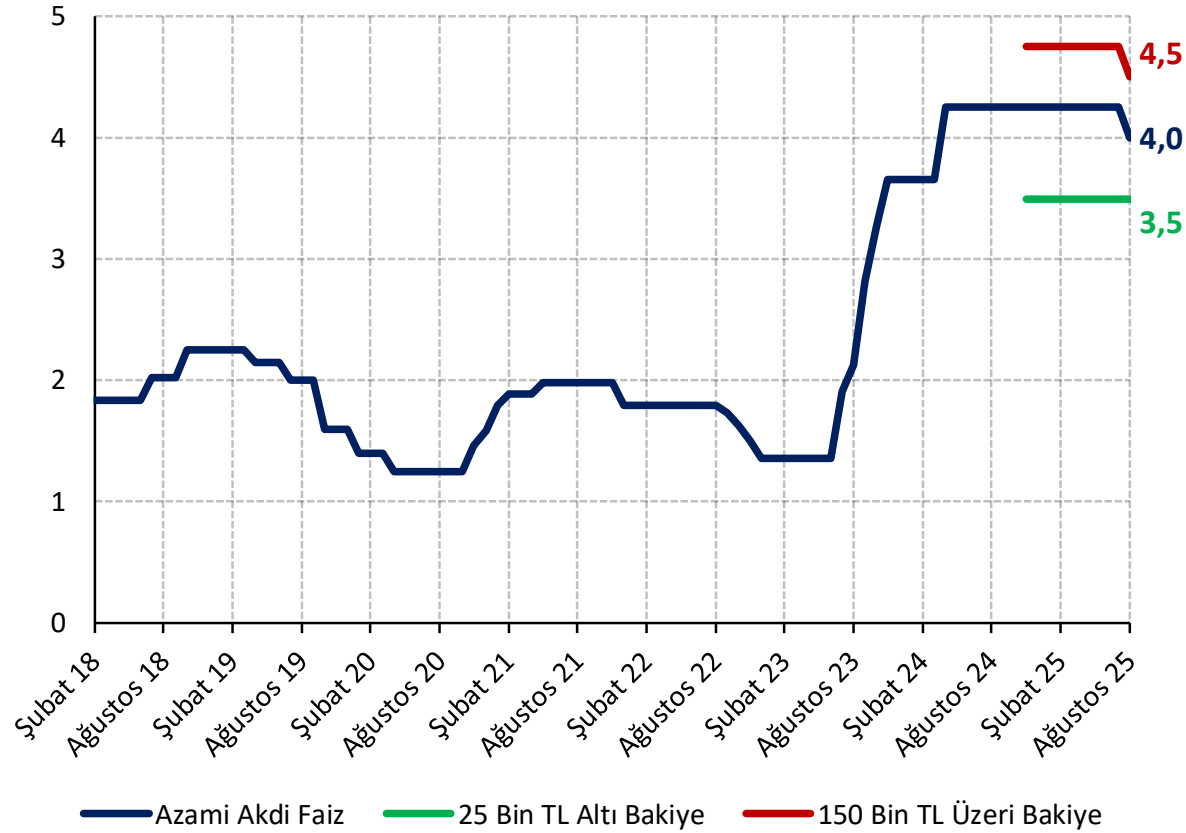
Kaynak: Bloomberg



- %2,5 tahmini Temmuz enflasyonuna göre ex-post reel politika faizimiz %6,6 ile gelişmekte olan ülkeler ortalamasından bir hayli yukarıda ve dünyanın en yüksek 6. reel faizi. Politika faizinin sene sonunda %35'e indirildiği, enflasyonun %29,5'e gerilediği baz senaryomuzda reel faiz %4,2 ile makul yüksek bir seviyede olacak. Üstelik beklenen enflasyon baz alındığında göreceli reel faizimiz çok daha yukarıda.

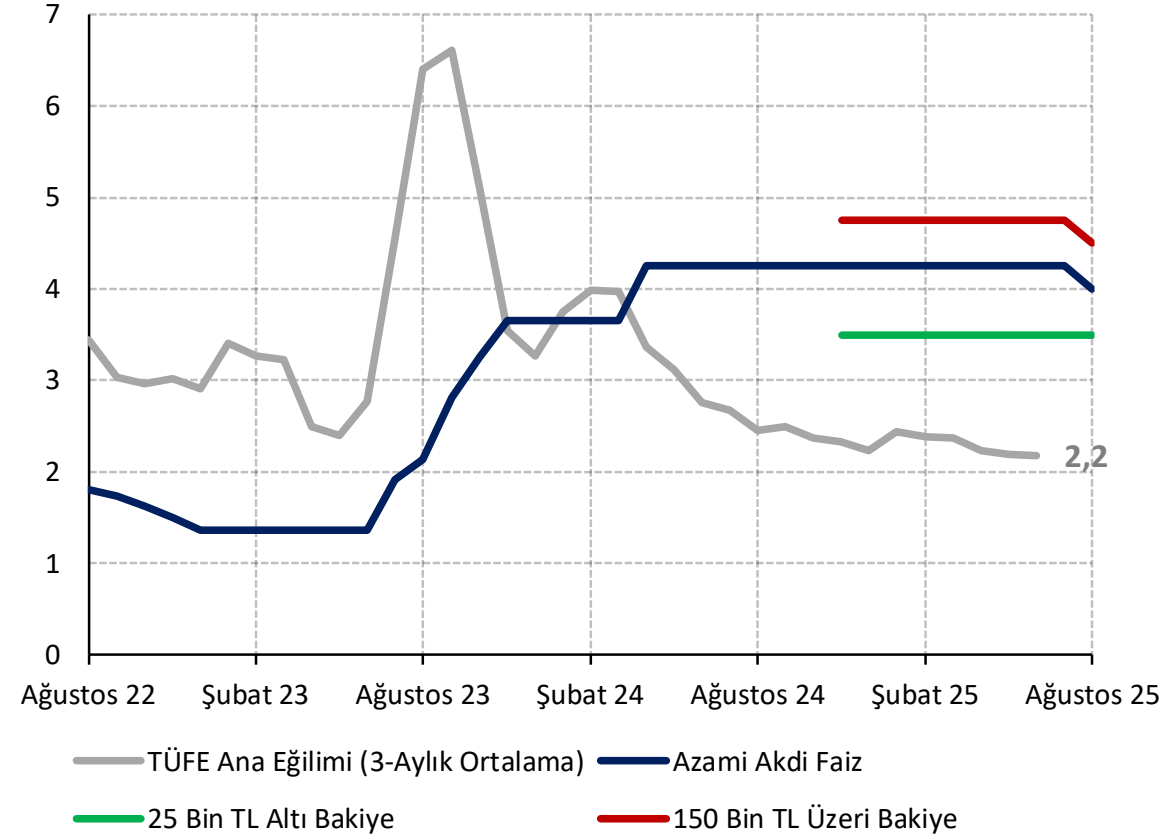
Kredi kartı faizlerinde de kısmi gevşemeye gidildi

Aylık Azami Kredi Kartı Faizleri, %



Kaynak: TCMB

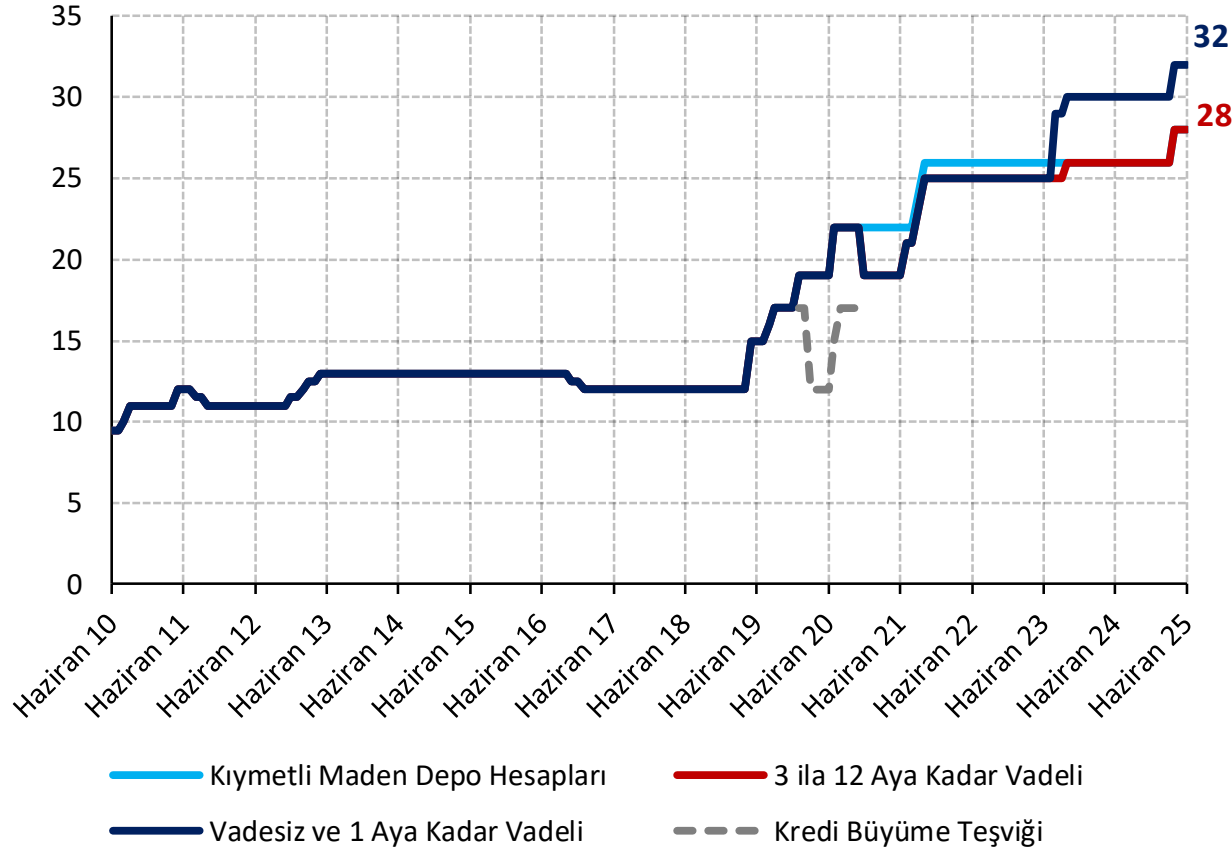
Azami Kredi Kartı Faizleri ve TÜFE Ana Eğilimi, %



- TCMB 17 aylık bir dönemin ardından politika faizinden ayrı yönettiği azami kredi kartı faizlerinde kısmi gevşemeye gitti. 25 bin ve 150 bin TL üzerindeki kredi kartı borç bakiyelerine uygulanan en yüksek aylık faiz oranları %4,75 ve %4,25'ten sırasıyla %4,50 ve %4,00 düzeyine indirildi. Aylık 25 baz puan indirim yıllık 300 baz puana denk geliyor, yani bankaların TCMB'den borçlanma orandaki düşüşe paralel bir adım atılmış. 25 bin TL altı borç bakiyeleri için oran %3,50 düzeyinde korundu.
- İndirim sonrası tüm oranların aylık TÜFE ana eğilimine kıyasla oldukça yüksek olduğunu görüyoruz.

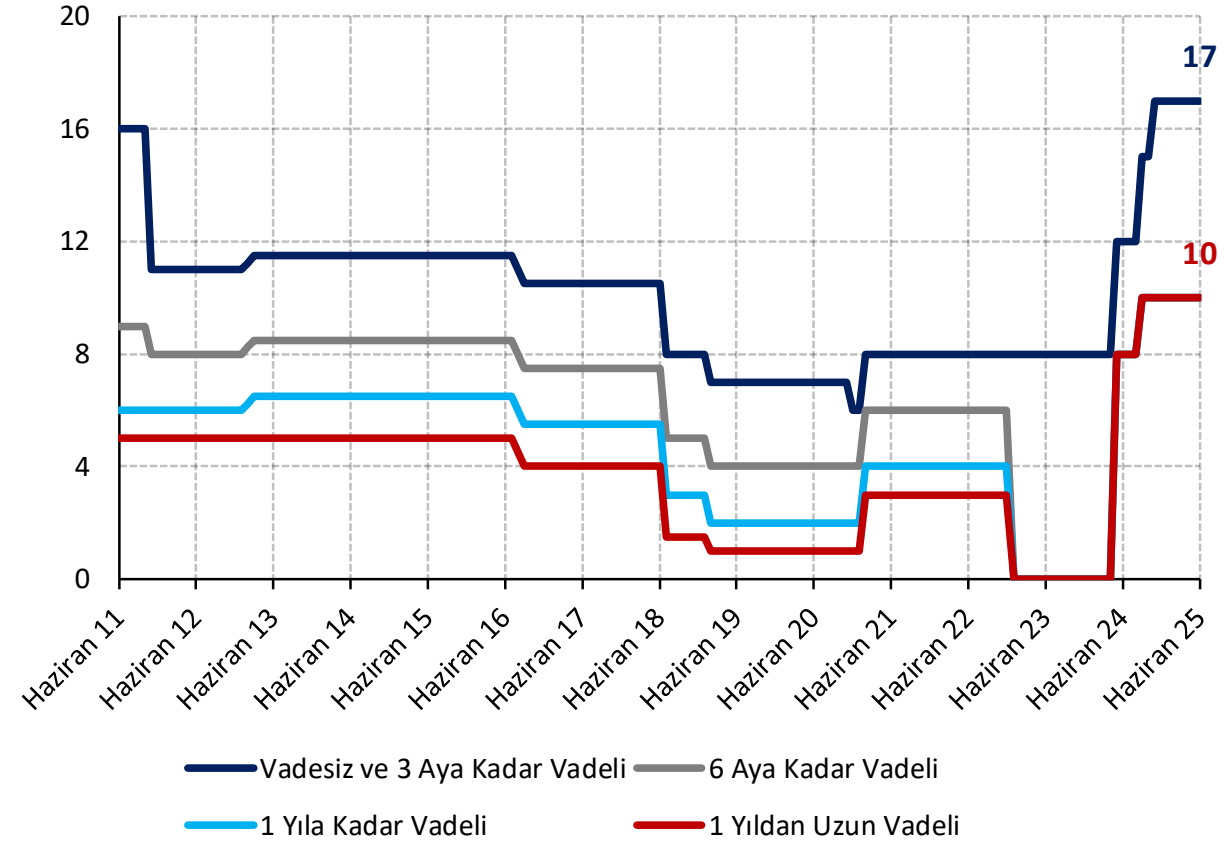
Faiz dışı araçlarla sıkılaşmada kısa dönemde gevşeme beklenmiyor

Döviz Mevduat Zorunlu Karşılık Oranı, %



Kaynak: TCMB

TL Mevduat Zorunlu Karşılık Oranı, %

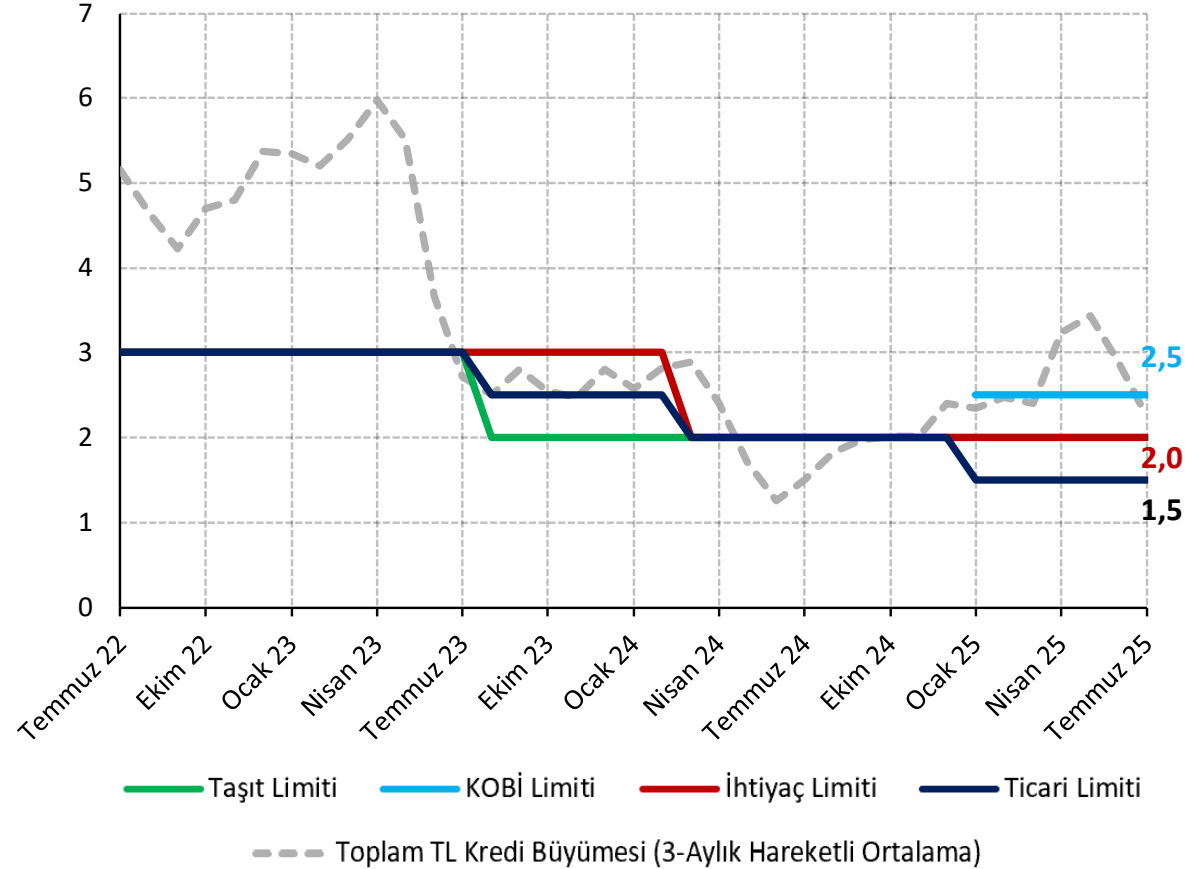


- Banka mevduatlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları hem döviz hem TL tarafta tüm zamanların en yüksek seviyesinde. TCMB bu sayede (i) brüt döviz rezervini destekleyip (ii) döviz biriktirme dönemlerinde likidite fazlasının aşırı artmasını engelliyor. Türkiye’de yaygın olan kısa vadeli mevduatlar için döviz tarafta %32, TL tarafta %17 oran söz konusu. Enflasyonun kontrol altında olduğu 2012 yılında kısa vadeli TL ve döviz mevduatta munzam karşılık oranı %11 civarındaydı.

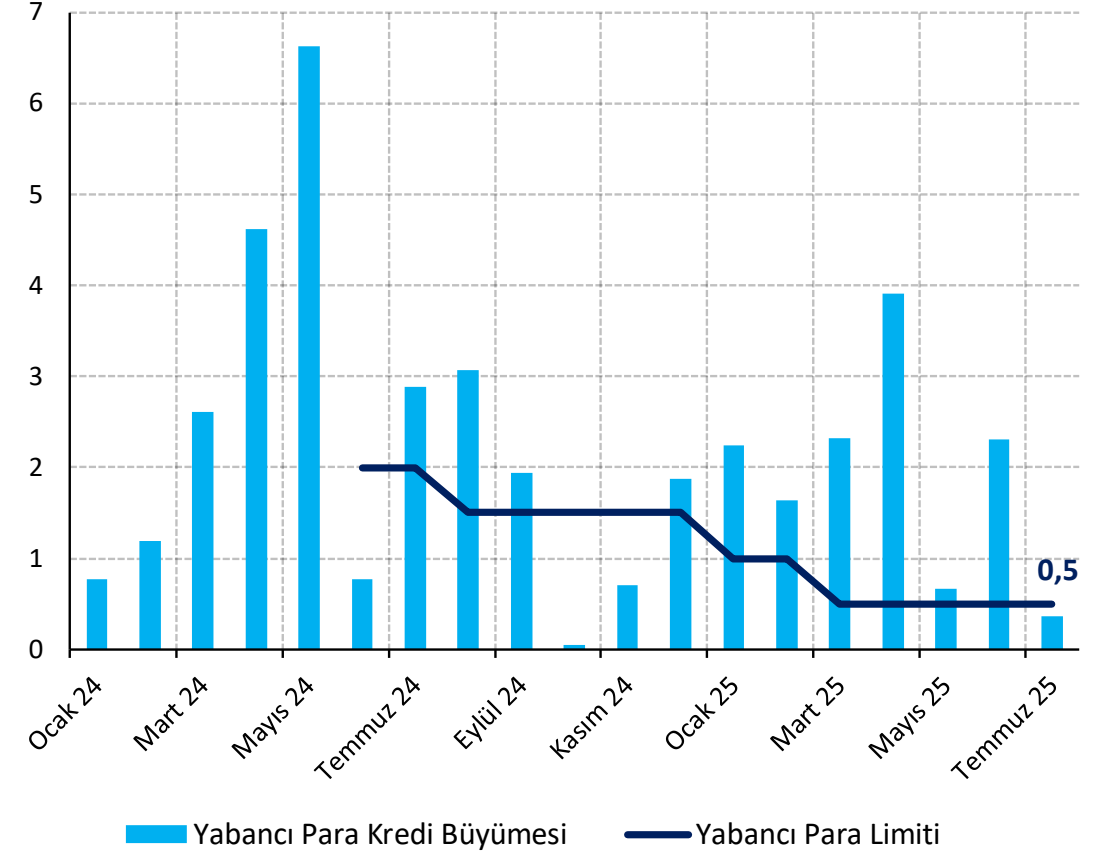
Kredi büyüme limitleri dezenflasyon hedefi ile tutarlı sıklıkta

Aylık Kredi Büyüme Limitleri ve Gerçekleşme, %

TL Krediler



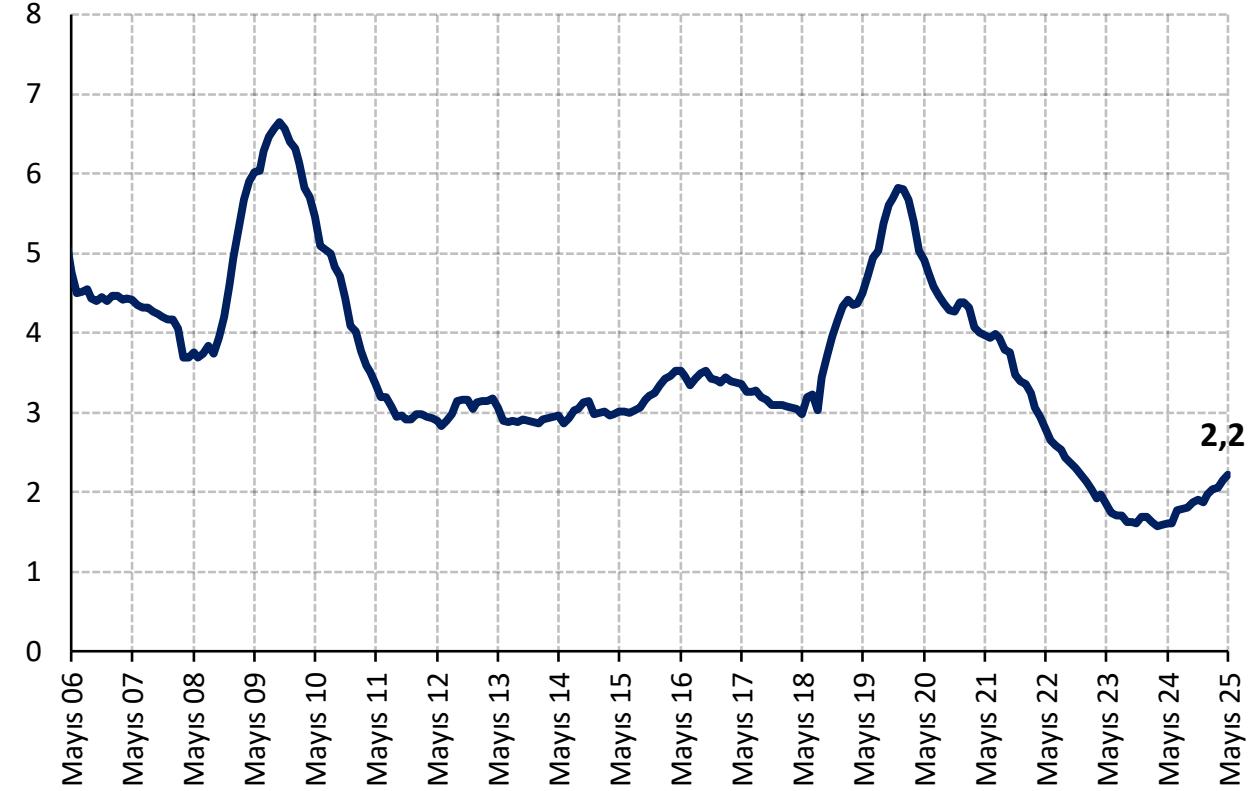
Yabancı Para Krediler



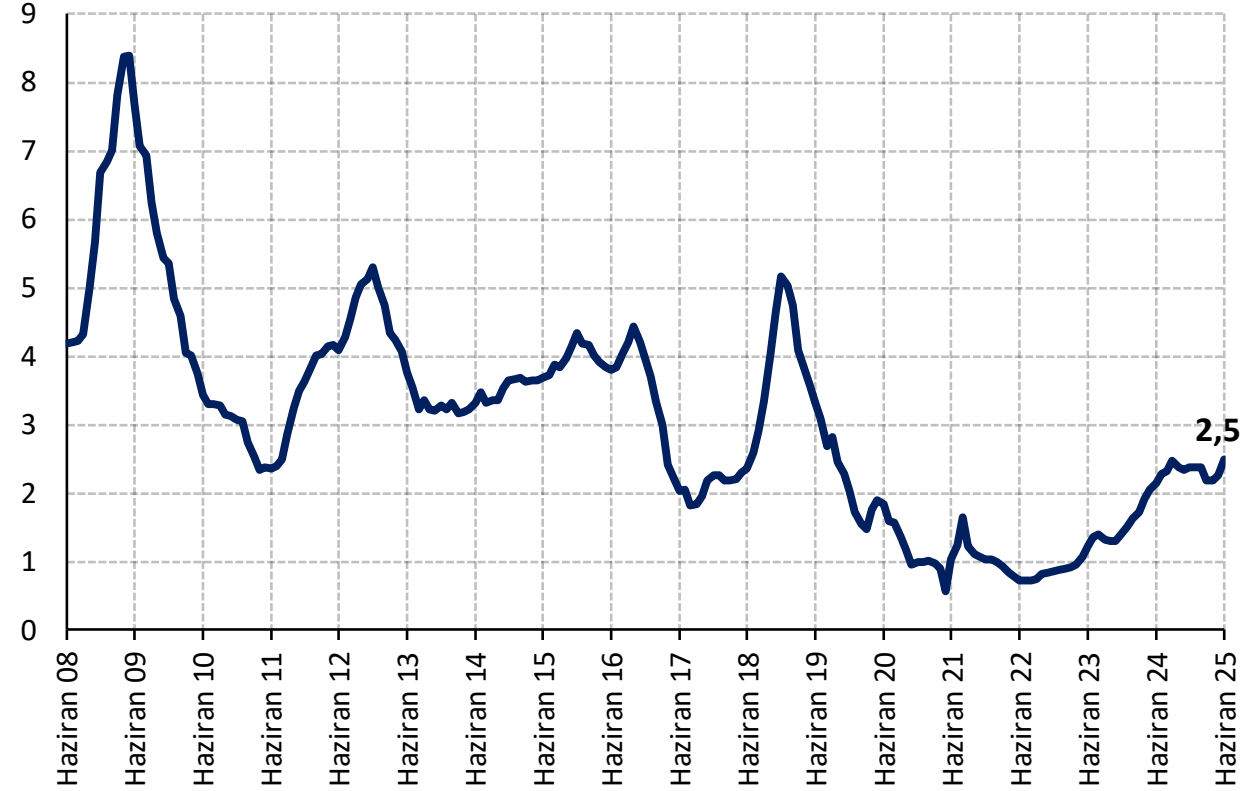
Kaynak: BDDK, TCMB

- TCMB kredi büyüme en son 2025 başında KOBİ ve diğer şirketlere uygulanan TL ticari kredi büyüme sınırlarında farklılaşmaya gitmiş, yabancı para kredi büyüme sınırını iyice düşürmüştü. Reel sektörün dert yandığı sınırlamaların kısa vadede gevşetileceğine yönelik bir sinyal görmüyoruz. Enflasyonla mücadelede başarılı olursak 2026 yılında mevcut TL limitler yeterli hale gelir.

Tahsili Gecikmiş Alacaklar Oranı, %



Karşılıksız Çek Oranı, % 3-Aylık Hareketli Ortalama



Kaynak: TCMB

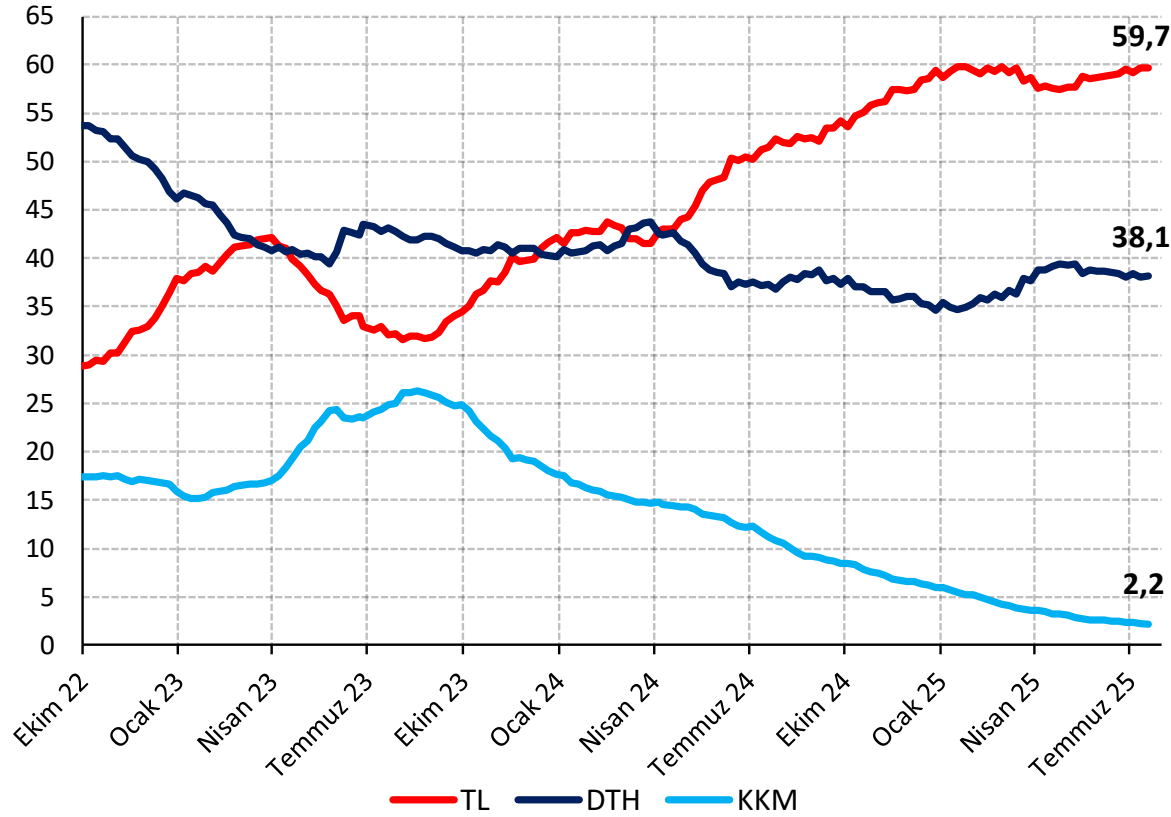
- Sıkı para politikası tahsili gecikmiş alacaklar (TGA) ve karşılıksız çek oranlarını %2'nin üzerine itti. Ticari TGA oranındaki yükseliş çok sınırlı olurken bireyler kredilerde bu oran %4'ün üzerinde.
- Finansal stres göstergeleri tarihsel olarak çok düşük düzeylerde. Bankalar kötü kredileri varlık yönetim şirketlerine satarken reel sektörün sistemik riskinde önemli bir artış yok. Finansal istikrarsızlık riskini düşük görüyoruz.

Türkiye Ekonomisi: Sermaye Hareketleri ve Dış Denge

İŞ YATIRIM

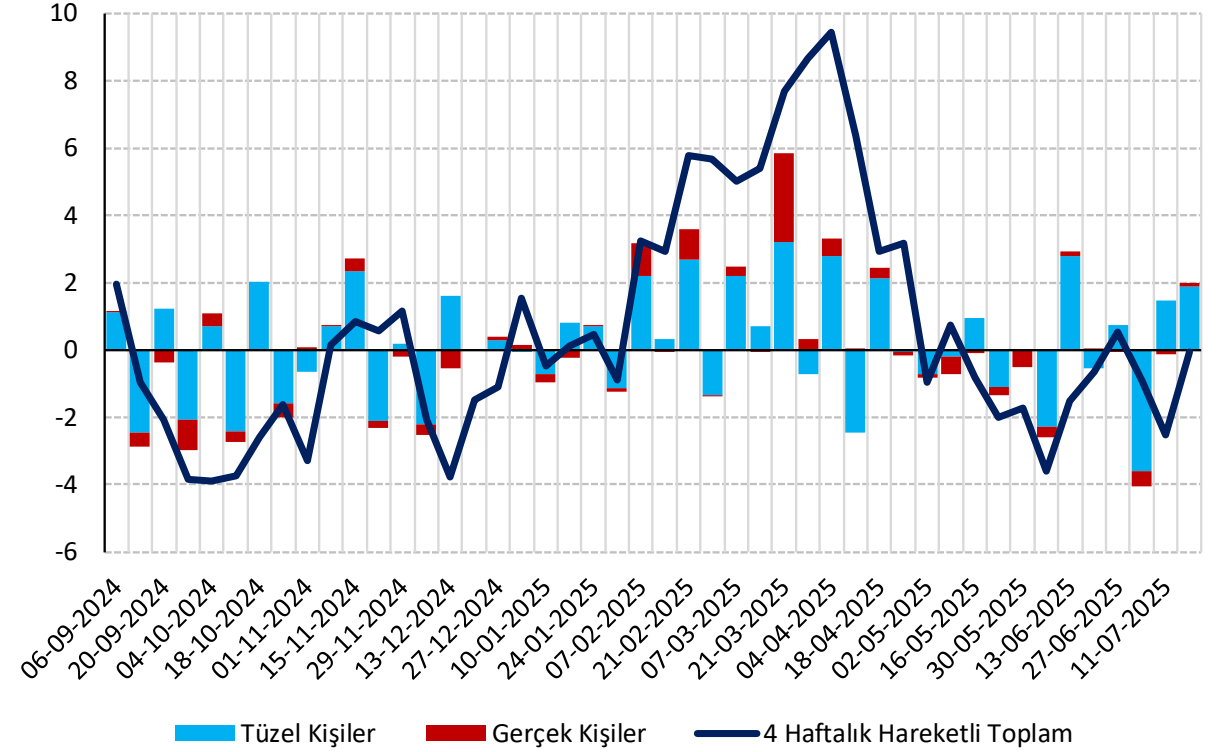


Toplam Mevduat İçinde DTH, TL, KKM Payları, %



Kaynak: BDDK, TCMB

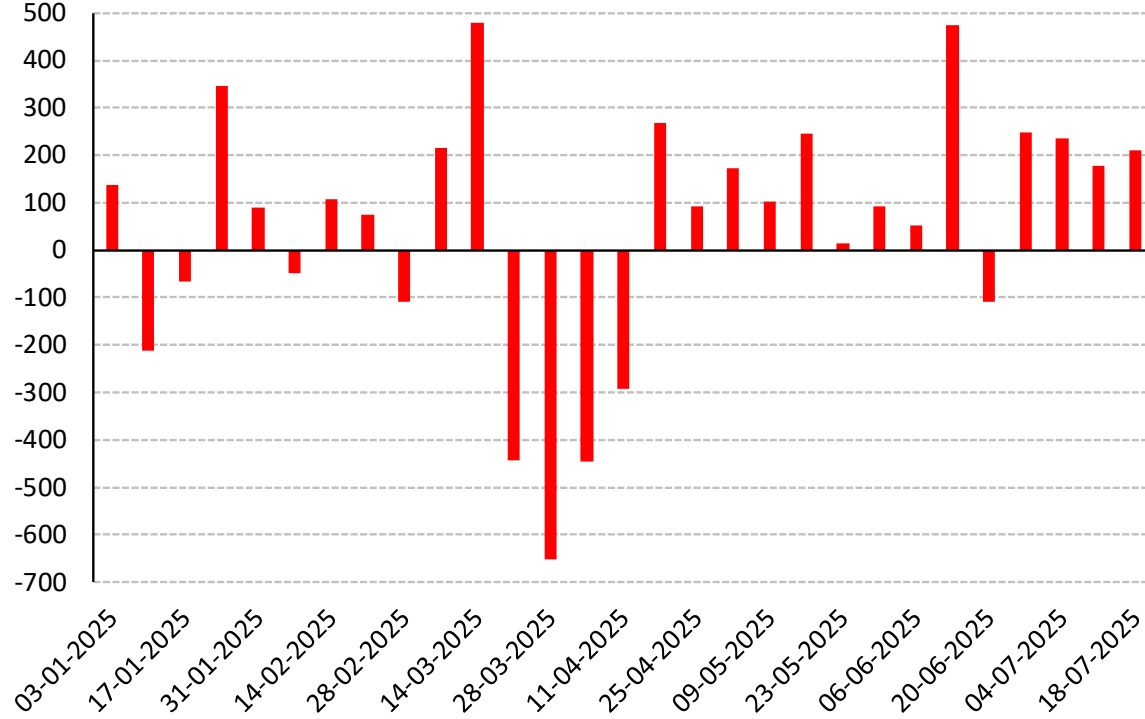
Yerleşik Yatırımcı Döviz Hesaplarında Haftalık Değişim Parite ve Altın Fiyat Hareketinden Arındırılmış, milyar dolar



- İkili şok döneminde yerleşik gerçek kişilerin döviz yönelimi TCMB'nin zamanlı sıkılaştırması ve kurun istikrar kazanmasıyla kontrol altına alındı. Mevduat sisteminde Türk lirasının payı %59 ile 2017'den bugüne gördüğü %60 zirve seviyesine yakın. Türkiye'nin yatırım yapılabilir kredi notuna sahip olduğu dönemde bu oran %65'in üzerindeydi.
- Portföy tercihlerini daha iyi gösteren gerçek kişilerin döviz mevduat biriktirme eğiliminin Nisan sonunda yatıştığını, Haziran-Temmuz aylarında döviz hesaplarının gerilediğini görüyoruz. Tüzel kişi kaynaklı oynaklıkları fazla umursamıyoruz.

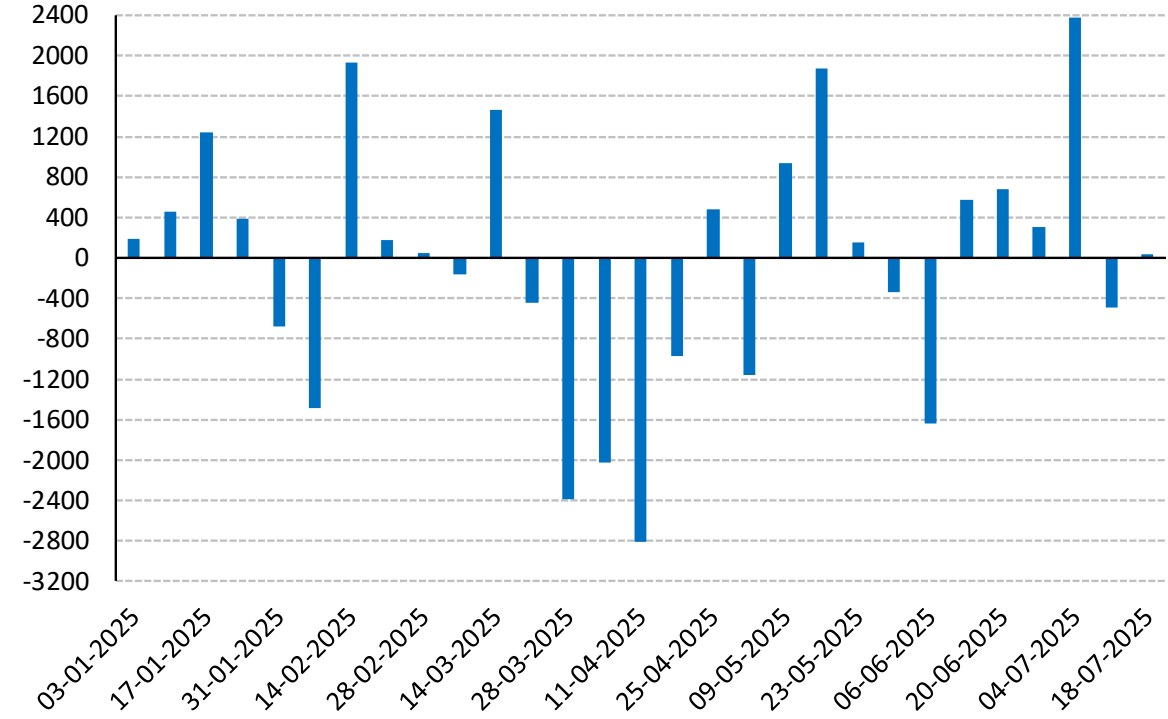
Portföy tarafında kayıpların önemli bölümü geri alındı

Türkiye'ye Haftalık Yabancı Portföy Akımları, milyon dolar



Kaynak: TCMB

■ Hisse

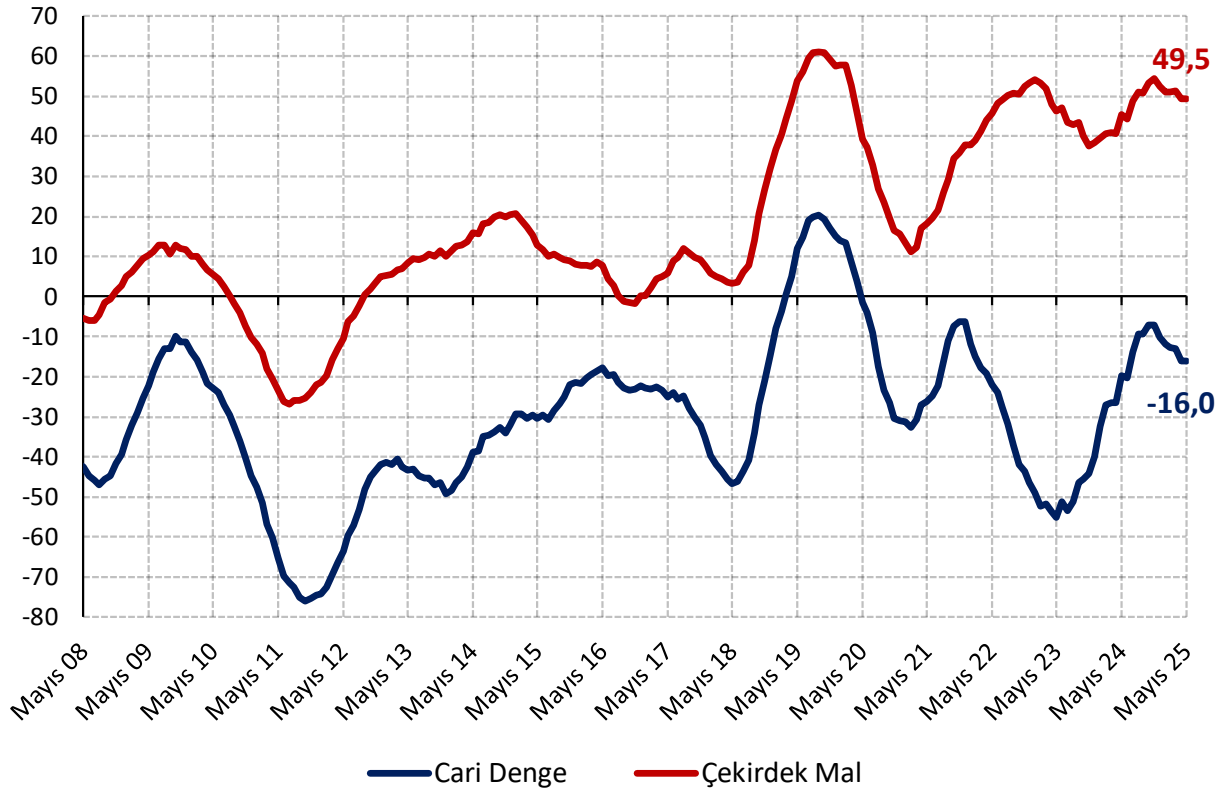


■ DİBS Kesin Alım

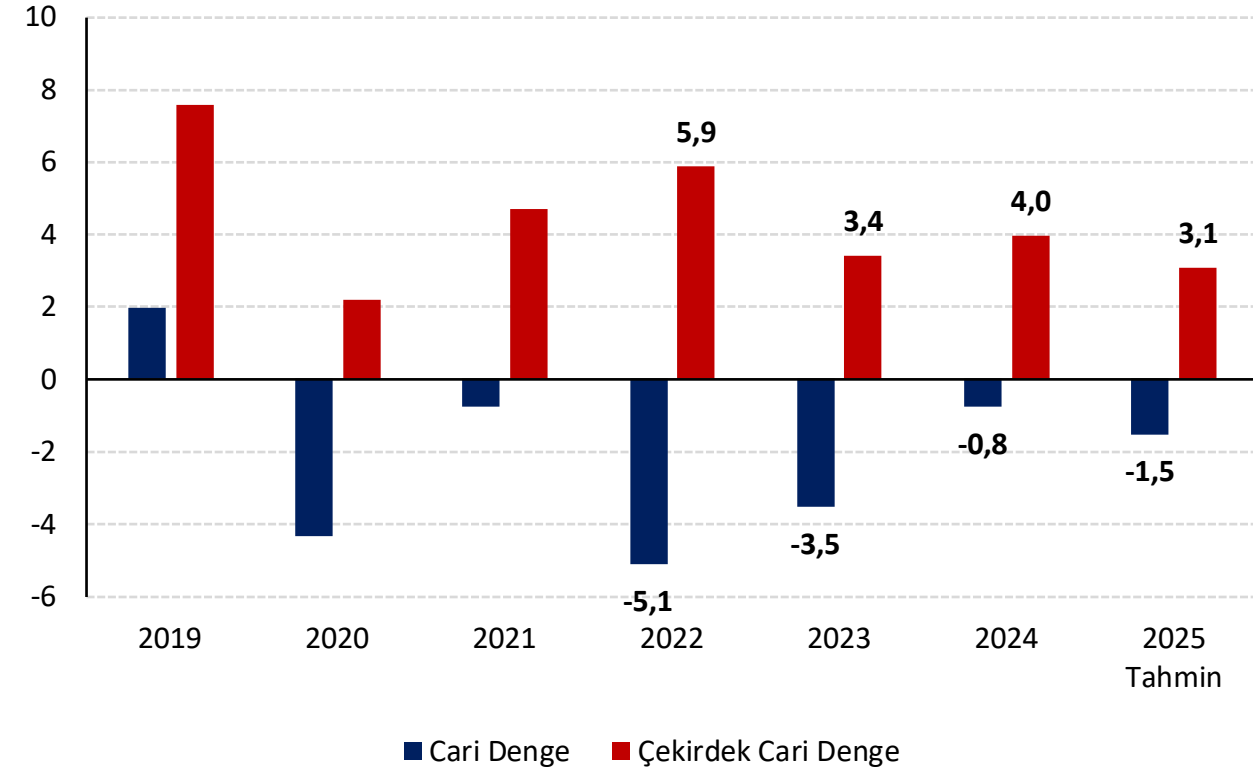
- Son haftalarda hissede istikrarlı portföy girişi, tahvilde daha oynak bir seyir görüyoruz. 14 Nisan tarihinden bu yana 11 haftada hisse senedine 2,3 milyar dolar yabancı girişi oldu. İmamoğlu ve tarife şokları sonrası yaşanan 1,8 milyar dolarlık çıkış fazlasıyla geri alındı.
- Tahvil tarafında şok döneminde 9,3 milyar dolar yabancı çıkışı gördük. Şu ana kadar bu kaybın 2,8 milyar doları yani %30'u geri kazanılmış durumda. 18 Temmuz verisindeki hareketsizlik biraz rahatsız edici olsa da son dönemde tahvil getirilerindeki gerileme ve rezerv birikimi yeniden yabancı girişi olduğunu söylüyor.

Cari açık makul düzeyde

12-Aylık Hareketli Toplam Cari denge, milyar dolar



Cari Denge, % GSYİH

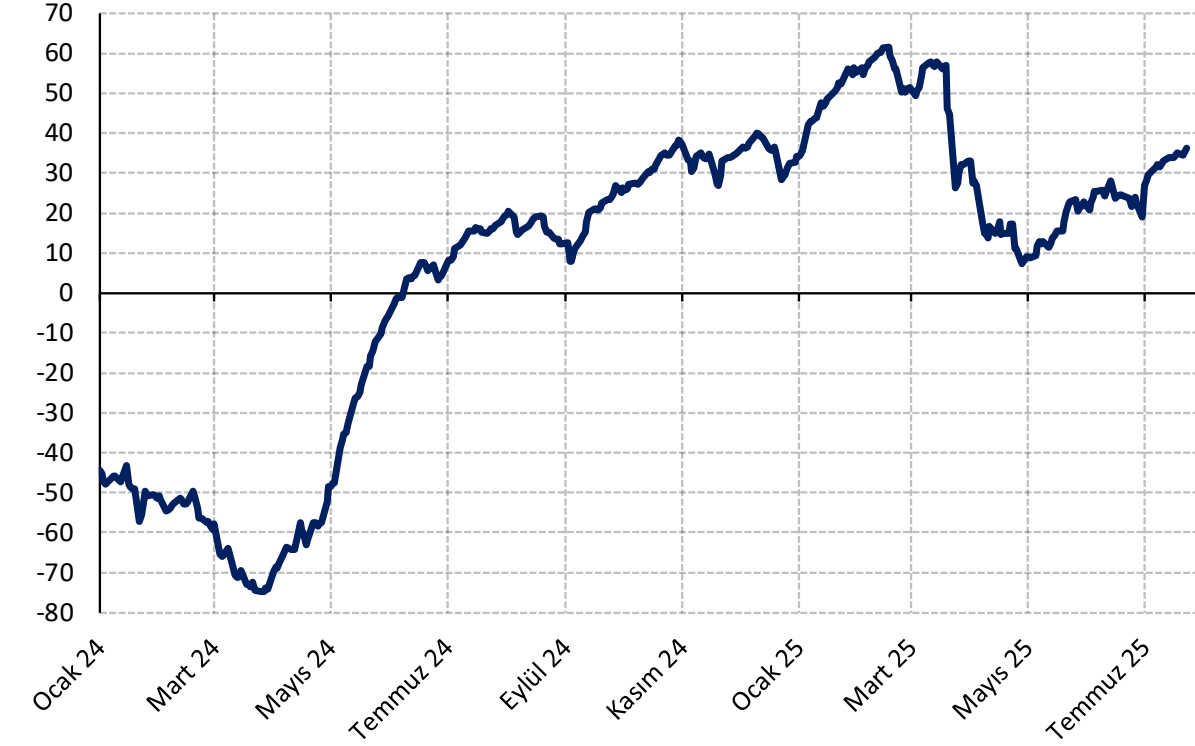


Kaynak: TCMB, İş Yatırım

- 2025 yılında 22 milyar dolar, yani milli gelirin %1,5'i kadar bir cari açık bekliyoruz. Reel kurdaki değerlenme ve kuvvetli tüketim mali ithalatına rağmen cari açığın makul düzeyde olduğunu görüyoruz. İhracat ve turizm tarafındaki büyüme yavaşlamış olsa da petrol fiyatları genel olarak dış dengeyi destekledi.
- Sivil hava filosu yenilenmesi ve artan askeri harcamalar (Eurofighter alımı, F-16 modernizasyonu, hava kalkanı) cari açık tahminimiz üzerinde yukarı yönlü risk oluşturuyor. Ancak en kötü senaryoda %2'ye yükselecek bir cari açık kur üstünde fazla baskı yaratmayacaktır.

TCMB Net Döviz Pozisyonu, milyar dolar

Swap Hariç Net



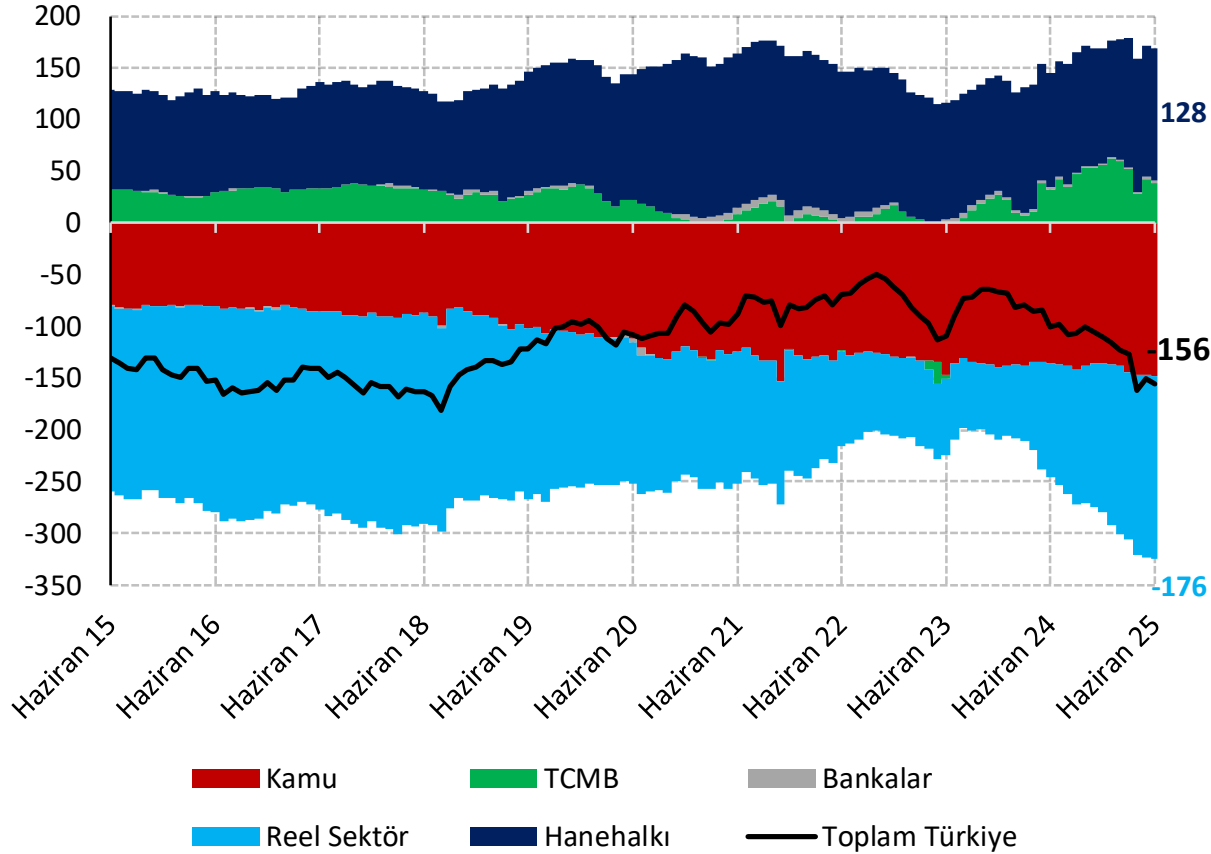
Brüt



Kaynak: TCMB

- İkili şok döneminde TCMB brüt döviz varlığı 34 milyar dolar, swap hariç net döviz pozisyonu 49 milyar dolar geriledi. Nisan sonundaki dip düzeyin ardından brüt rezervdeki kaybın fazlası, swap hariç net rezerv kaybının %58'i geri kazanıldı. Alın fiyatlarındaki yükselişi ayıklarsak swap hariç net rakamdaki geri kazanım oranı %40'a düşüyor.
- 23 Temmuz itibariyle swap hariç net döviz pozisyonu 36 milyar dolar. 2024 Aralık ayında faiz indirimi başladığında bu rakam 30 milyar dolar seviyesindeydi.

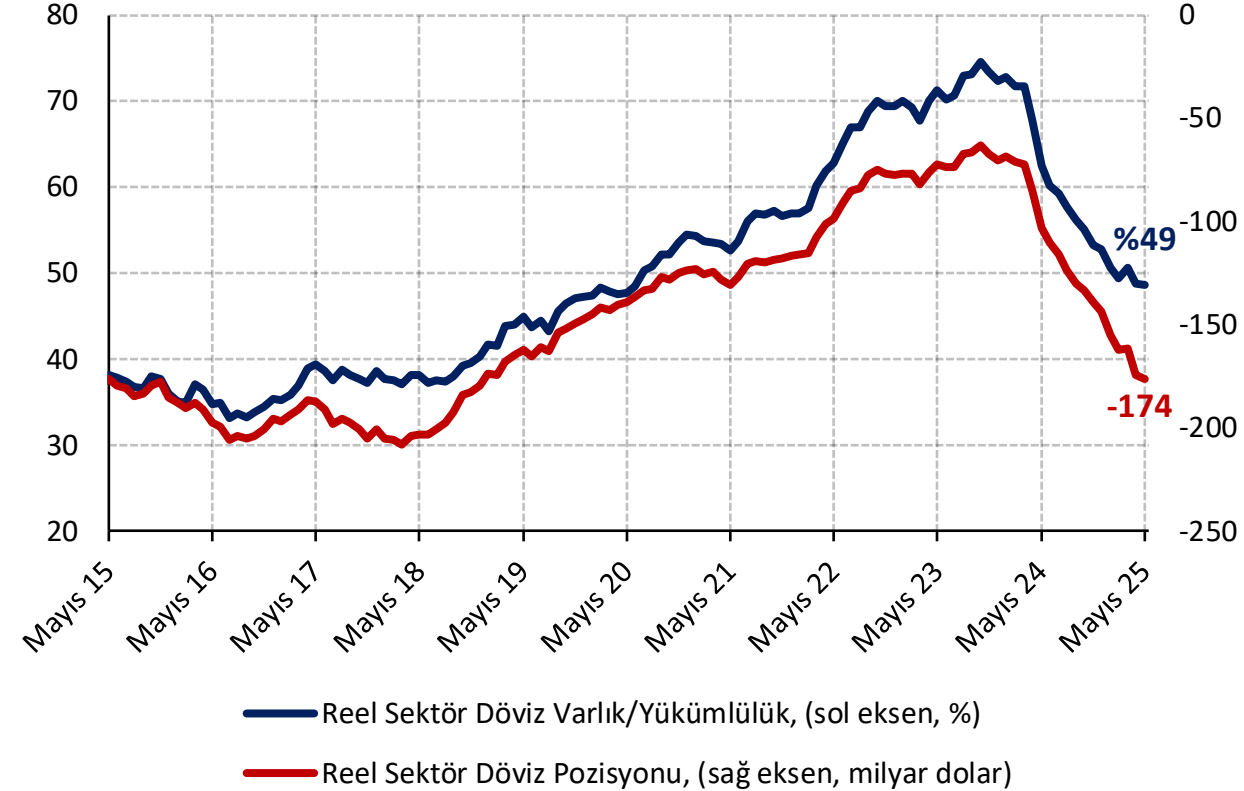
Türkiye Tahmini Net Döviz Pozisyonu, milyar dolar



Kaynak: TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, BDDK

- Şirketler döviz borçlanma eğilimi sonucu reel sektörün döviz açığı 174 milyar dolara, yani 2018 sonu seviyelerine geriledi. Ancak döviz varlığın yükümlülüğe oranı olarak bakarsak şirketlerin kur riski daha sınırlı ve 2020 seviyelerinde.
- Türkiye'nin net döviz pozisyonu 19 Mart şoku sonrası kötüleşerek Haziran ayında tahminen -156 milyar dolara indi. Ancak bu hesap 300 milyar dolar civarı yastık altındaki altını içermiyor.

Reel Sektör Döviz Pozisyonu



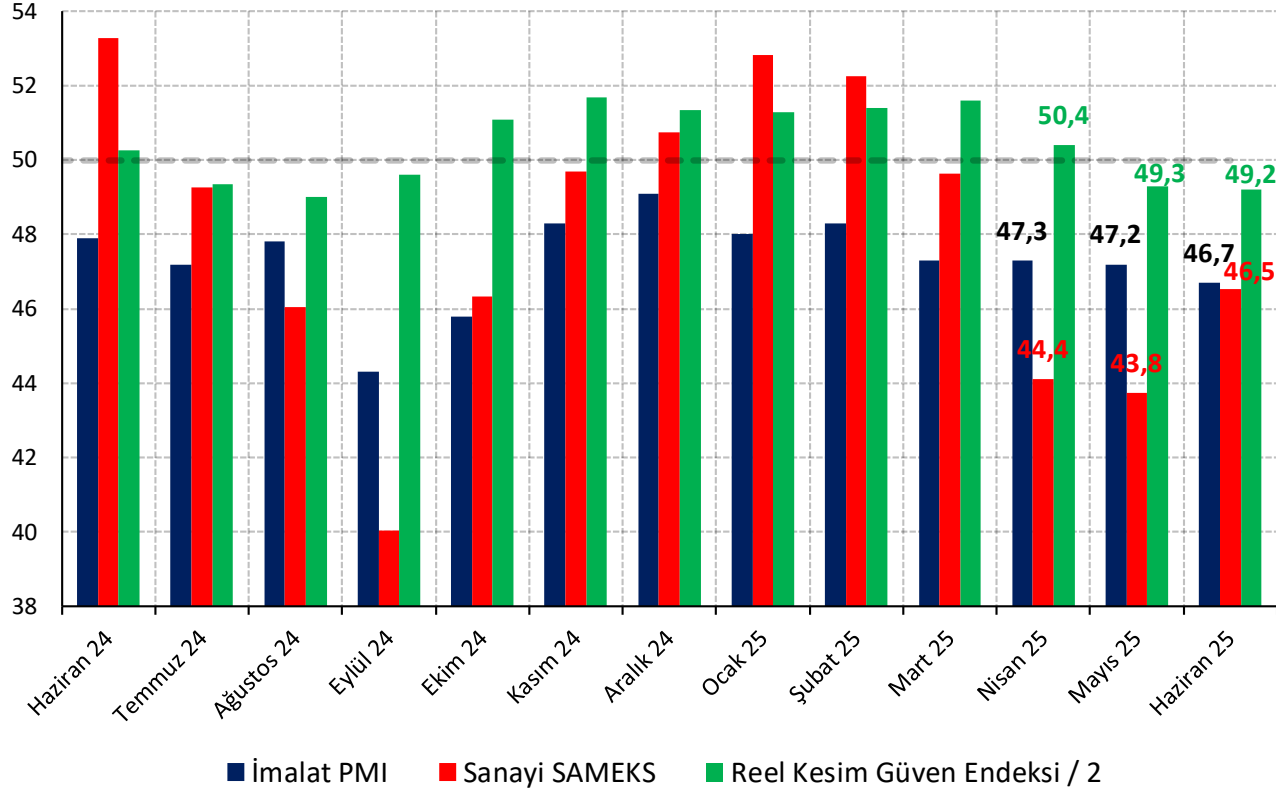
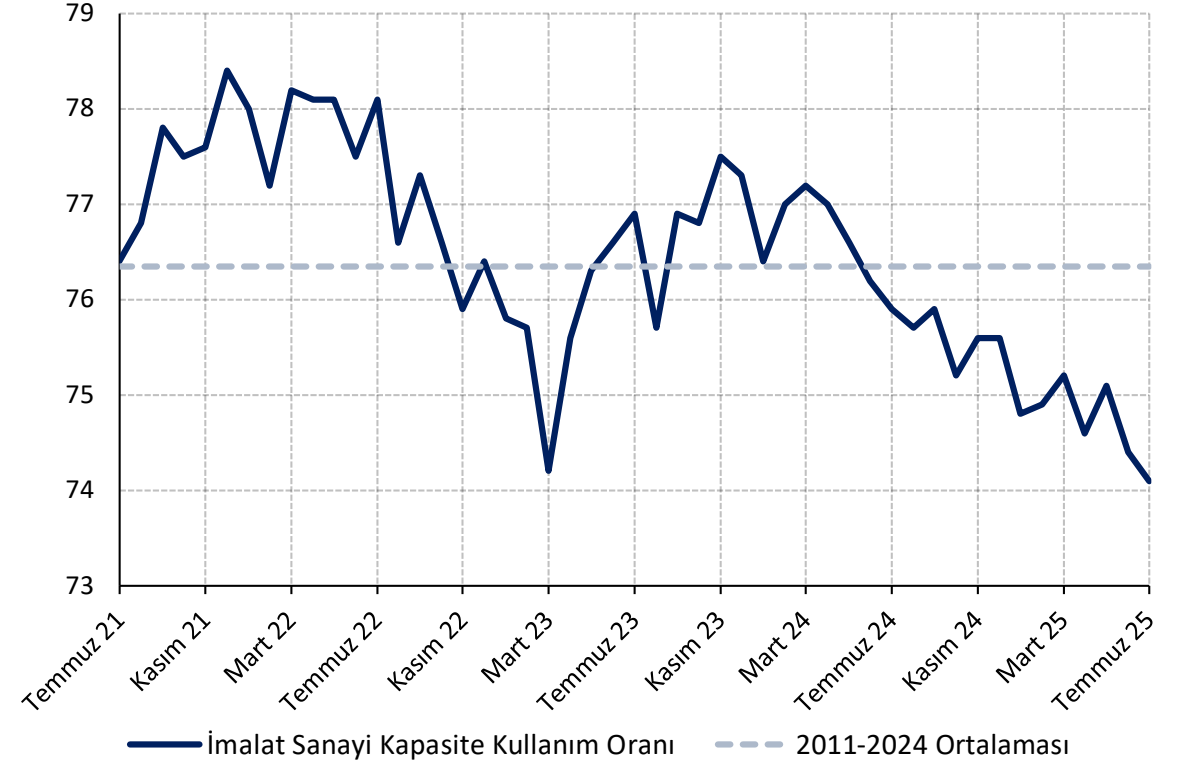
Türkiye Ekonomisi: Reel Ekonomi

İŞ YATIRIM



İkinci çeyrek öncü göstergelerine göre sanayi daralmaya devam ediyor

Sanayi Öncü Endeksleri (Kötümserlik Sınırı = 50)

İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı
(Mevsimsel Düzeltilmiş, %)

Kaynak: İSO, S&P, MÜSİAD, TCMB

Kaynak: TMCB

- Haziran ayında sanayi sektörü önce göstergeleri daralma sinyali üretmeye devam ediyor. Haziran PMI verisi önceki aya göre yarım puan gerileyerek 46,7 seviyesine yani son 8 ayın en düşük düzeyine indi. PMI 15 aydır teorik daralma bölgesinde. MÜSİAD sanayi SAMEKS (46,5) çok oynak bir seri olduğu için aydan aya yükselişini önemli görmüyoruz. Ama dört aydır daralma bölgesinde olduğunu vurgulayalım.
- Reel kesim güven endeksi son 2 aydır eşik değer bir miktar altında ve tarihsel ortalamasının ise bir hayli gerisinde. İmalat sanayi kapasite kullanım oranı da 2011-2024 dönem ortalamasının altında ve gerilemeye devam ediyor.

Sektörel PMI detayları daralmanın genele yaygın olduğunu söylüyor

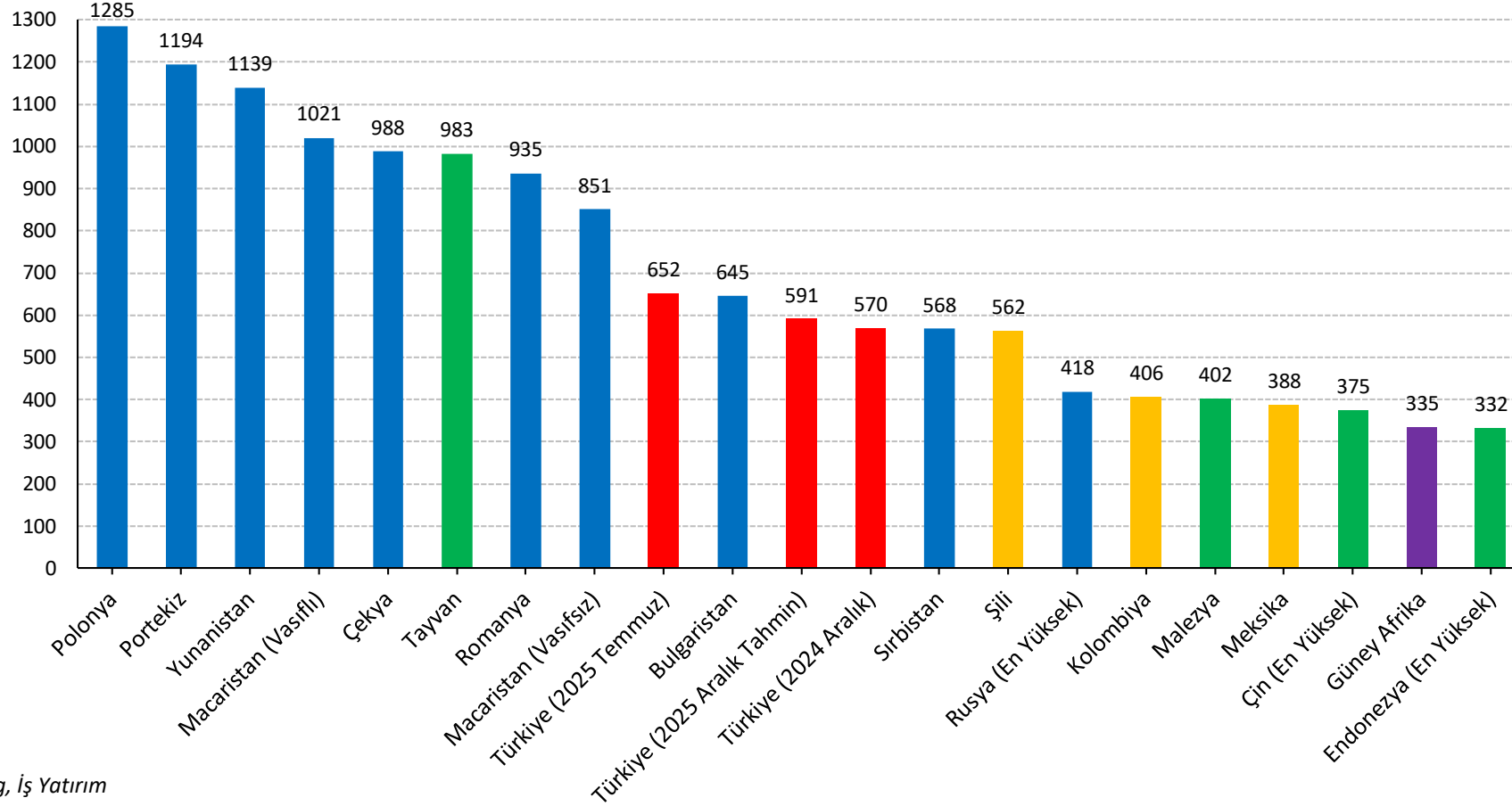
Sektörel PMI Üretim Alt Endeksi (Kötümserlik Sınırı = 50)

	Ekim 24	Kasım 24	Aralık 24	Ocak 25	Şubat 25	Mart 25	Nisan 25	Mayıs 25	Haziran 25
Gıda Ürünleri	54	51	51	53	52	52	54	46	47
Tekstil	43	43	42	40	42	42	40	42	35
Giyim ve Deri Ürünler	42	42	41	46	44	46	43	53	44
Mobilya, Ağaç ve Kağıt Ürünleri	35	47	45	42	48	51	45	48	45
Kimyasal, Plastik ve Kauçuk Ürünler	44	46	53	45	46	39	40	45	39
Ametal Mineraller	43	44	47	46	47	51	44	51	46
Ana Metal	42	48	42	41	50	44	42	47	46
Makine ve Fabrikasyon Metal Ürünler	40	48	47	49	45	45	42	48	47
Elektrikli ve Elektronik Ürünler	43	49	50	46	47	45	50	47	42
Kara ve Deniz Taşıtları	41	47	48	50	47	50	41	45	39

Kaynak: ISO, S&P

- Sektörel PMI verilerine göre uzun dönemdir pozitif ayrılan gıda dahil 10 sektör grubunun tamamı daralma bölgesinde. Tekstil, kimya (petrokimya ve plastik dahil), elektronik-elektronik eşya (beyaz eşya dahil) ve kara-deniz taşıtları (gemi ve otomotiv) Haziran ayında özellikle sert bir daralma sinyali veriyor.

Aylık Brüt Asgari Ücret, dolar



Kaynak: ILO, Eurostat, Bloomberg, İş Yatırım

- Nominal dolar kuru artışının hızlandığı bir dönemde asgari ücrete zam yapılmamasıyla Türkiye'nin asgari ücreti Romanya ve Macaristan'dan uzaklaşarak eski ligine dönüyor. Doğu Avrupa ülkelerinden ucuz, Bulgaristan ve Sırbistan'a yakın, Latin Amerika ve gelişen Asya ülkelerine göre çok pahalı bir konumdayız.
- Emek maliyetinin Macaristan'dan ucuz olması BYD'nin Türkiye'deki üretimi öncelikle kararını açıklayabilir. Ancak tekstildeki trendi geri çevirecek kadar ucuzlamak mümkün değil.

	2022	2023	2024	2025T	2026T
GSYİH büyüme, %	5.5	4.5	3.2	2.5	4.0
TÜFE (yıl sonu), %	64.3	64.8	44.4	29.5	19.5
TÜFE (ortalama), %	72.3	53.9	58.5	34.1	22.6
Cari Denge / GSYİH (%)	-5.1	-3.5	-0.8	-1.5	-1.8
Para Piyasası Faizi, %	9.0	42.5	47.5	35.0	23.0
Gösterge 10 yıllık TL tahvil faizi	8.9	25.0	29.5	29.0	24.0
30 yıllık Dolar cinsi Eurobond faizi	8.5	7.7	8.2	7.9	7.7
TL/Dolar (ortalama)	16.6	23.7	32.8	39.6	47.6
TL/Dolar (yıl sonu)	18.7	29.4	35.2	44.0	51.4
TL/Euro (ortalama)	17.4	25.7	35.5	44.0	54.0
TL/Euro (yıl sonu)	19.9	32.7	36.7	50.6	57.6
Avro/Dolar (ortalama)	1.05	1.08	1.08	1.11	1.14
Avro/Dolar (yıl sonu)	1.07	1.10	1.04	1.15	1.12