

Makro Deęerlendirme

Ağustos 2025
İř Yatırım Araştırma M¼d¼rl¼ę¼

İř YATIRIM



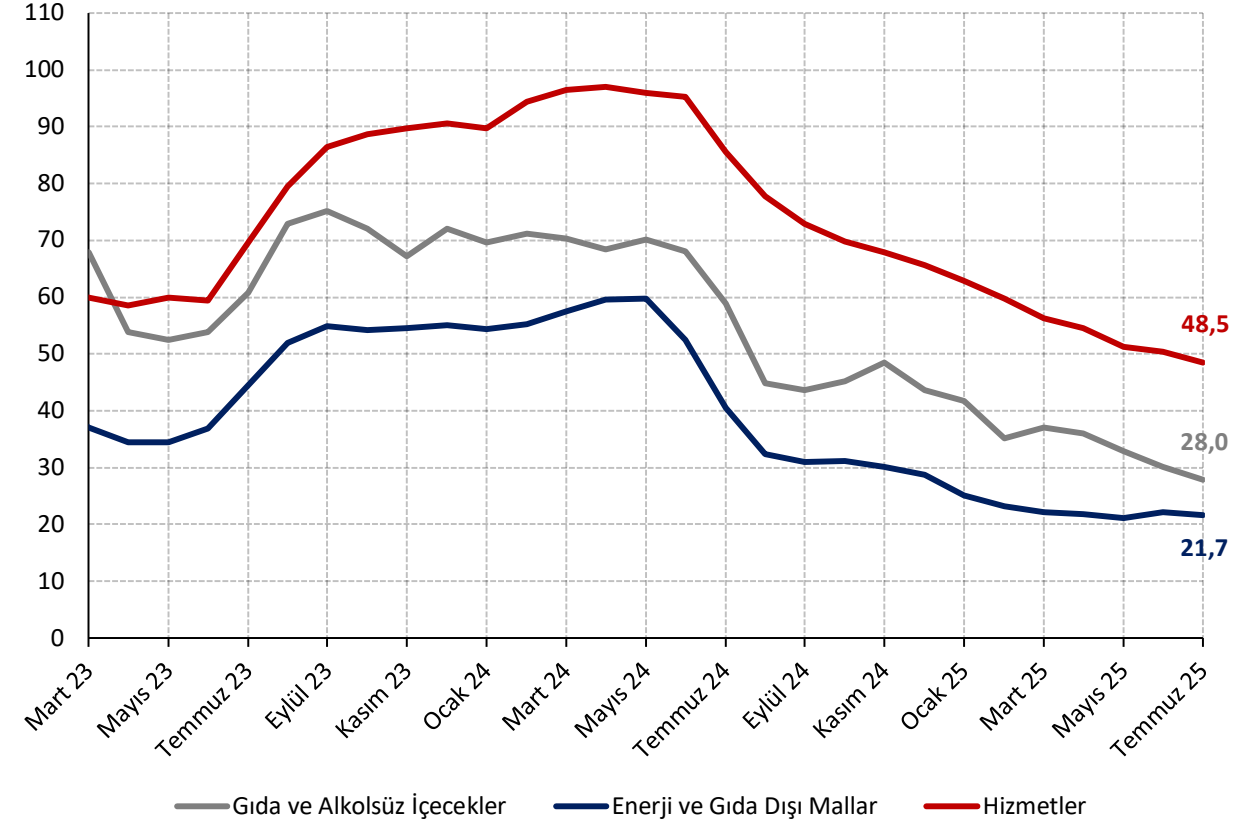
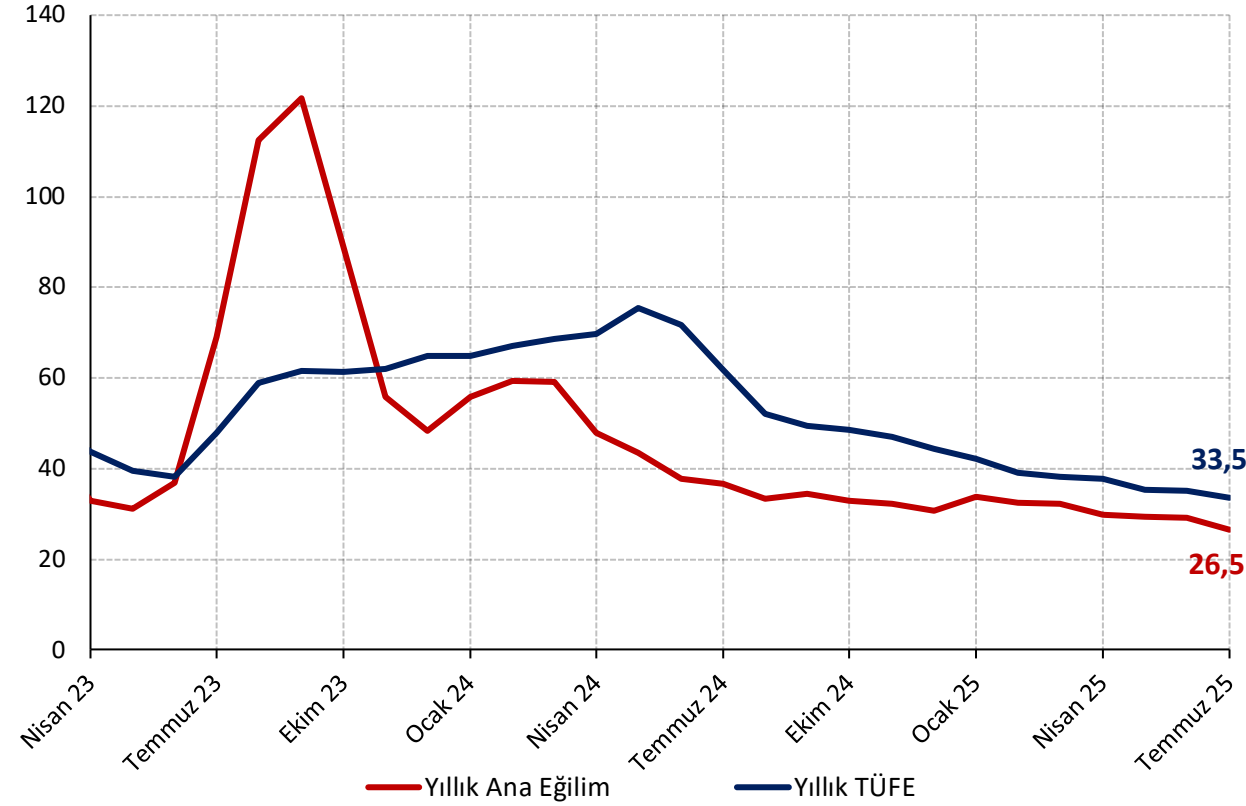
Türkiye Ekonomisi: Enflasyon

İŞ YATIRIM



Yıllık enflasyon %33,5 düzeyine geriledi

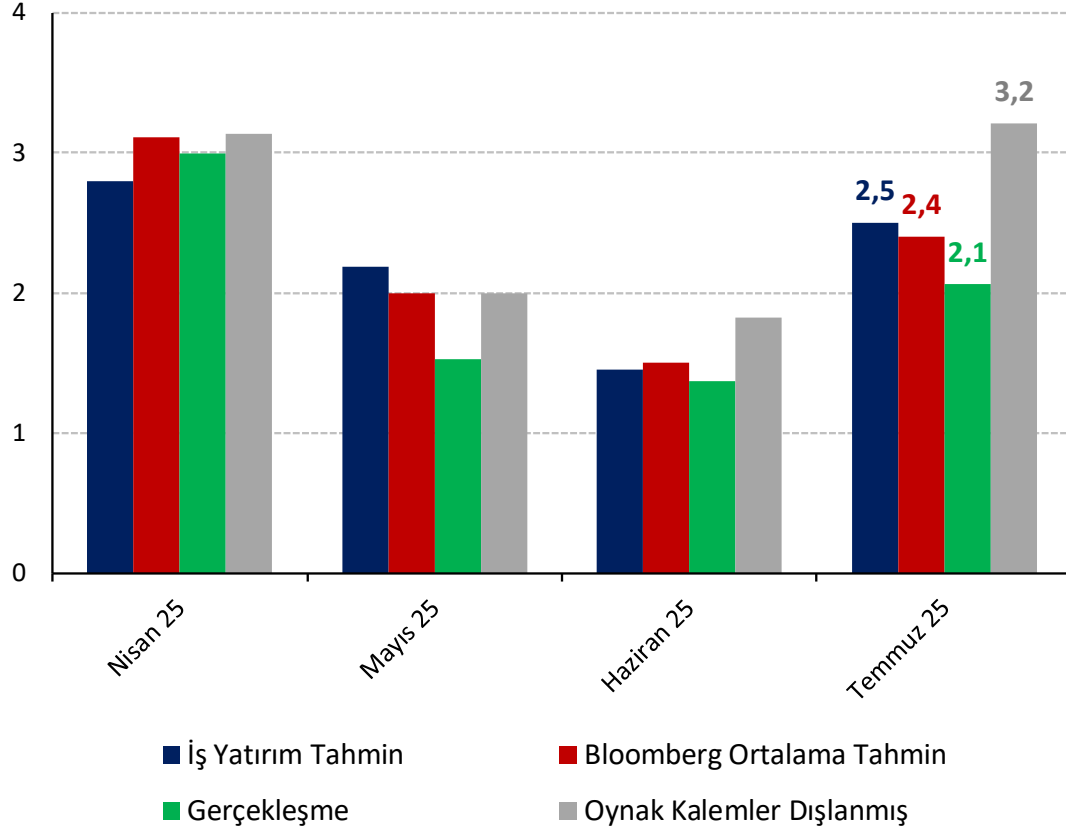
Yıllık Enflasyon, %



Kaynak: TÜİK, İş Yatırım

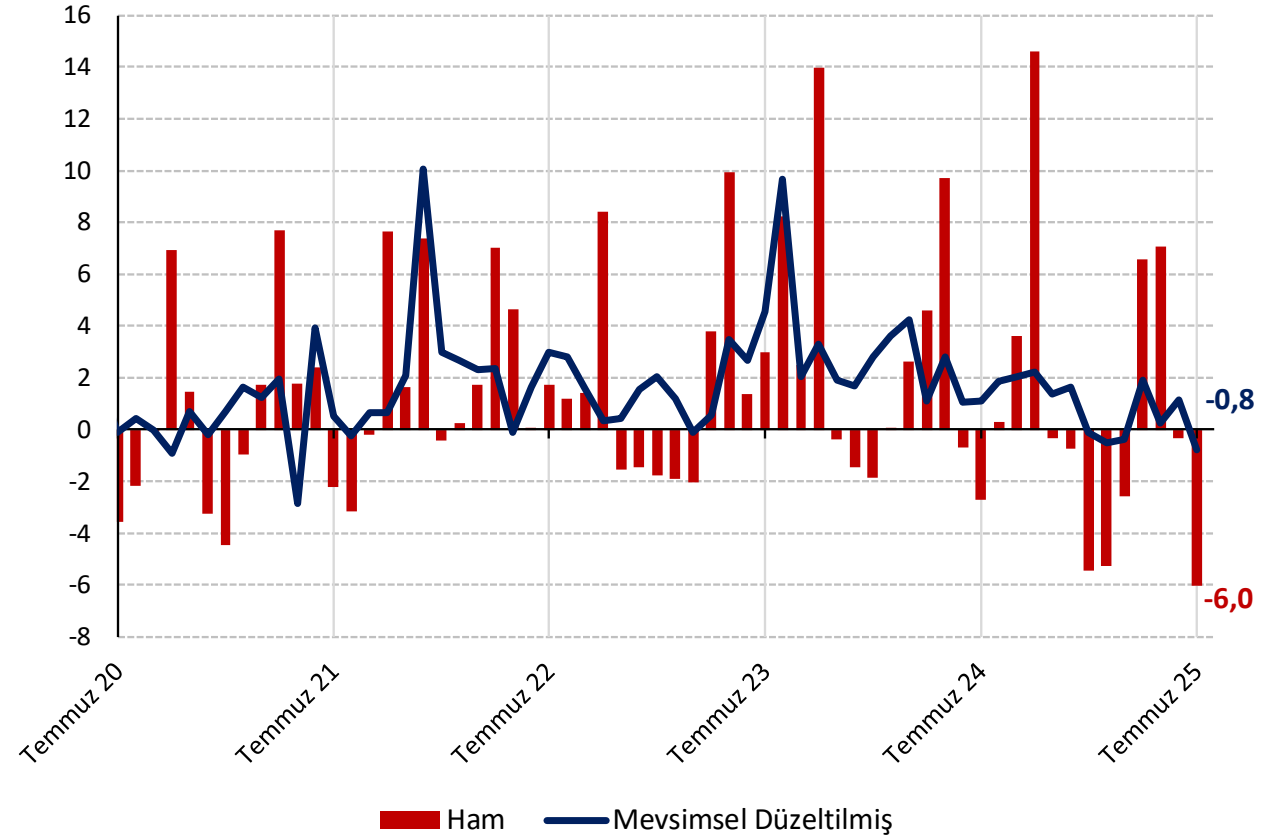
- Temmuz Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) verisinde enflasyonun yıllık %33,5 düzeyine gerilediğini görüyoruz. %26,5 düzeyindeki ana eğilim hesabımız manşet enflasyonun önümüzdeki aylarda gerilemeye devam edeceğini söylüyor.
- Parasal sıkılaşma ve Türk lirasındaki gerilemeye gecikmeli tepki veren hizmet (özellikle kira) enflasyonu %48,5 ile manşeti yukarı çekiyor. Çekirdek mal enflasyonu %21,7 ile çok daha makul bir seviyede ancak bir süredir görece yatay seyrediyor.

Nisan-Temmuz Aylık TÜFE ve Tahminler, %



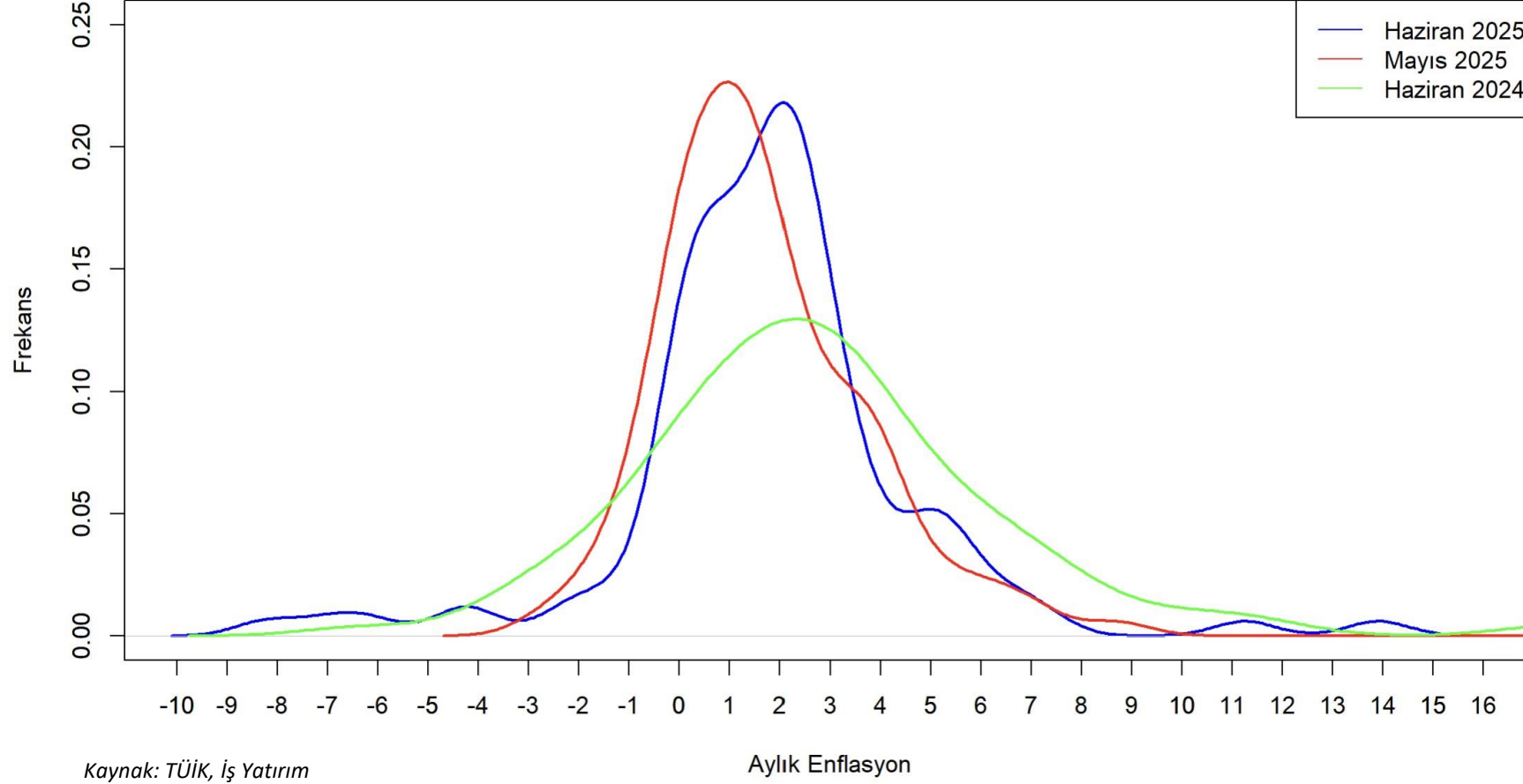
Kaynak: TÜİK, Bloomberg, İş Yatırım

Aylık Giyim Eşyası ve Ayakkabı Enflasyonu, %



- Temmuz TÜFE verisi aylık %2,1 ile İş Yatırım'ın %2,5 ve piyasanın %2,4 beklentilerinden daha düşük geldi. Aşağı yönlü sürpriz endeks oynaklığı yüksek ve mevsim geçişlerinde türetilen fiyatların kullanıldığı giyim eşyası ve ayakkabı grubunda (%-6,0) uç değer bir deflasyondan kaynaklanıyor. Mevsimsel olarak düzeltilmiş aylık giyim enflasyonu %-0,8 ile 2021 Mayıs ayından bu yana en düşük rakam.
- Manşet rakamın tersine kira, eğitim ve haberleşme başta olmak üzere hizmet kalemlerinde bozulma ya da yüksek seviyelerde katılık görülüyor. Gıda ve giyimden kaynaklanmayan aşağı yönlü sürpriz görene kadar manşetteki iyi haber iskontolu okuyoruz.

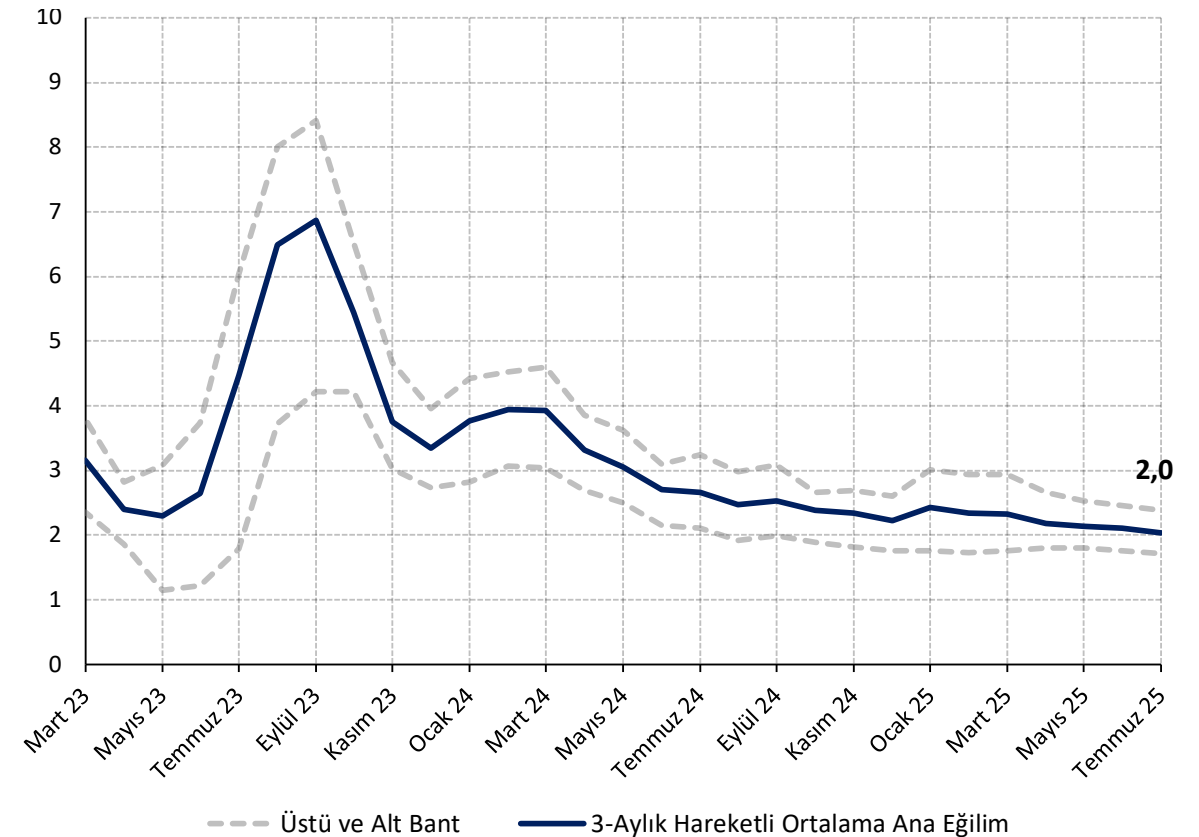
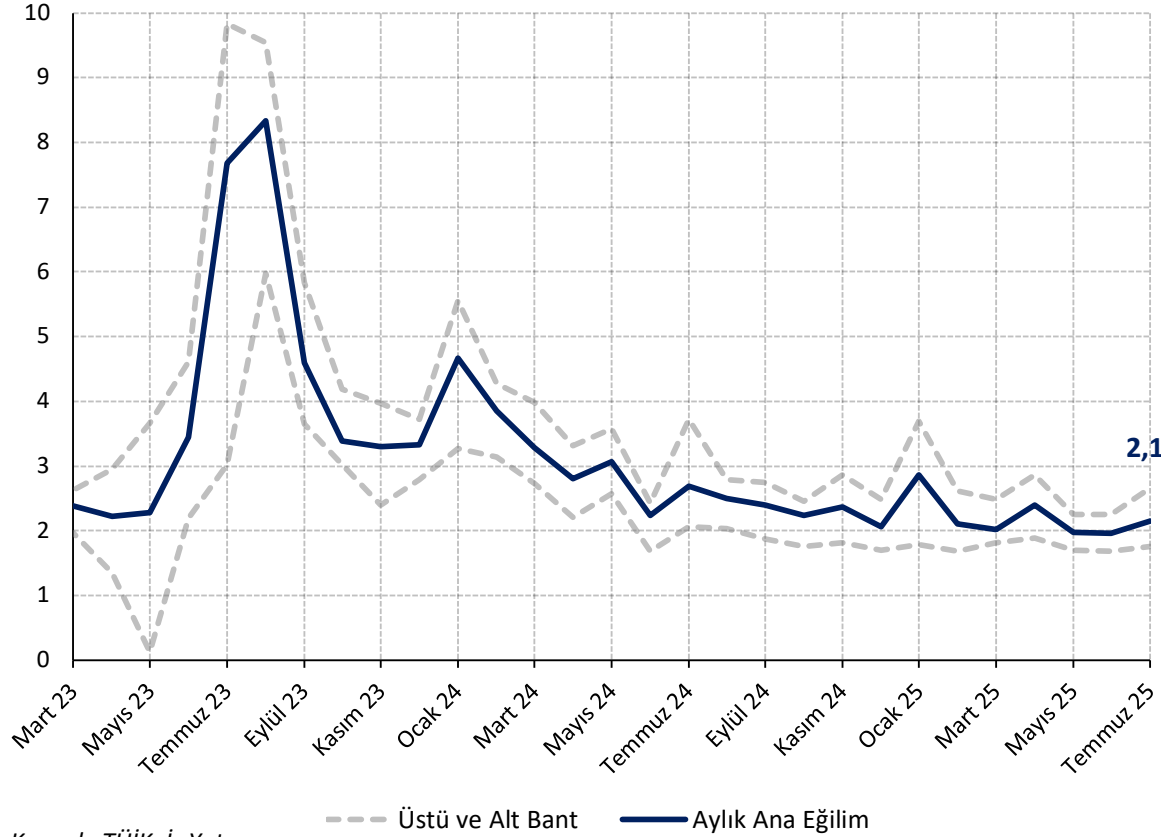
Gıda Hariç TÜFE Alt Kalemleri Aylık Enflasyon Dağılımı Düzleştirilmiş Histogram



- TÜFE sepetindeki gıda hariç 106 alt kalemin aylık enflasyon rakamlarının dağılımına düzleştirilmiş bir histogram ile bakıyoruz. Enflasyonu aşağı çeken unsurun giyim grubundaki uç değerler olduğu net bir şekilde ortaya çıkıyor. Önceki yıla göre iyileşme daha belirgin olsa da yayılım histogramı enflasyon dinamiğinin manşetteki kadar iyi olmadığını söylüyor.

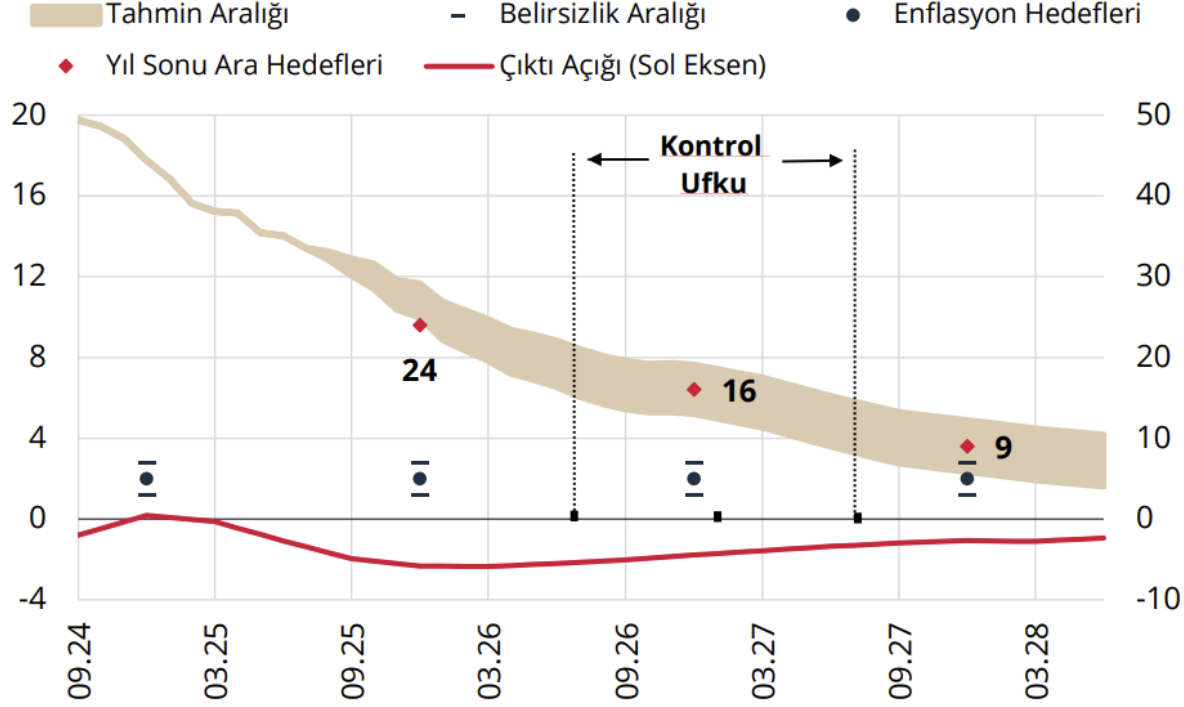
Aylık enflasyon ana eğilimi %2'nin altına inmekte zorlanıyor

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



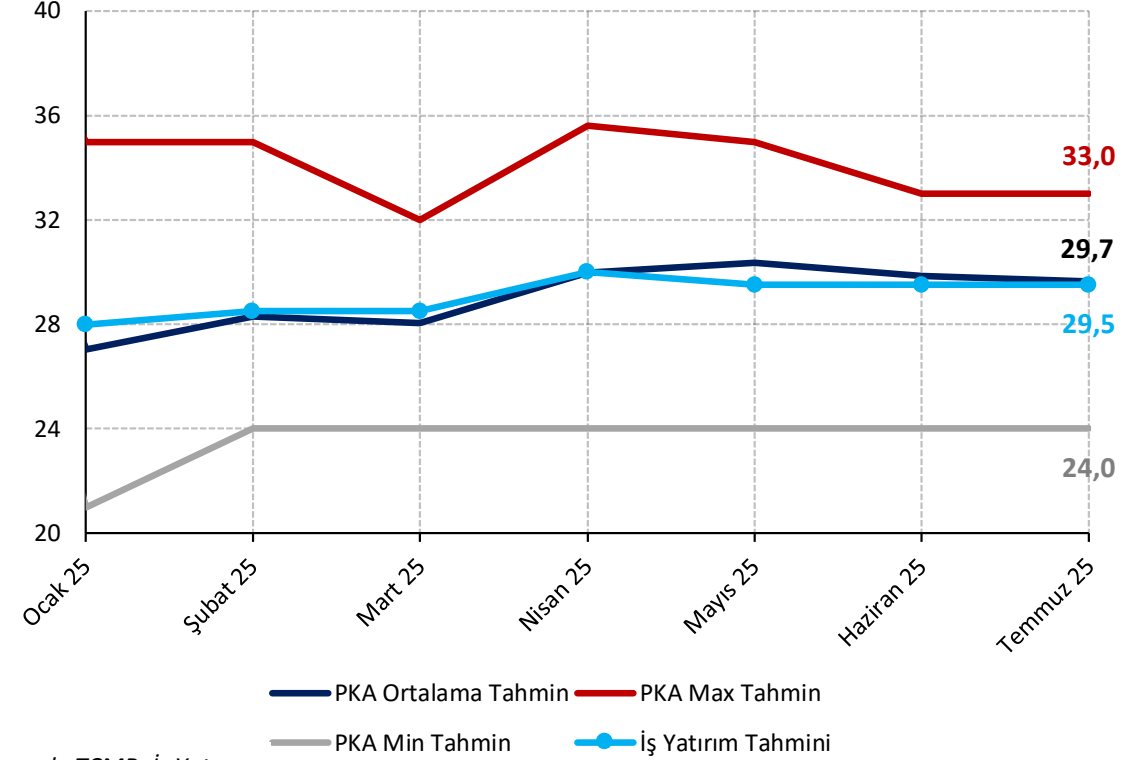
- Mevsimsel düzeltilmiş 5 özel göstergenin (TÜFE, çekirdek B ve C endeksleri, medyan TÜFE ve budanmış ağırlıksız TÜFE) ortalamasını alarak oluşturduğumuz aylık enflasyon tahmini ana eğilimini %2,1, 3-aylık hareketli ortalamasını %2,0 olarak hesaplıyoruz. Temmuz ayına özgü koşullar söz konusu olsa dahi ana eğilimin %2'nin altına inmekte zorlandığına ilişkin sinyaller birikiyor.
- Aylık %2'de takılan bir enflasyon 12 ayda ancak %27'ye geriler. Ancak sıkı para ve ücret politikası sürdürükçe ana eğilimde iyileşme kademeli ve yavaş da olsa devam edecektir. Ana eğilimin %1,7 civarına gerilediği baz senaryomuzda 12 ayda %22'ye inen bir enflasyon öngörüyoruz.

TCMB Enflasyon Tahmin Patikası ve Ara Hedefler, %



Kaynak: TCMB 2025-III Enflasyon Raporu

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



Kaynak: TCMB, İş Yatırım

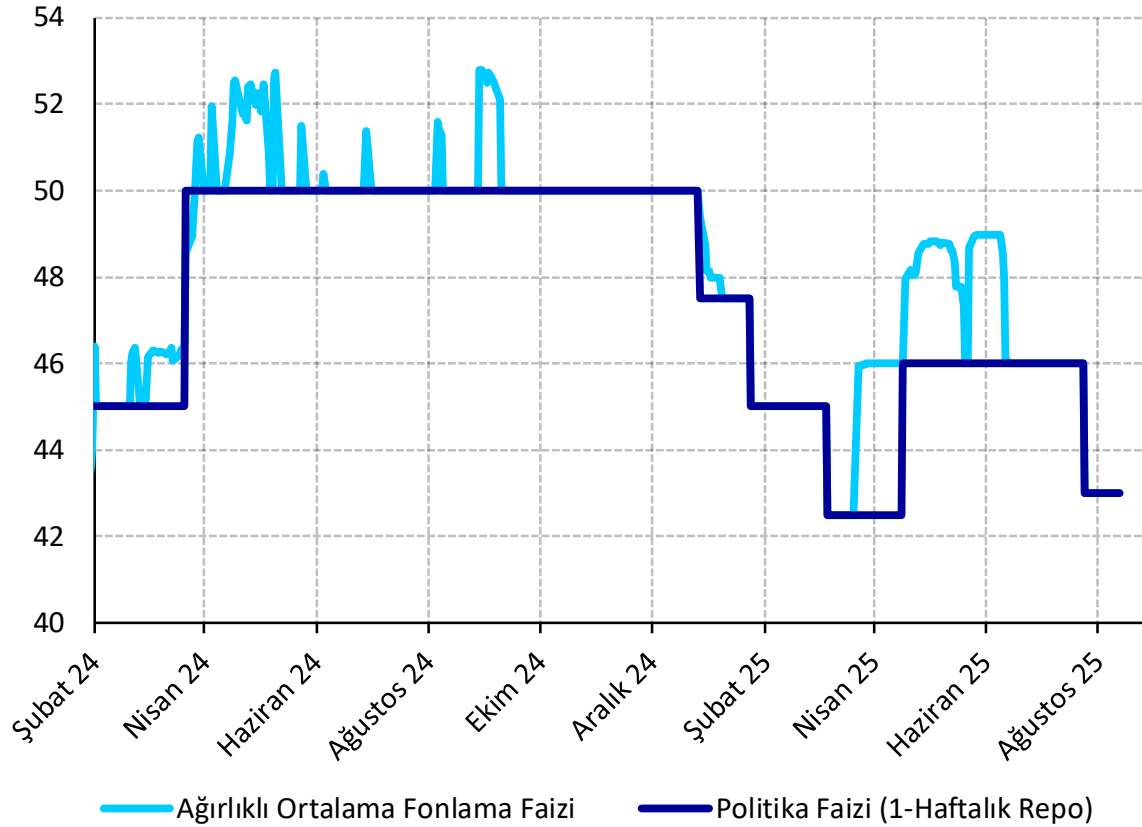
- 14 Ağustos enflasyon raporu toplantısında TCMB 2025 ve 2026 tahmin aralığını %25-%29 ve %13-%19 olmak üzere yukarı yönlü daraltarak belirledi. İş Yatırım olarak 2025 yılı için %29,5 ile TCMB üst bandının biraz üzerinde bir tahminimiz var.
- TCMB ara hedef ve yılsonu tahminlerini ayırttığı yeni bir iletişim politikasına geçti. Yeni dönemde tahmin aralığı güncellenirken, olağanüstü sapmalar olmadığı sürece ara hedefler değişmeyecek. Yeni iletişim stratejisinin anlamlı olması için para politikası patikası oluşturulurken ara hedefin tahmin aralığına göre sapması da dikkate alınmalı. 2025 sonu için %24 ile tahmin aralığının altında bir hedef belirlenmesinin para politikası etkisine yönelik net bir yorum yapılmadı.

Türkiye Ekonomisi: Para Politikası ve Finansal Koşullar

İŞ YATIRIM

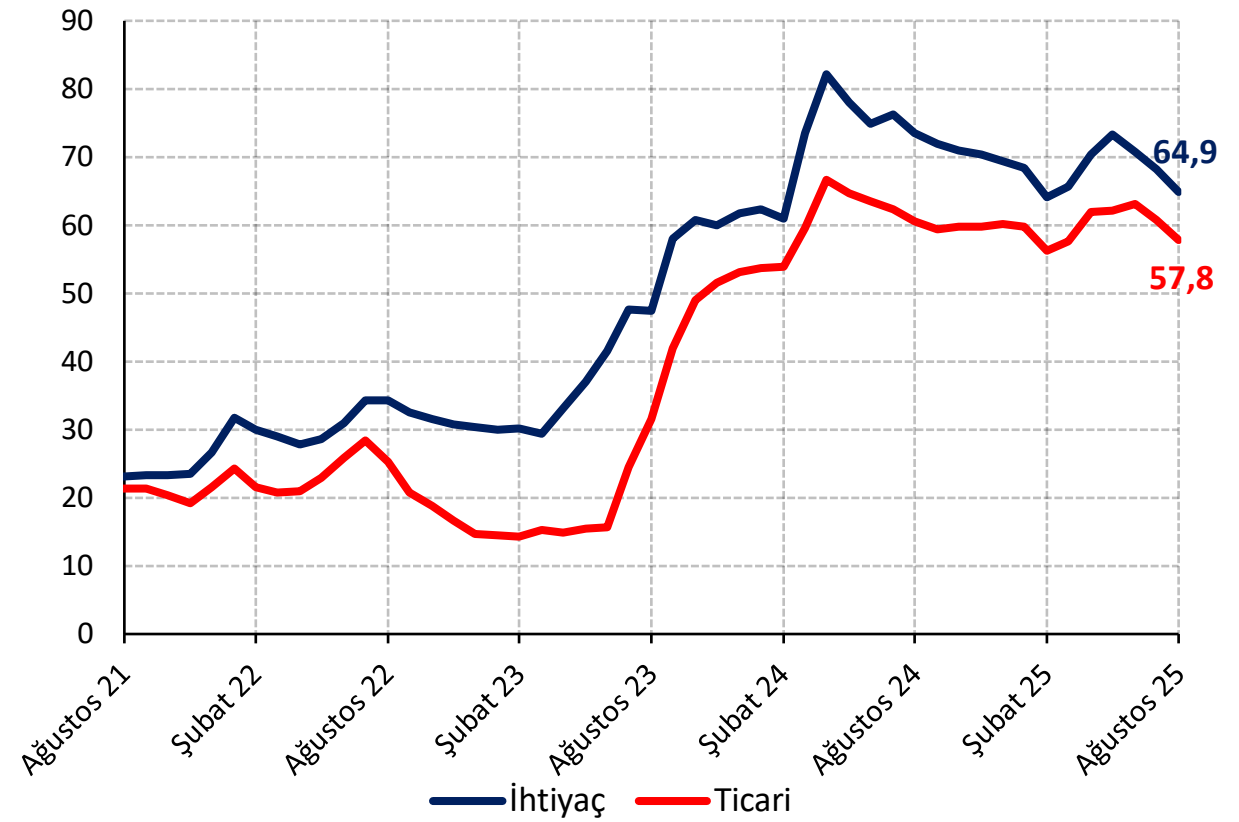


Yıllık Basit Politika Faizi, %



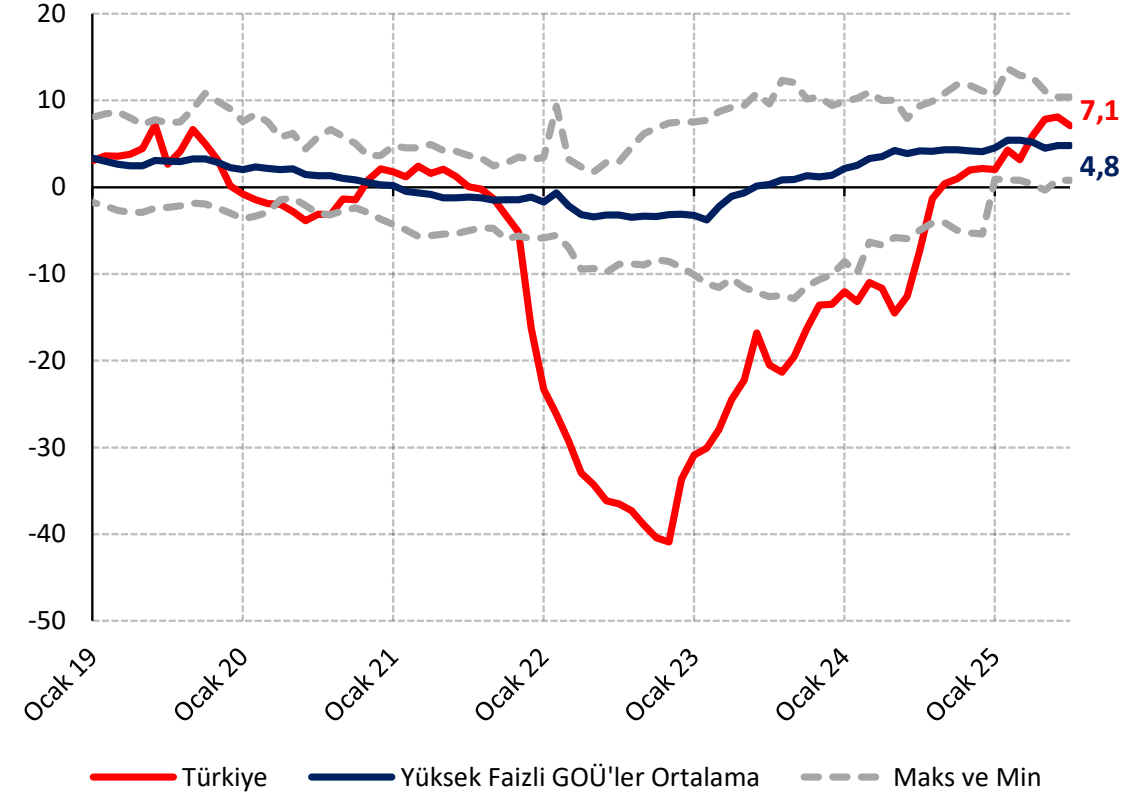
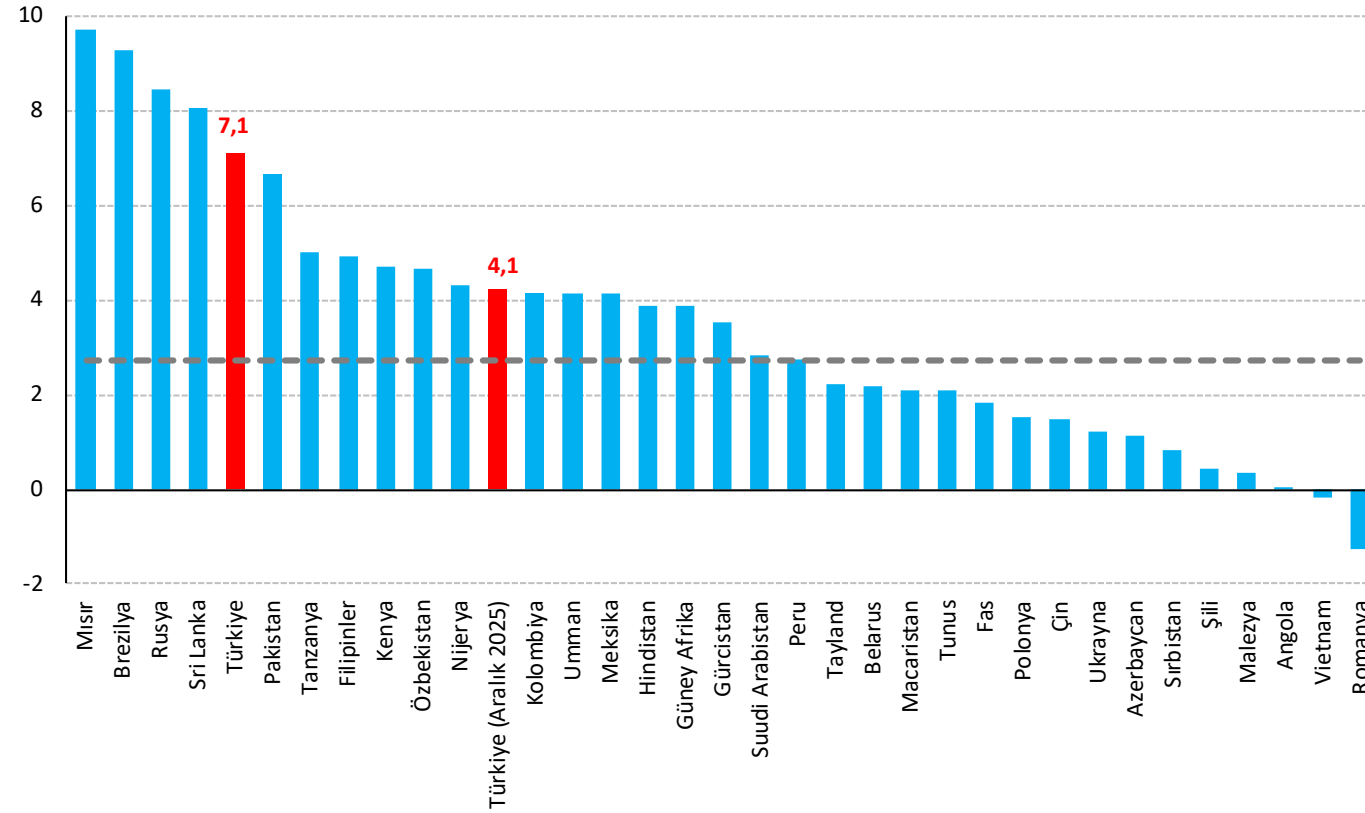
Kaynak: TCMB

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 ne Temmuz ayı PPK basın duyurusunda ne de 14 Ağustos Enflasyon Raporu sunumunda sonraki adımlara ilişkin net bir sinyal vermedi. Başkan Karahan toplantı bazlı ve ihtiyatlı adımlar atılacağını vurguladı. 11 Eylül PPK toplantısında yine 300 baz puan indirim öngörüyoruz.

Gelişmekte Olan Ülkelerde Ex-Post Reel Faiz, %

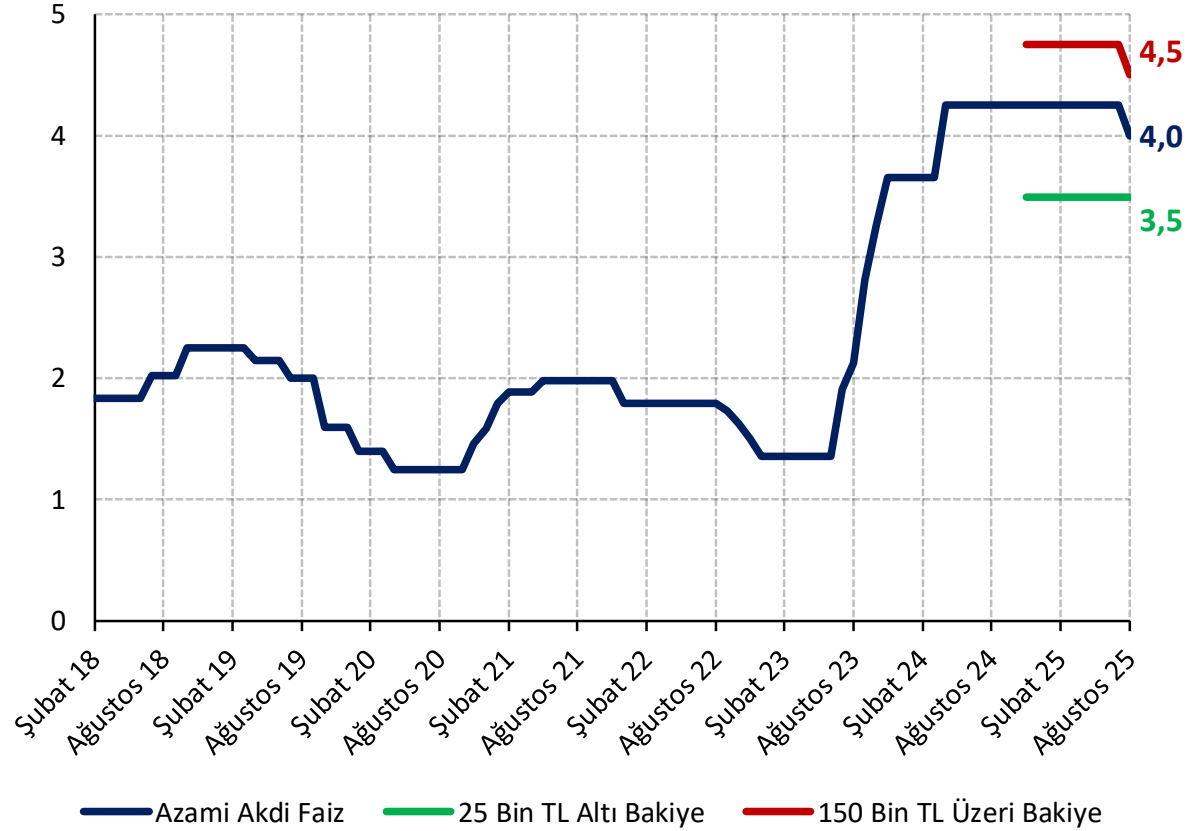


Kaynak: Bloomberg

- Temmuz enflasyonuna göre ex-post reel politika faizimiz %7,1 ile gelişmekte olan ülkeler ortalamasından bir hayli yukarıda ve dünyanın en yüksek 5. 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. Beklenen enflasyon baz alındığında göreceli reel faizimiz çok daha yukarıda.

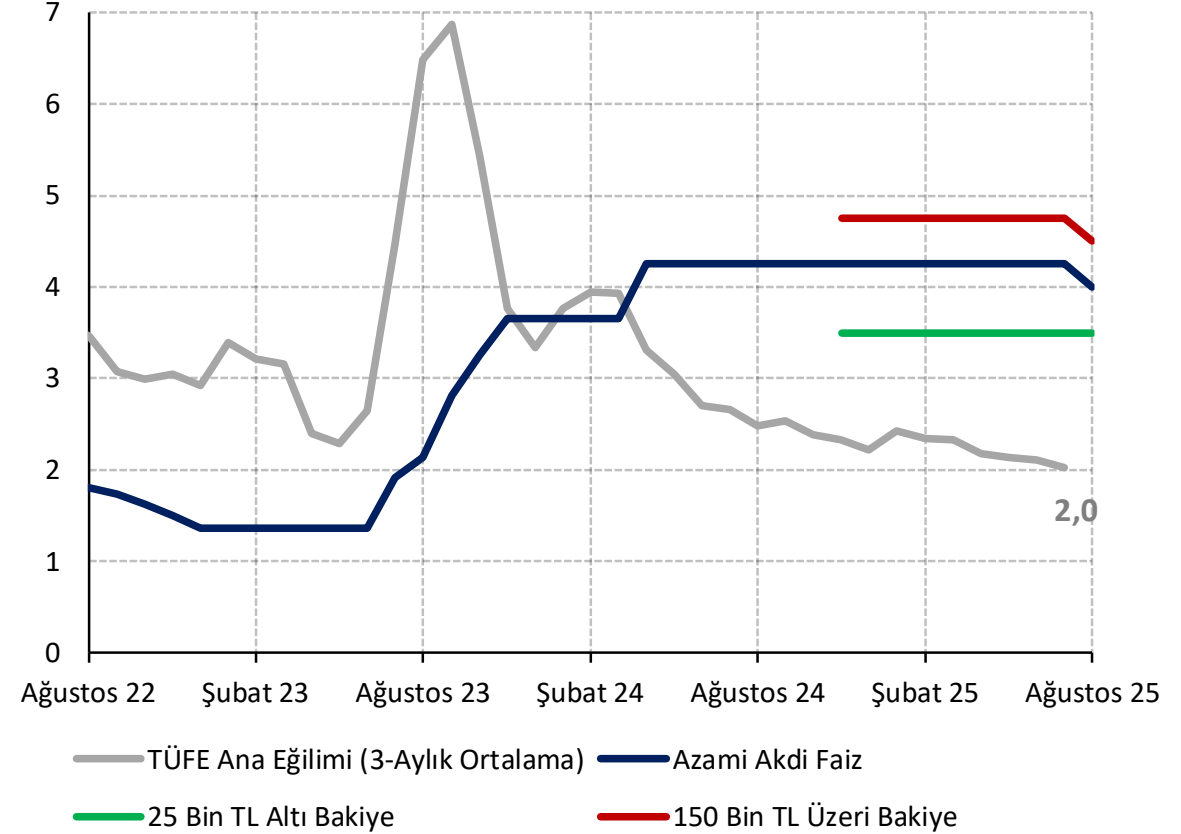
Kredi kartı faizlerinde de kısmi gevşemeye gidildi

Aylık Azami Kredi Kartı Faizleri, %



Kaynak: TCMB

Azami Kredi Kartı Faizleri ve TÜFE Ana Eğilimi, %

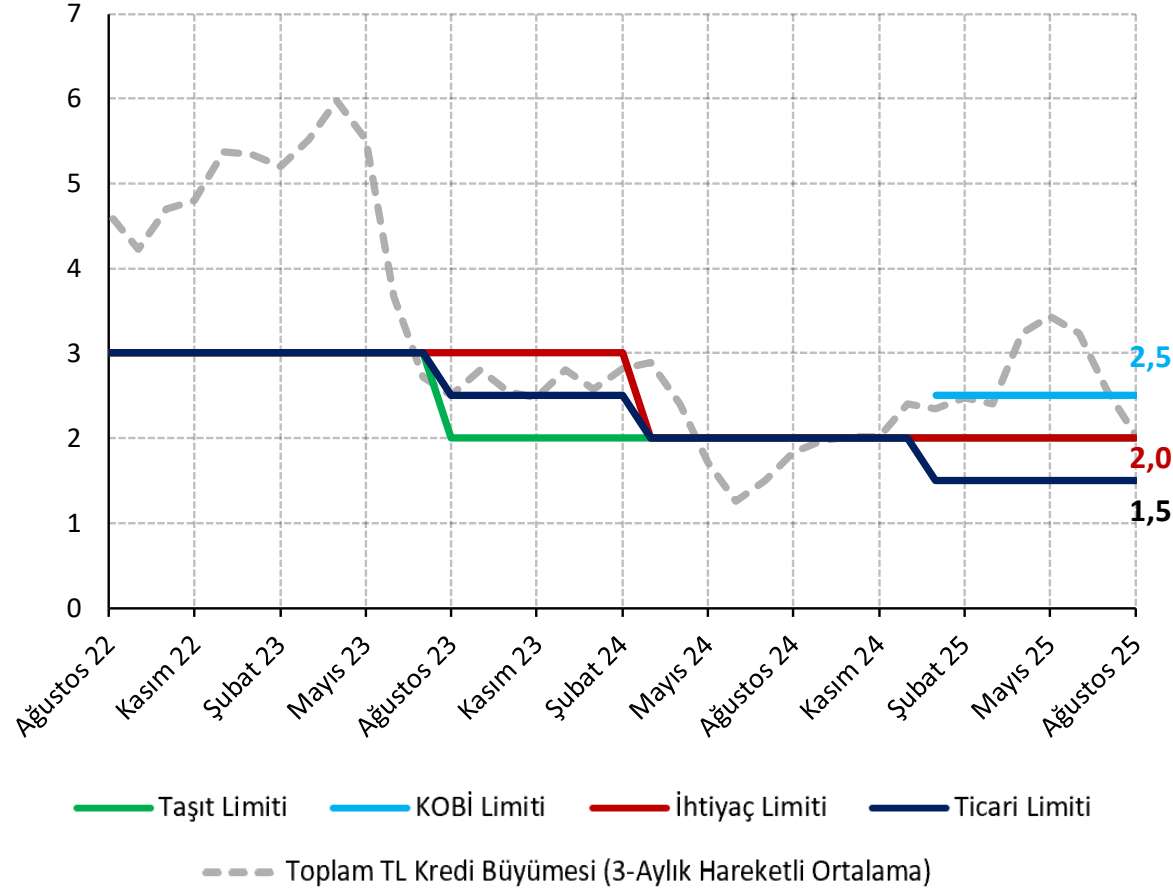


- TCMB 17 aylık bir dönemin ardından azami kredi kartı faizlerinde politika faizi indirimi ile uyumlu seçici bir gevşemeye gitti. 25 bin ve 150 bin TL üzerindeki kredi kartı borç bakiyelerine uygulanan en yüksek aylık faiz oranları %4,75 ve %4,25'ten sırasıyla %4,50 ve %4,00 düzeyine indirildi. Aylık 25 baz puanı indirim yıllık 300 baz puana denk geliyor, yani politika faizindeki düşüşe paralel bir adım atılmış. 25 bin TL altı borç bakiyeleri için oran %3,50 düzeyinde korundu.
- Kredi kartı borçlanmasının reel maliyeti borçlanma bakiyesine göre aylık %1,5 - %2,5 arasında değişiyor.

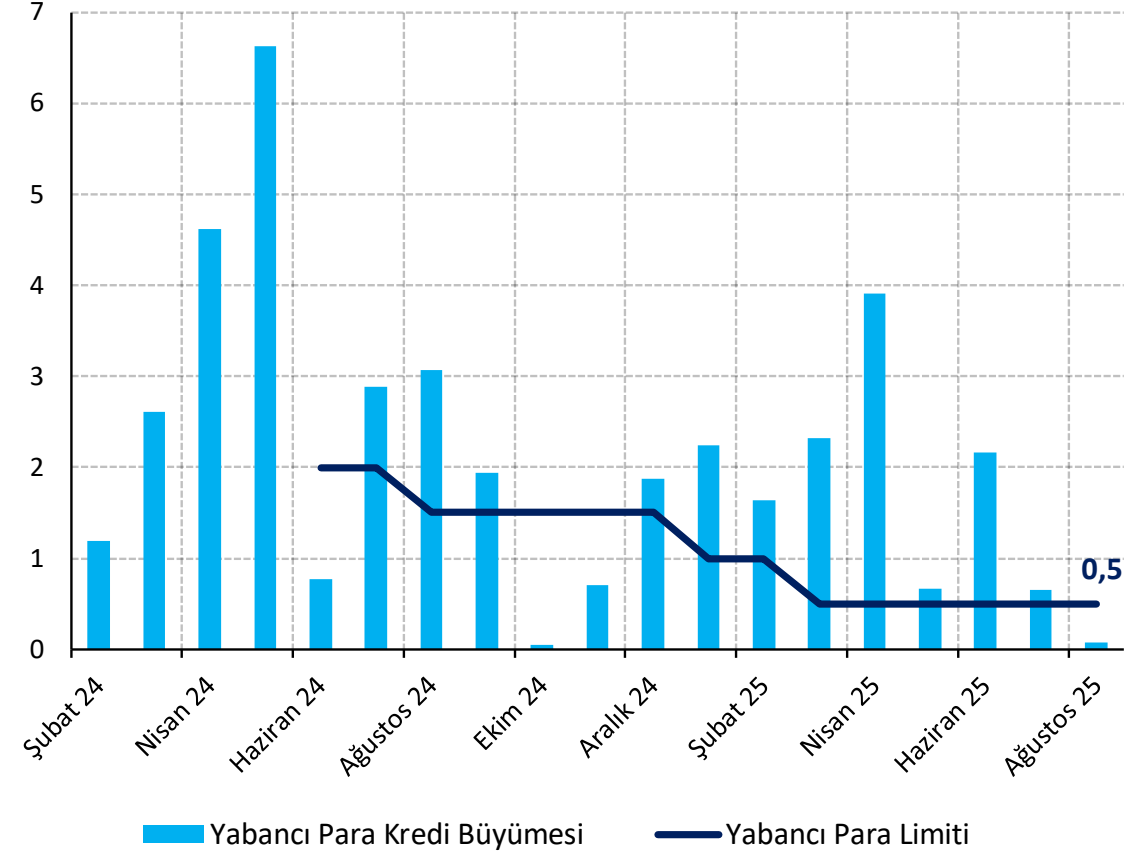
Kredi büyüme limitlerinde gevşeme beklenmiyor

Aylık Kredi Büyüme Limitleri ve Gerçekleşme, %

TL Krediler



Yabancı Para Krediler

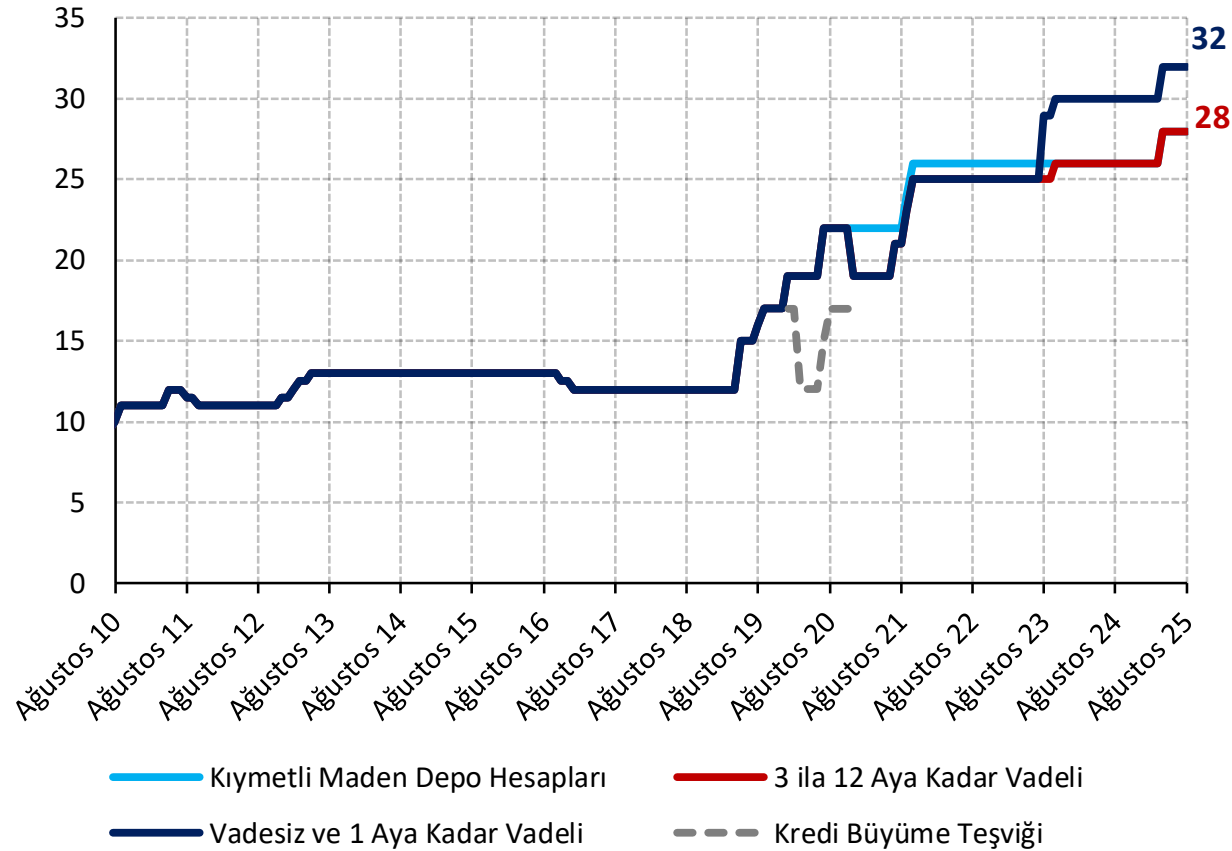


Kaynak: BDDK, TCMB

- TCMB kredi büyüme limitlerinde en son 2025 başında KOBİ ve diğer şirketlere uygulanan TL ticari kredi büyüme sınırlarında farklılaşmaya gitmiş, yabancı para kredi büyüme sınırını iyice düşürmüştü. Başkan Karahan reel sektörün dert yandığı sınırlamaları kısa vadede gevşetmeyi düşünmediklerini ifade etti. Enflasyonla mücadelede başarılı olursak 2026 yılında mevcut TL limitler yeterli hale gelir.

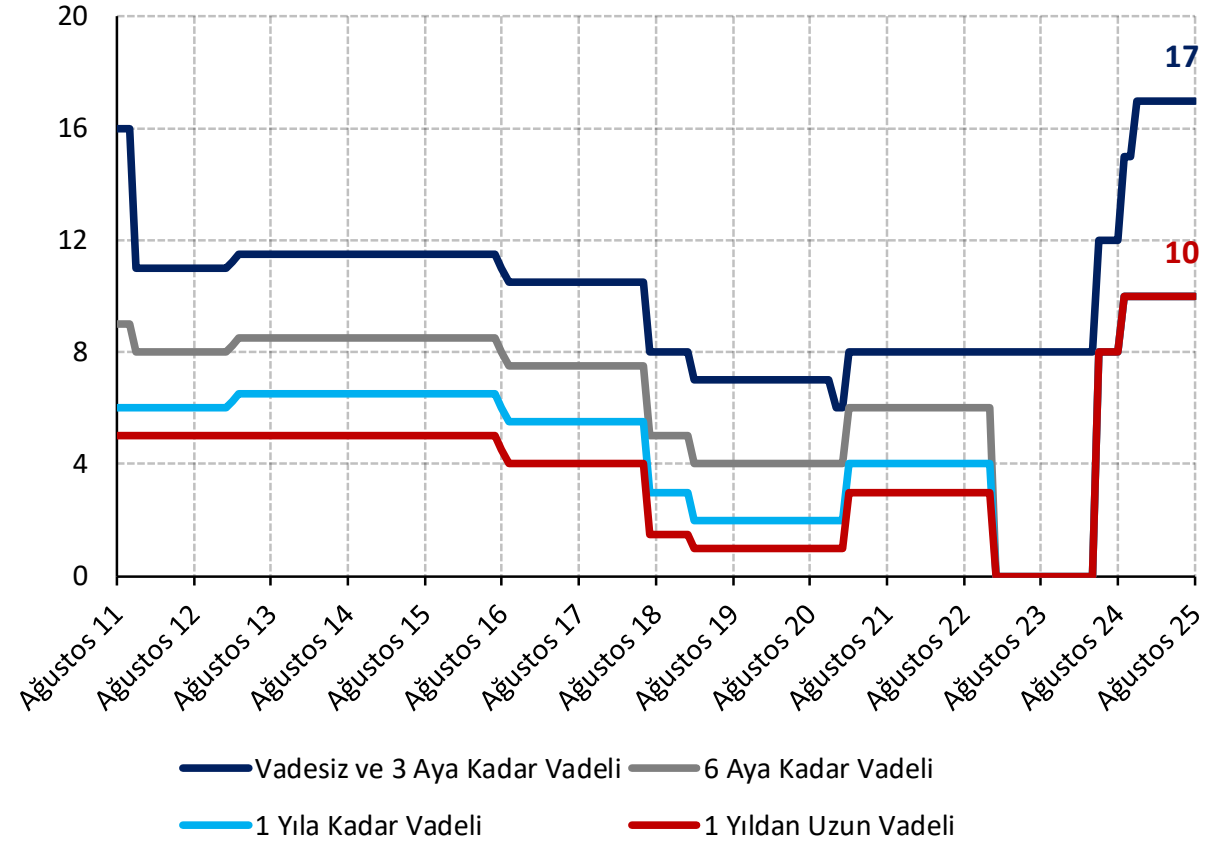
Faiz dışı araçlarla sıkılaşmada kısa dönemde gevşeme beklenmiyor

Döviz Mevduat Zorunlu Karşılık Oranı, %



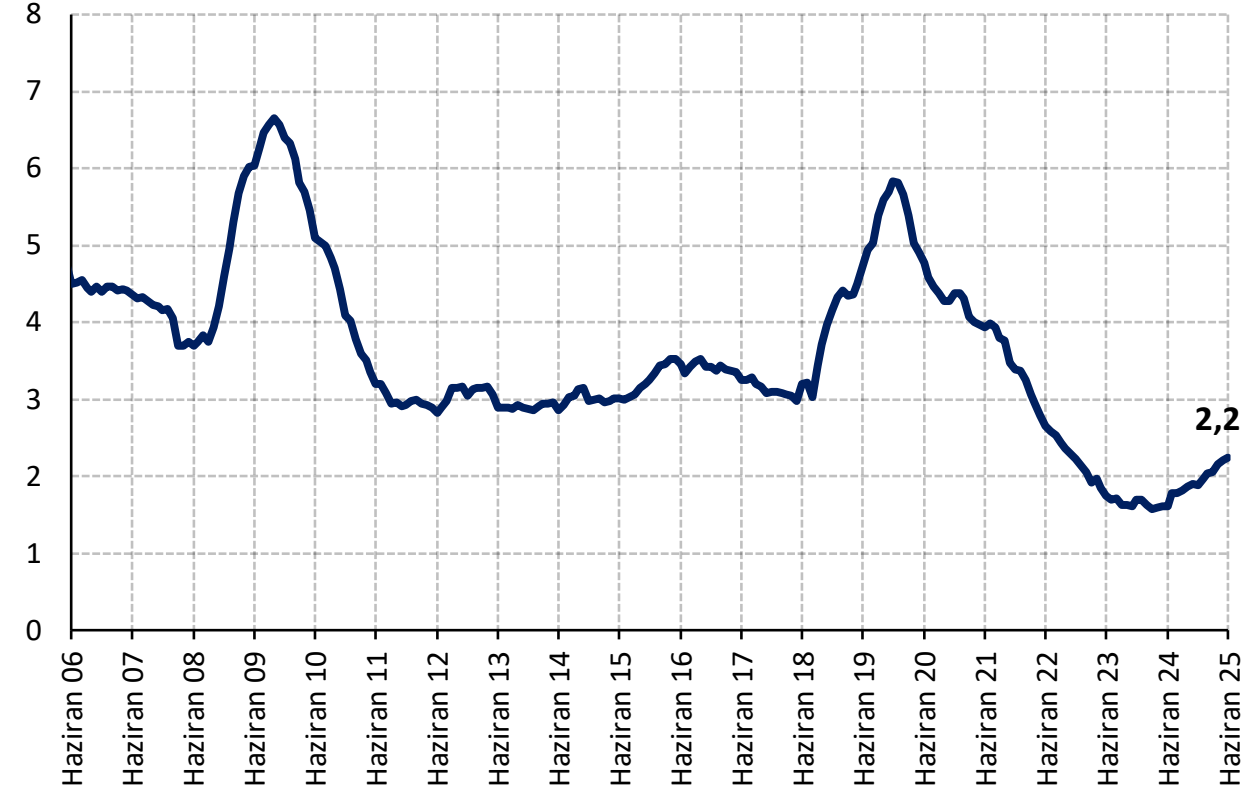
Kaynak: TCMB

TL Mevduat Zorunlu Karşılık Oranı, %

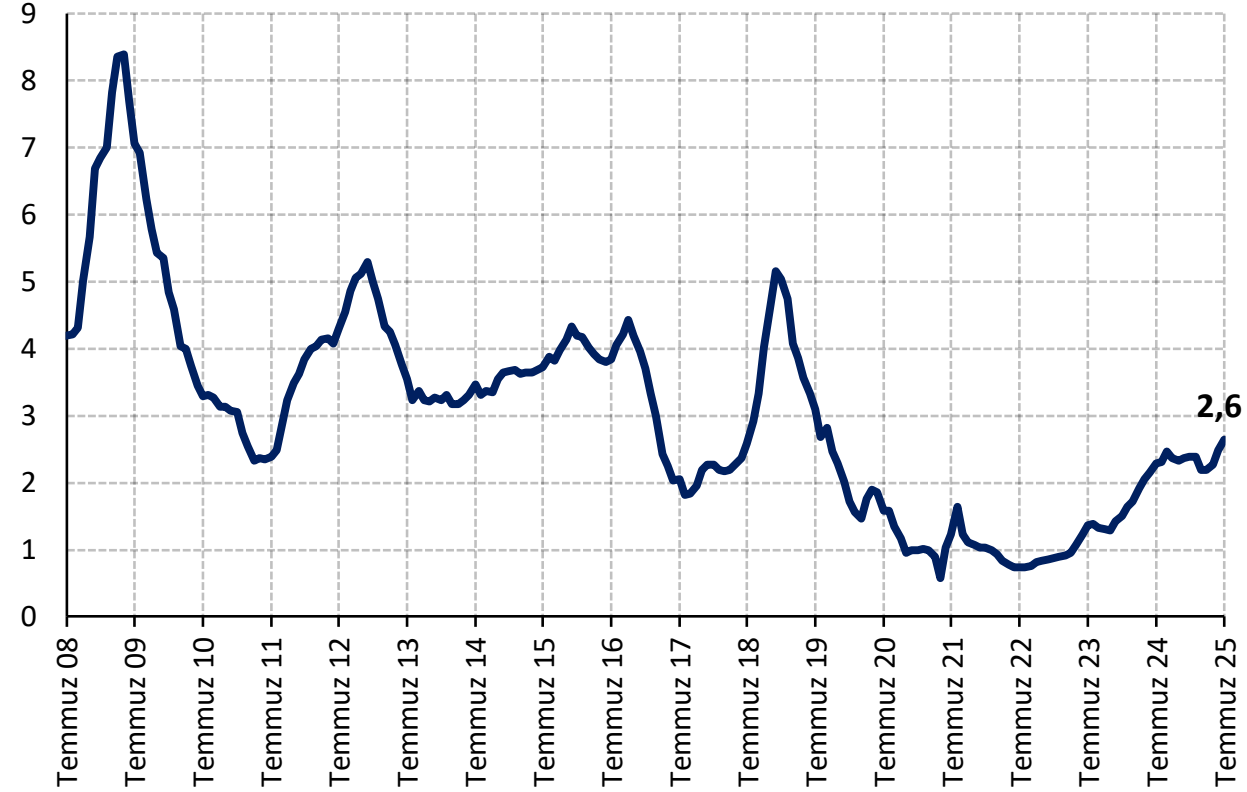


- Banka mevduatlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları hem döviz hem TL tarafta tüm zamanların en yüksek seviyesinde. TCMB bu sayede (i) brüt döviz rezervini destekleyip (ii) döviz biriktirme dönemlerinde likidite fazlasının aşırı artmasını engelliyor. Türkiye’de yaygın olan kısa vadeli mevduatlar 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.

Tahsili Gecikmiş Alacaklar Oranı, %



Karşılıksız Çek Oranı, % 3-Aylık Hareketli Ortalama



Kaynak: TCMB

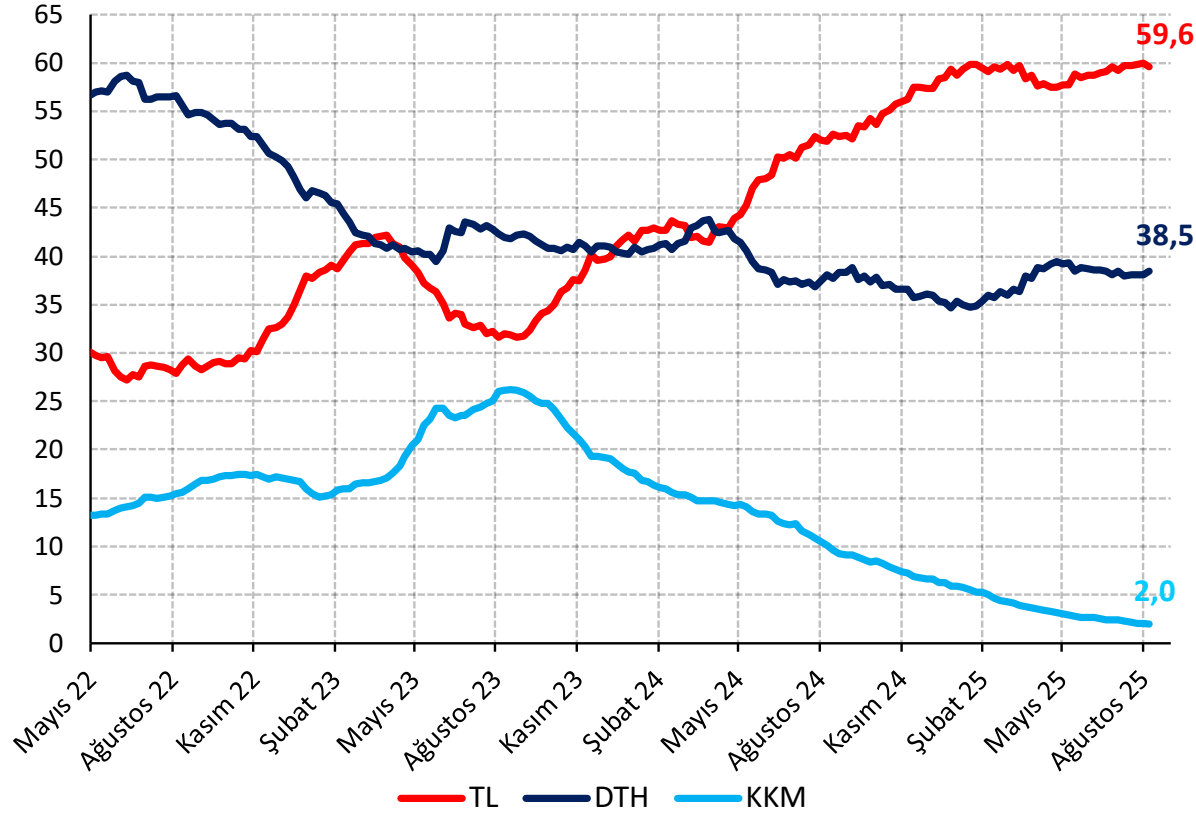
- Sıkı para politikası tahsili gecikmiş alacaklar (TGA) ve karşılıksız çek oranlarını %2'nin üzerine itti. Ticari TGA oranındaki yükseliş çok sınırlı olurken bireyler kredilerde bu oran %4'ün üzerinde.
- Finansal stres göstergeleri tarihsel ortalamalara göre düşük düzeylerde. Bankalar kötü kredileri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

Türkiye Ekonomisi: Sermaye Hareketleri ve Dış Denge

İŞ YATIRIM

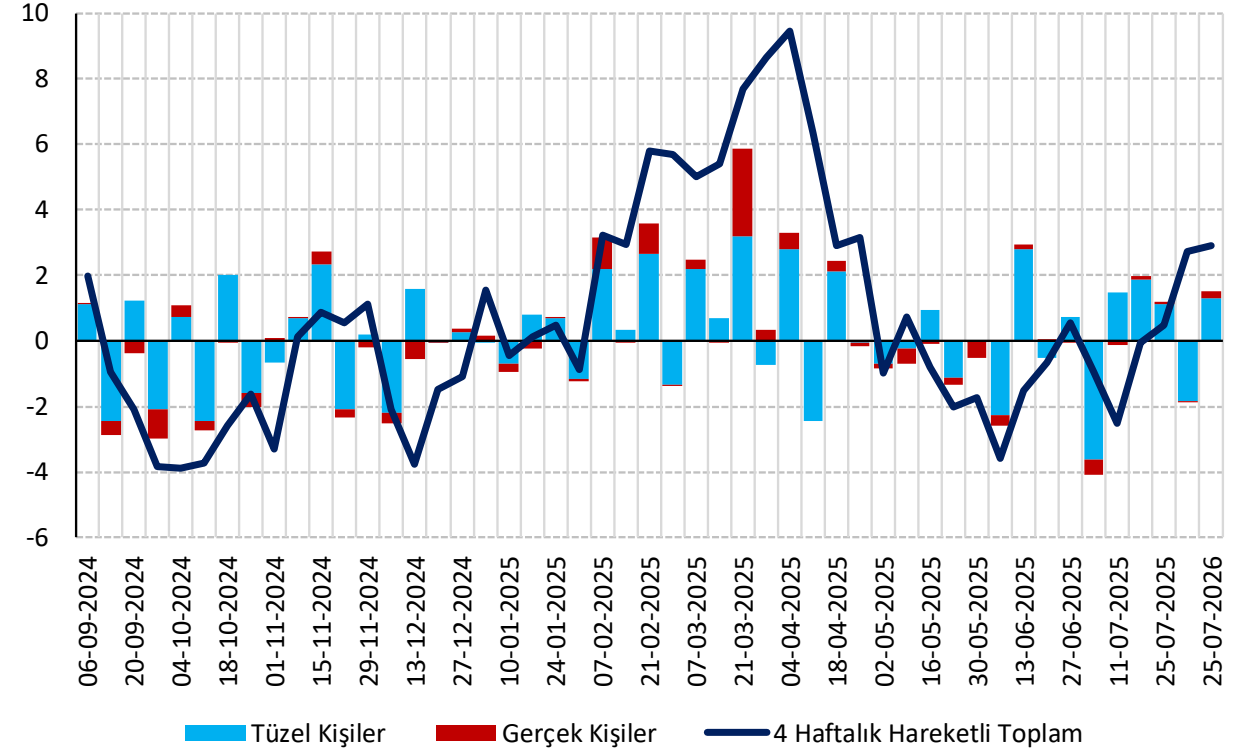


Toplam Mevduat İçinde DTH, TL, KKM Payları, %



Kaynak: BDDK, TCMB

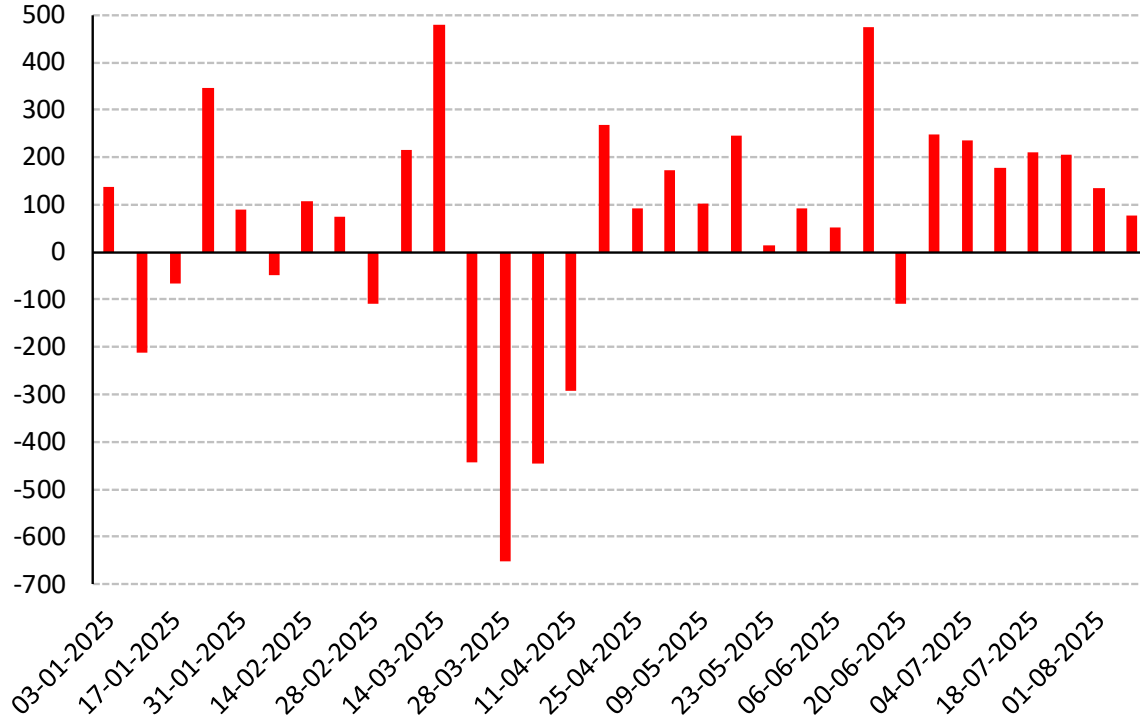
Yerleşik Yatırımcı Döviz Hesaplarında Haftalık Değişim Parite ve Altın Fiyat Hareketinden Arındırılmış, milyar dolar



- İkili şok döneminde yerleşik gerçek kişilerin döviz yönelimi TCMB'nin zamanlı sıkılaştırması ve kurun istikrar kazanmasıyla kontrol altına alındı. Mevduat sisteminde Türk lirasının payı %59,6 ile 2017'den bugüne gördüğü %60 zirve seviyesine yakın. Türkiye'nin yatırım yapılabilir kredi notuna sahip olduğu dönemde bu oran %65'in üzerindeydi.
- Son verilerde tüzel kişi döviz hesaplarındaki büyüme biraz kuvvetlendi, ancak turizm geliri ve borçlanma ile de alakalı olabilir. Portföy tercihlerini daha iyi gösteren gerçek kişi döviz hesaplarının Haziran-Temmuz aylarında gerilediğini, son faiz indiriminin ardından Ağustos'un ilk haftasında hafif yükseldiğini görüyoruz. Henüz rahatsız edici bir tablo görmüyoruz.

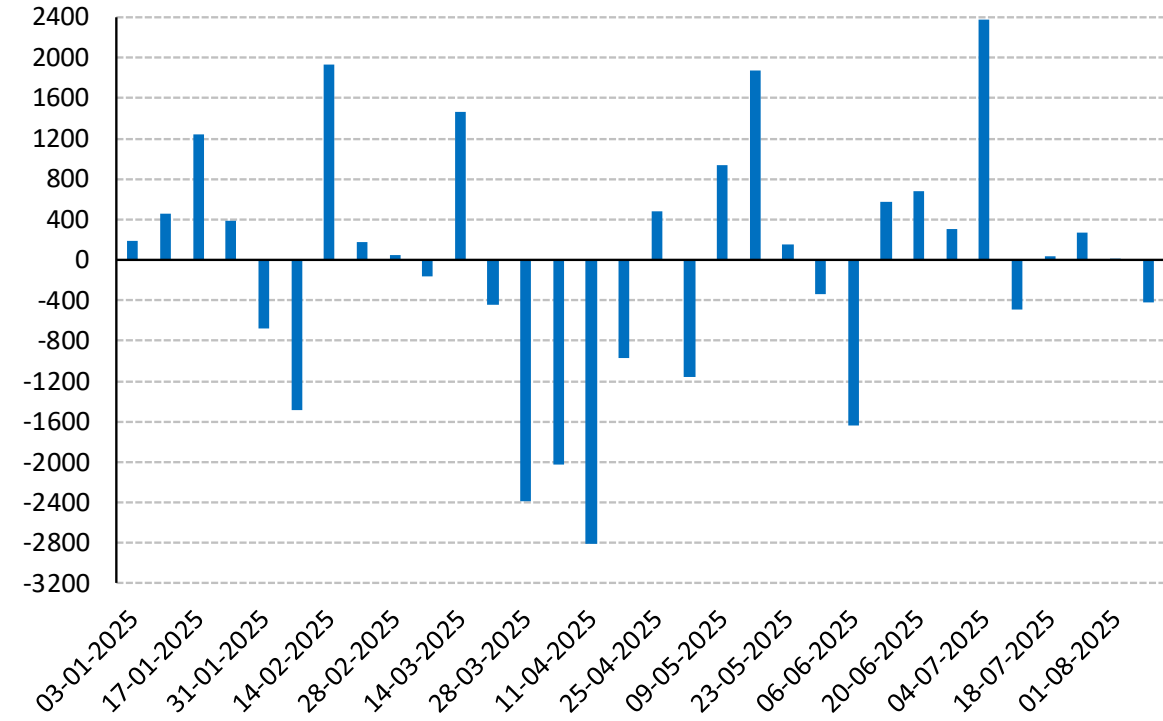
Yabancı hisse yatırımcısı geri dönerken tahvil yatırımcısı daha temkinli

Türkiye'ye Haftalık Yabancı Portföy Akımları, milyon dolar



Kaynak: TCMB

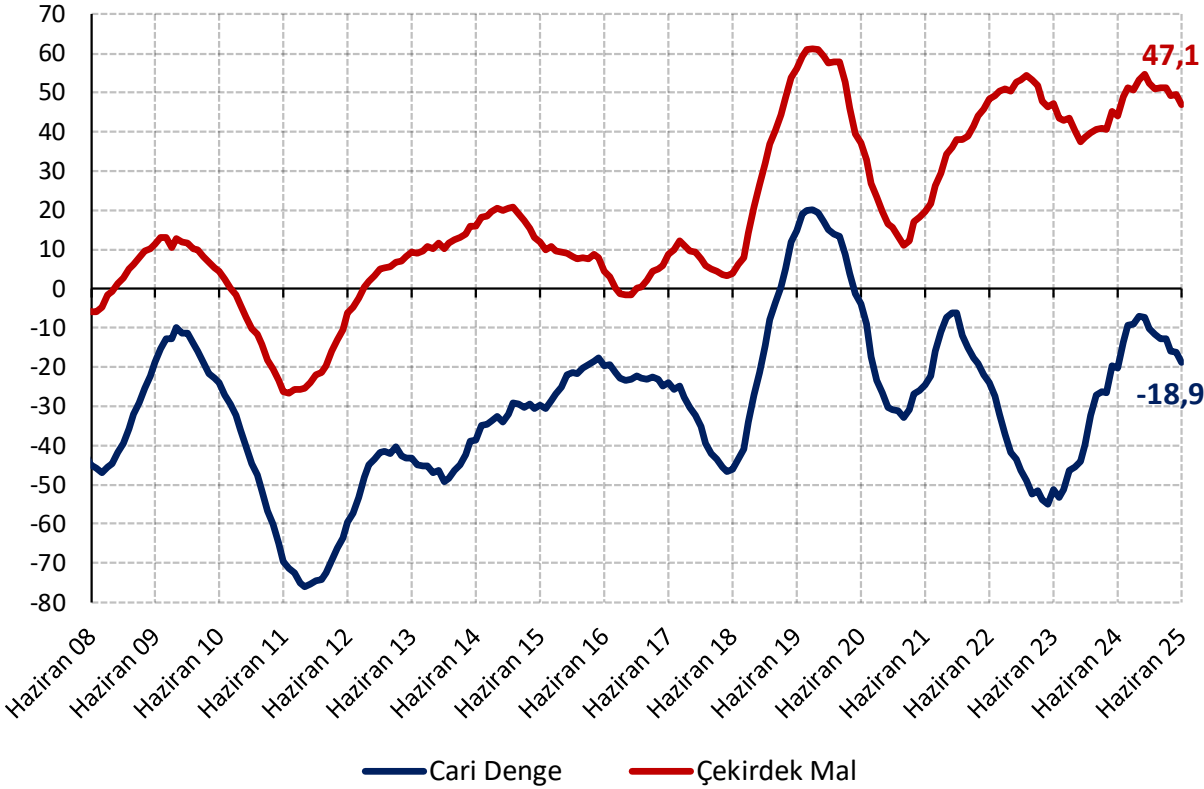
■ Hisse



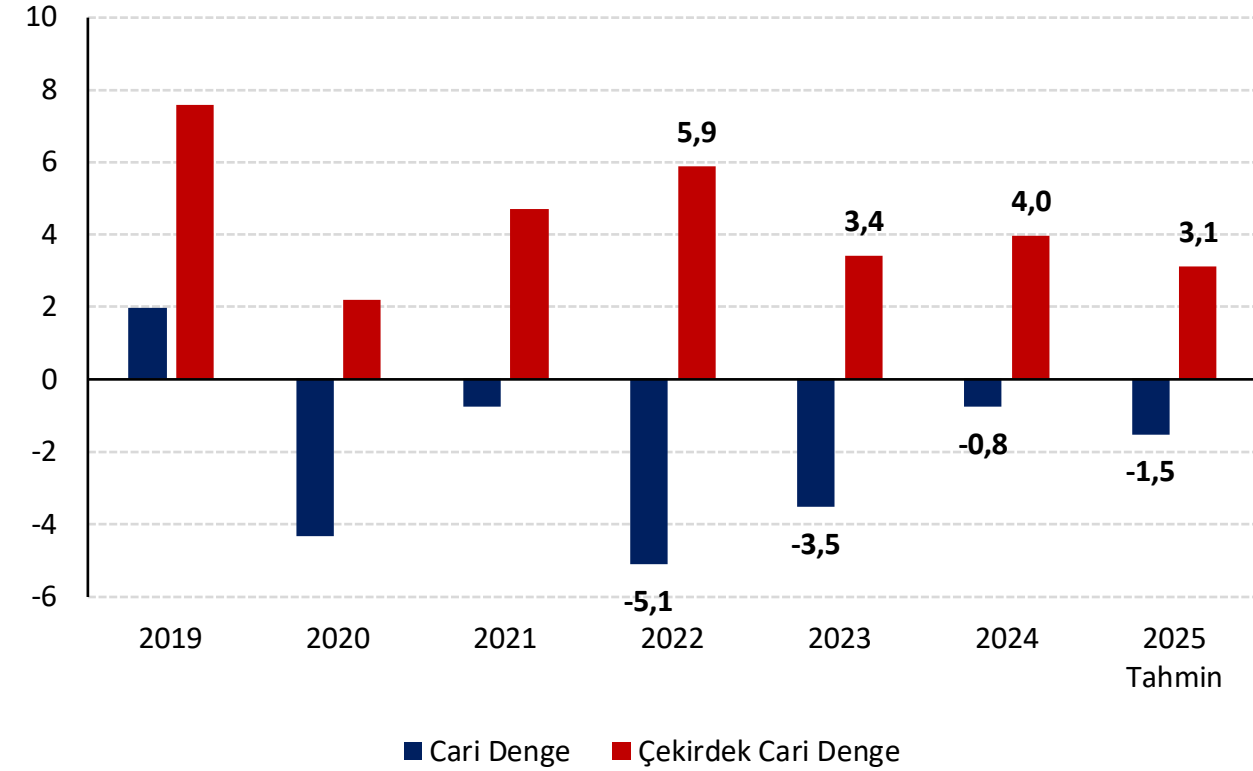
■ DİBS Kesin Alım

- Son haftalarda hissede istikrarlı portföy girişi, tahvilde daha zayıf bir seyir görüyoruz. 14 Nisan tarihinden bu yana 12 haftada hisse senedine 2,7 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 sadece 2,7 milyar doları yani %28'i geri kazanılmış durumda. Son dönemde tahvil getirilerinin CDS'teki gerilemeye az tepki verdiğini görüyoruz.

12-Aylık Hareketli Toplam Cari denge, milyar dolar



Cari Denge, % GSYİH

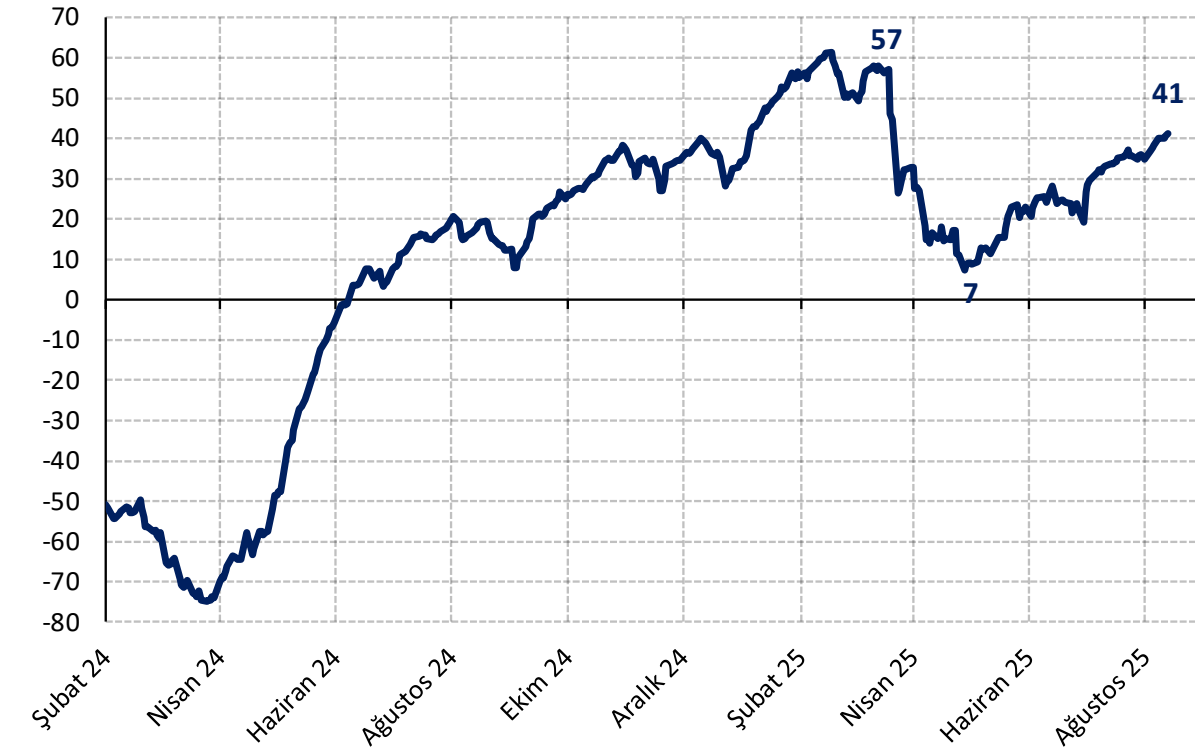


Kaynak: TCMB, İş Yatırım

- 2025 yılında 22 milyar dolar, yani milli gelirin %1,5'i kadar bir cari açık bekliyoruz. Reel kurdaki değerlenme ve kuvvetli tüketim malı ithalatına rağmen cari açığın makul düzeyde olduğunu görüyoruz. Büyümesi yavaşlamış olsa da tarihsel olarak güçlü seyreden turizm, yükselen savunma sektörü ihracatı ve 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. Kötü senaryoda %2'ye yükselecek bir cari açığın kur üstünde baskı yaratmasını beklemeyiz.

TCMB Net Döviz Pozisyonu, milyar dolar

Swap Hariç Net



Brüt

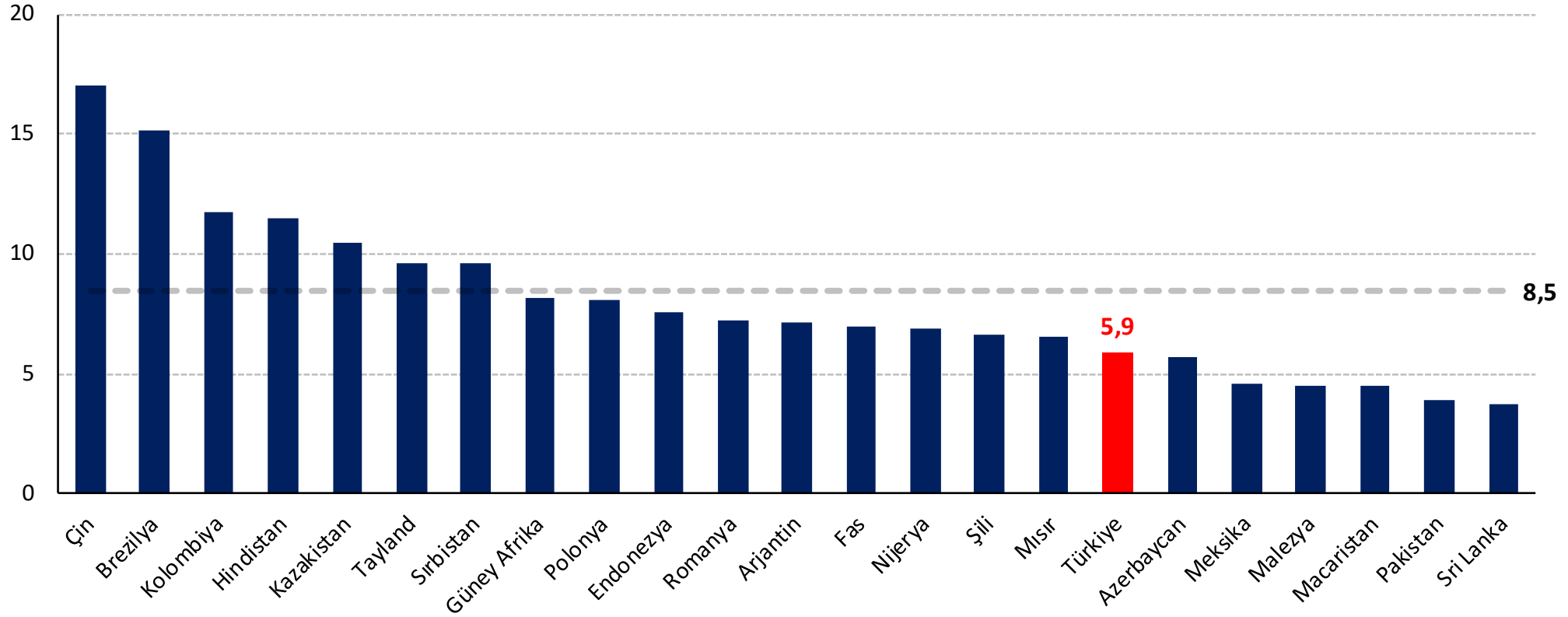


Kaynak: TCMB

- 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 %67'si geri kazanıldı. Altın fiyatlarındaki yükselişi ayıklarsak swap hariç net rakamdaki geri kazanım oranı %47'ye düşüyor.
- 13 Ağustos itibariyle swap hariç net döviz pozisyonu 41 milyar dolar ile 2025 Ocak ayı seviyesinde. Faiz indirimi başladığında bu rakam 30 milyar dolar seviyesindeydi. Son günlerde zayıf portföy girişine rağmen istikrarlı bir rezerv birikimi görüyoruz.

Rezerv yeterlilik oranımız diğer GOÜ'lere yaklaşılmaya başladı

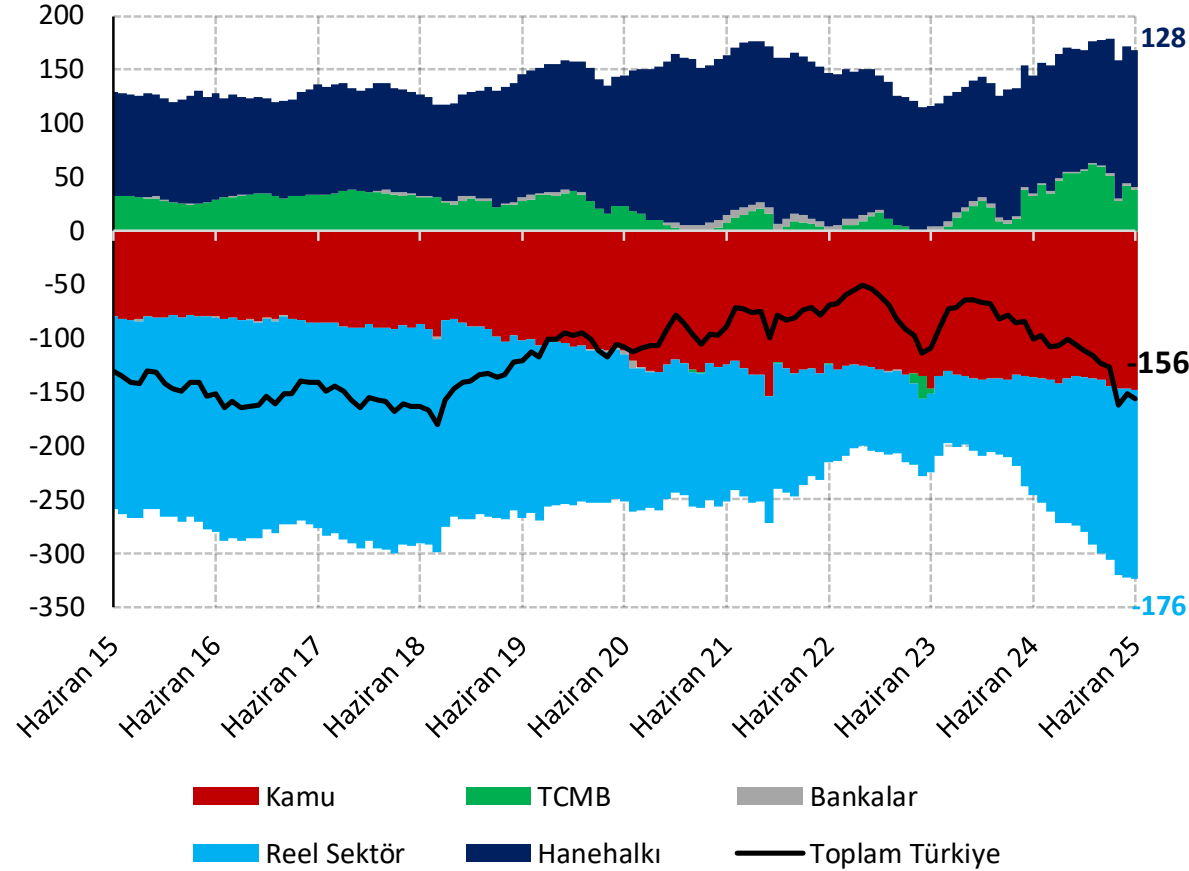
Rezervin İthalat Karşılama Çarpanı, Ay Sayısı



Kaynak: Bloomberg

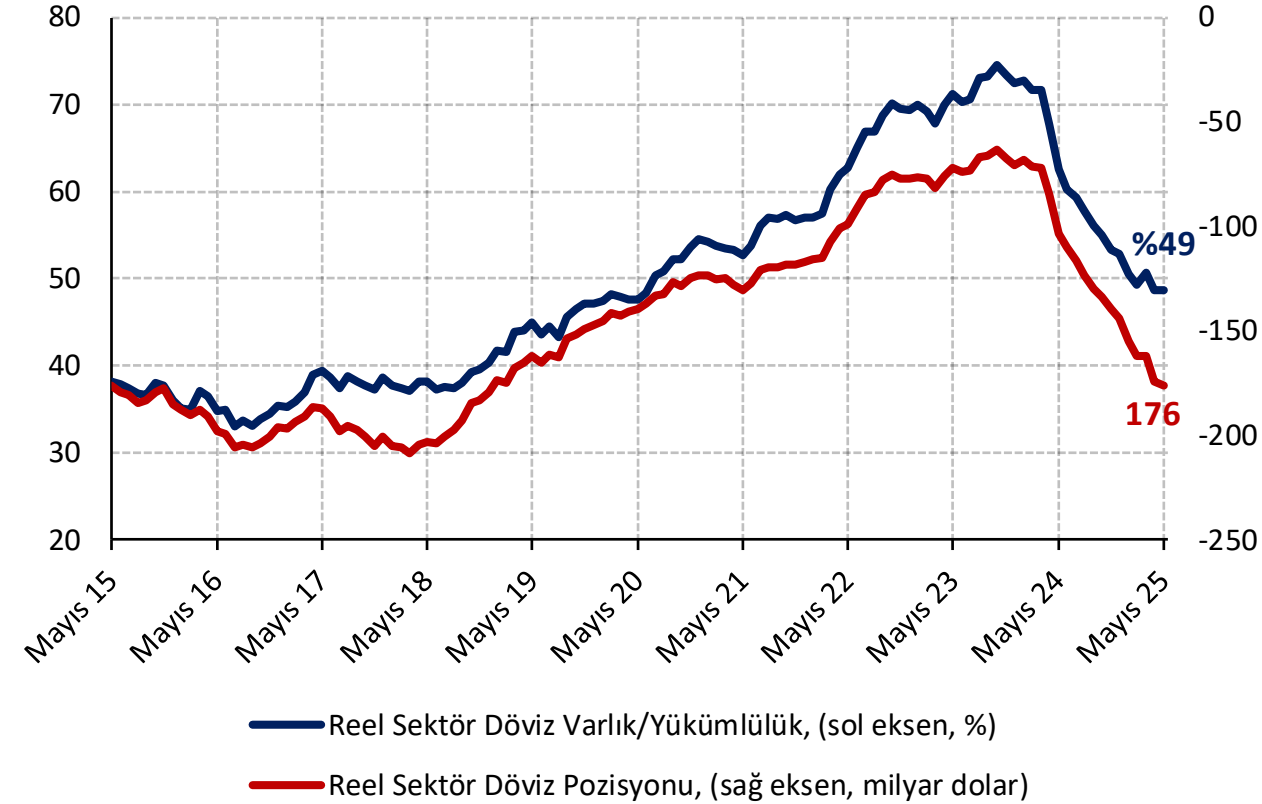
- Rezerv yeterlilik çarpanımız karşılaştırma grubumuzdaki GOÜ'lere yakınsamaya başladı Brüt rezervlerimiz son verilere göre 5,9 aylık ithalatımıza denk geliyor. Azerbaycan, Meksika, Malezya ve Macaristan gibi nispeten disiplinli ekonomi politikası uygulayan ülkelerden daha yüksek. Ancak GOÜ'ler ortalamasının halen çok altında.

Türkiye Tahmini Net Döviz Pozisyonu, milyar dolar



Kaynak: TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, BDDK

Reel Sektör Döviz Pozisyonu



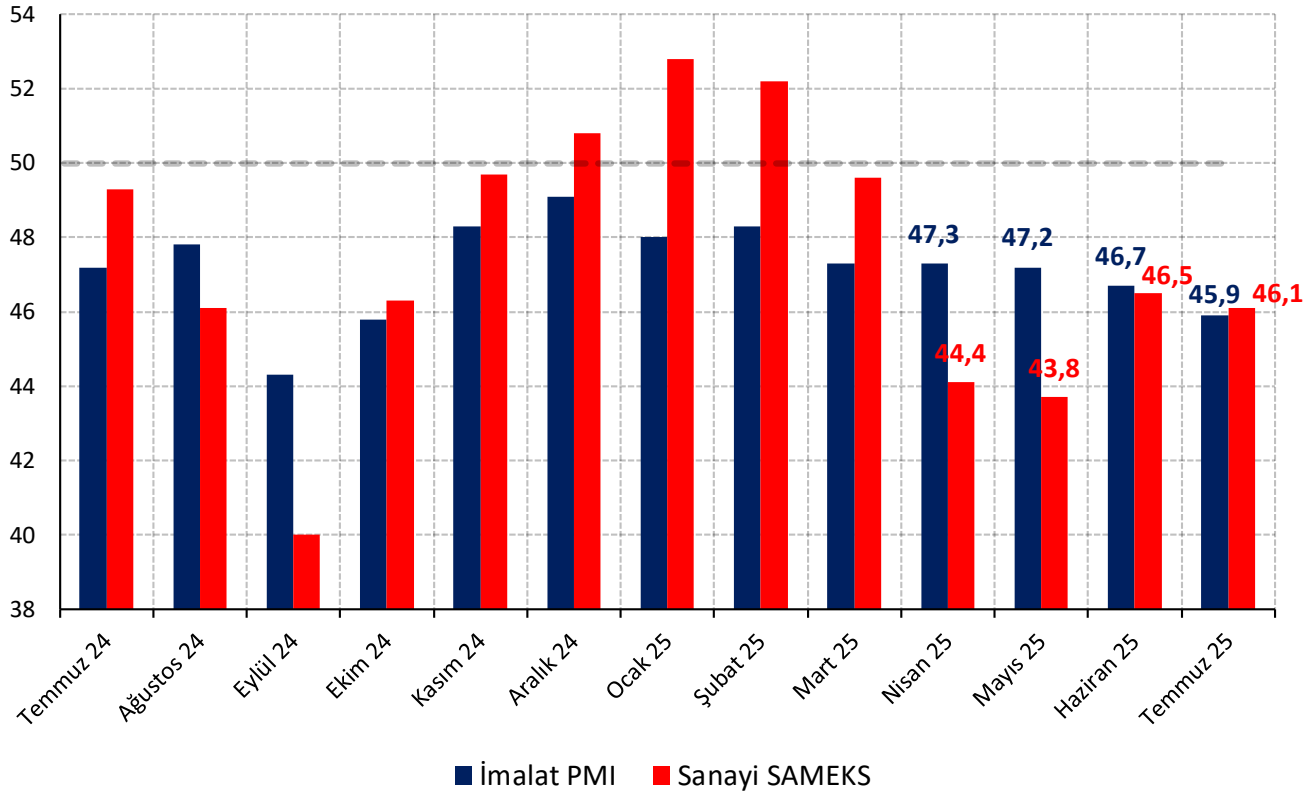
- Şirketler döviz borçlanma eğilimi sonucu reel sektörün döviz açığı 176 milyar dolara, yani 2018 sonu seviyelerine ulaştı. Ancak döviz varlığın yükümlülüğe oranı olarak bakarsak şirketlerin kur riski daha sınırlı ve 2020 seviyelerinde.
- Türkiye'nin net döviz pozisyonu 19 Mart şoku sonrası kötüleşerek Haziran ayında tahminen -156 milyar dolara indi. Ancak bu hesap 300 milyar dolar civarı yastık altındaki altını içermiyor.

Türkiye Ekonomisi: Reel Ekonomi

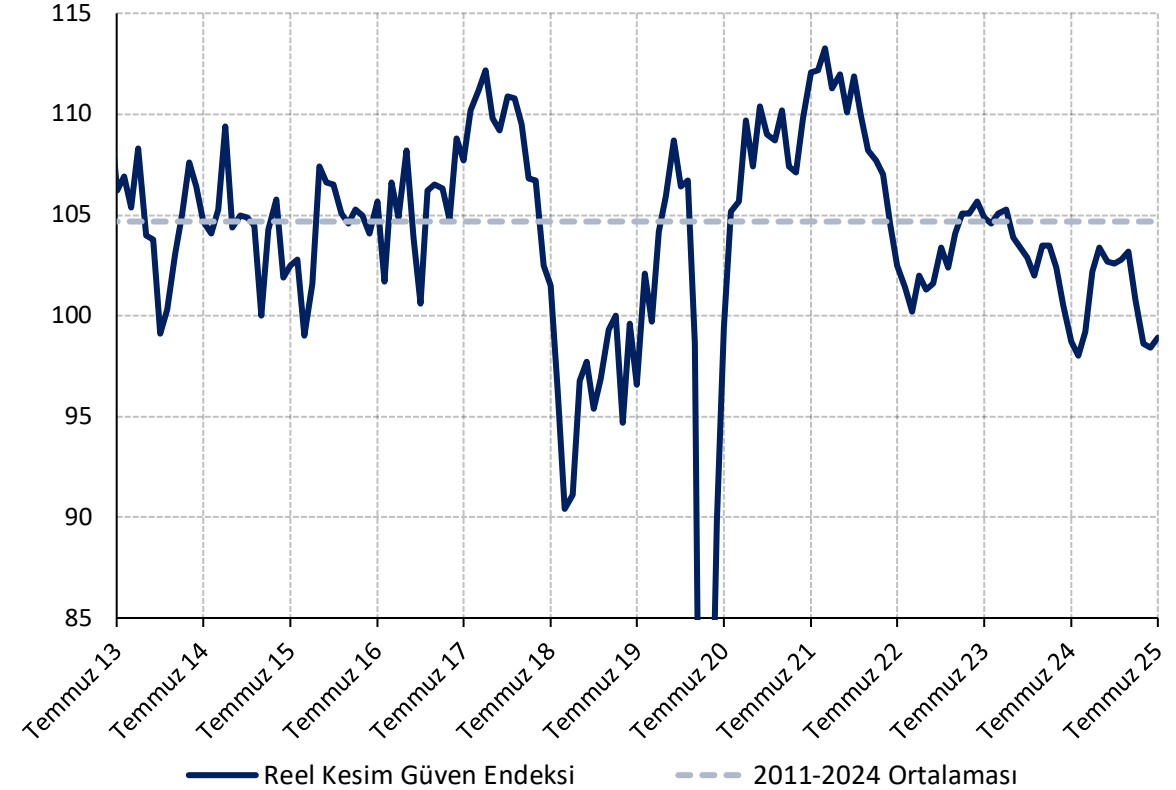
İŞ YATIRIM



Sanayi Öncü Endeksleri (Kötümserlik Sınırı = 50)



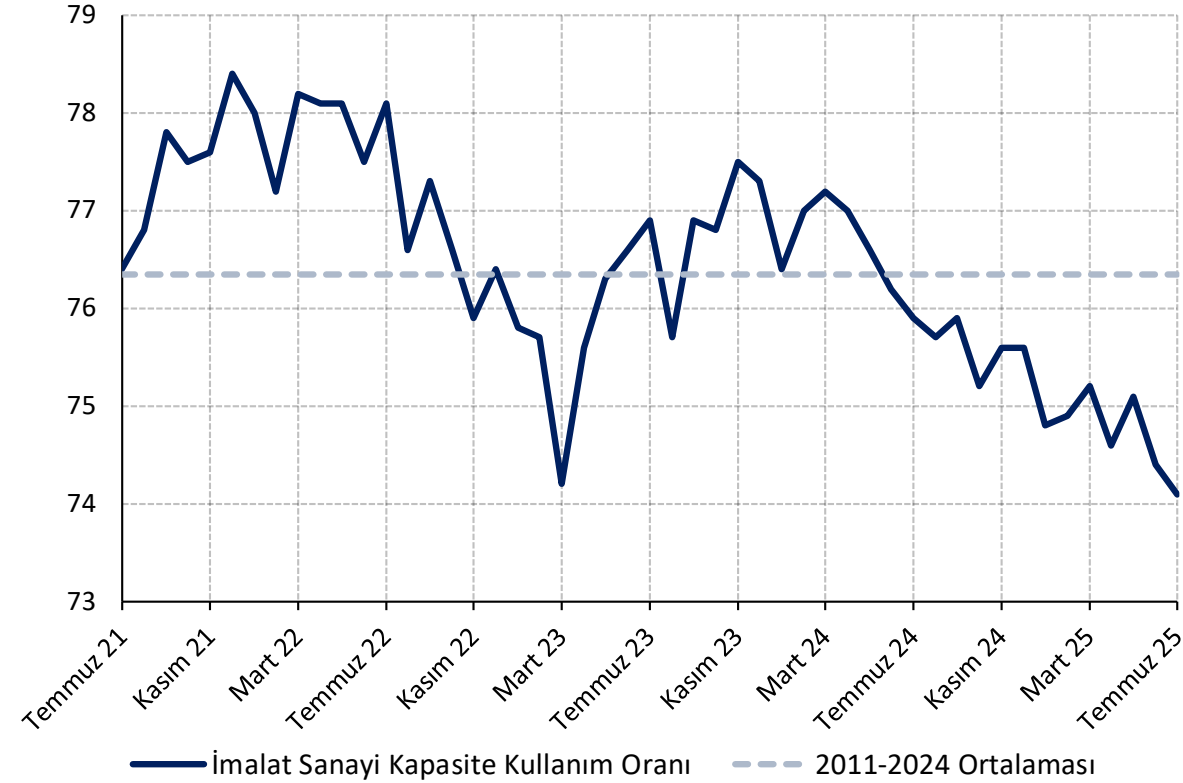
Kaynak: İSO, S&P, MÜSİAD, TCMB

Reel Kesim Güven Endeksi
Mevsimsel Düzeltilmiş

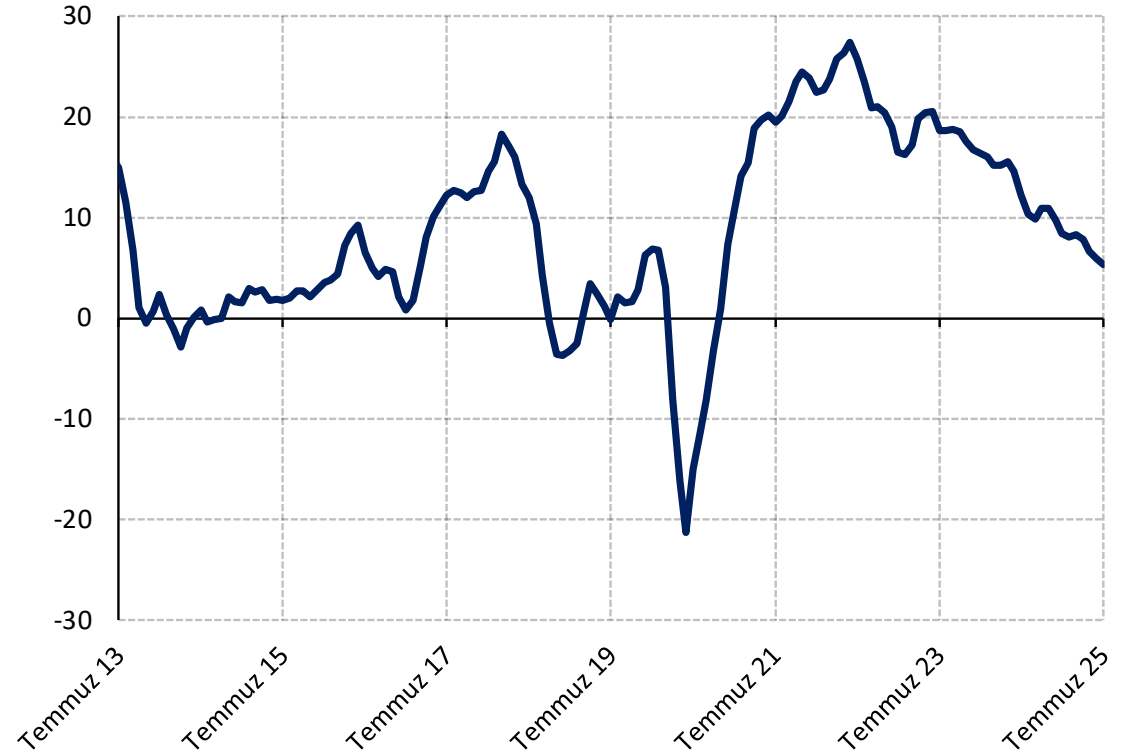
Kaynak: TMCB

- Temmuz ayında sanayi sektörü önce göstergeleri daralma sinyali üretmeye devam ediyor. Temmuz PMI verisi önceki aya göre 0,8 puan gerileyerek 45,9 seviyesine indi. PMI 16 aydır teorik daralma bölgesinde. MÜSİAD sanayi SAMEKS (46,1) tarafında da son 4 aydır istikrarlı daralma sinyali görüyoruz. Üretim alt kalemi (36) çok sert bir daralmaya işaret ediyor.
- Reel kesim güven endeksi ise son 3 aydır eşik değerin bir miktar altında ve 2011-2024 dönemi ortalamasının bir hayli gerisinde. Ancak sanayi sektöründe faaliyetlerin 2018-2019 kur ve faiz şoku dönemine göre daha güçlü olduğunu da vurgulayalım.

Kapasite kullanımı gerilerken yatırım harcamaları yavaşlıyor

İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı
Mevsimsel Düzeltilmiş, %

Kaynak: TCMB

Firmaların Gelecek 12-Ay Yatırım Harcamaları Beklentisi
«Artacak» eksi «Azalacak» Oranı Farkı, %
3-Aylık Hareketli Ortalama

Kaynak: TMCB

- İmalat sanayi kapasite kullanım oranı 2011-2024 dönem ortalamasının ve deprem ayı değerinin altında ve hızla gerilemeye devam ediyor. İktisadi yönelim anketinde gelecek 12 ayda yatırım harcamalarının artmasını bekleyen firmalar ile oranının azalmasını bekleyenler arasındaki fark daralmaya devam ediyor.

Sektörel PMI detayları daralmanın genele yaygın olduğunu söylüyor

Sektörel PMI Üretim Alt Endeksi (Kötümserlik Sınırı = 50)

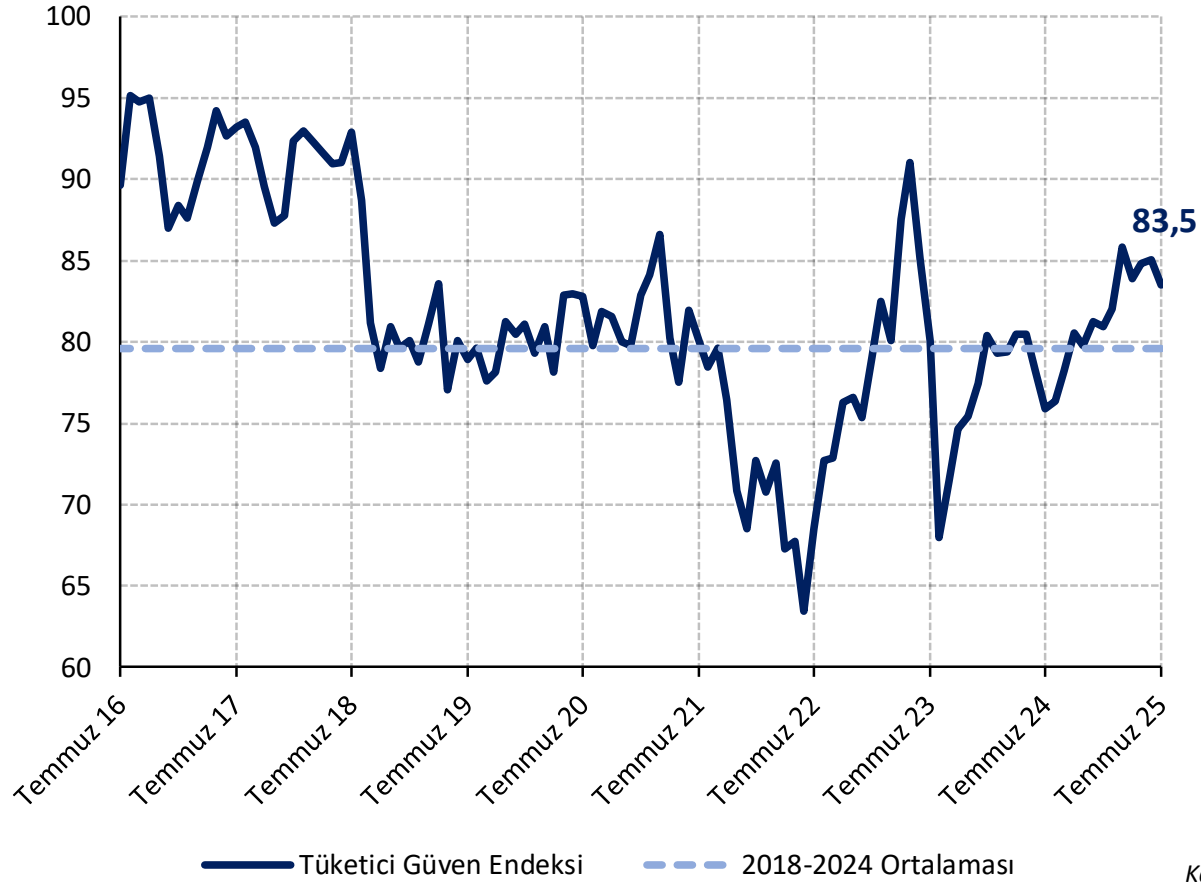
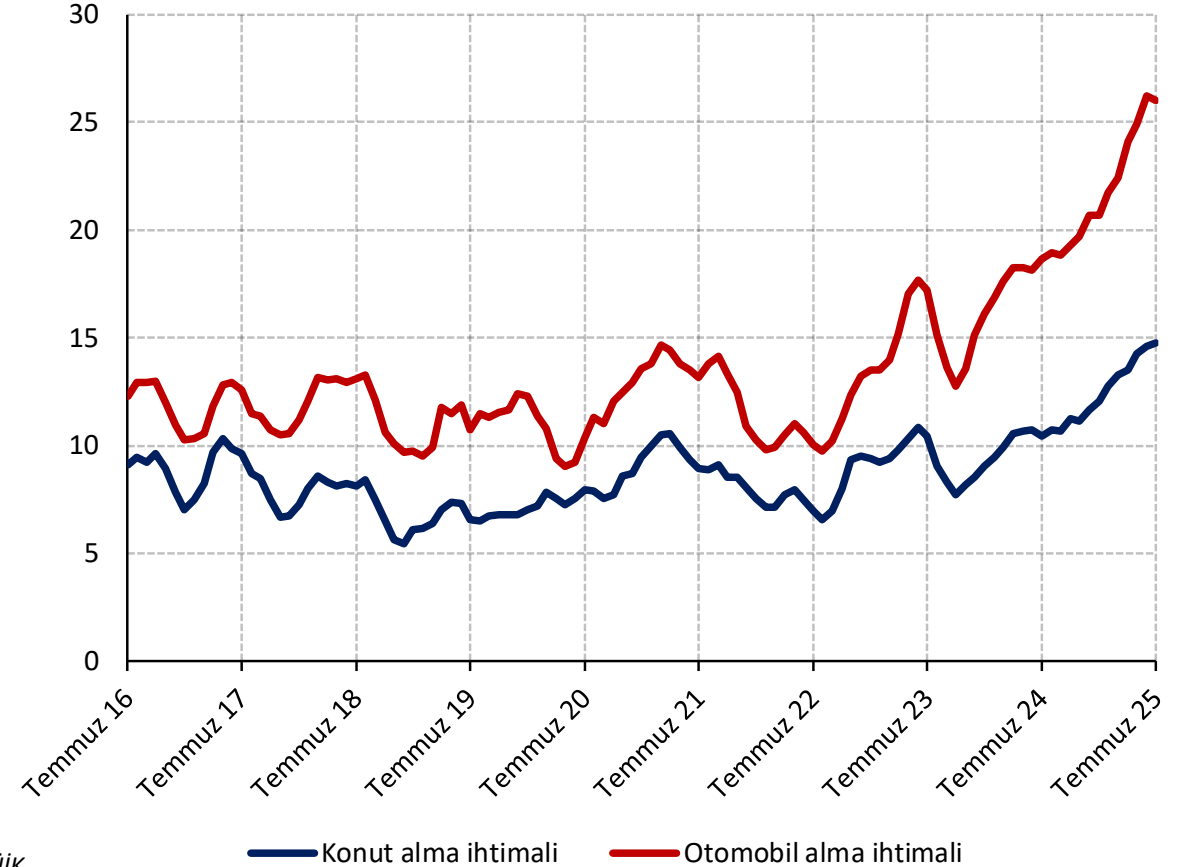
	Ekim 24	Kasım 24	Aralık 24	Ocak 25	Şubat 25	Mart 25	Nisan 25	Mayıs 25	Haziran 25	Temmuz 25
Gıda Ürünleri	54	51	51	53	52	52	54	46	47	39
Tekstil	43	43	42	40	42	42	40	42	35	40
Giyim ve Deri Ürünler	42	42	41	46	44	46	43	53	44	41
Mobilya, Ağaç ve Kağıt Ürünleri	35	47	45	42	48	51	45	48	45	48
Kimyasal, Plastik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

Kaynak: İSO, S&P

- Sektörel PMI verilerine göre 10 sektör grubunun 9'u teknik daralma bölgesinde. Özellikle imalat gıda tarafında çok sert bir daralma görülüyor. Tekstil, giyim-deri, kara-deniz taşıtları (otomotiv ve gemi) ve kimya sektörleri ekonomiye göre daha sert daralıyor. Daralan sektörler arasında mobilya-ağaç-kağıt ürünleri ve ametal mineraller (çimento, cam, seramik) tarafının görece daha dirençli olduğunu söyleyebiliriz.
- Beyaz eşyanın da kaydedildiği elektrikli-elektronik ürünler grubunda ise önceki ayın sert daralmasının ardından ılımlı bir büyüme sinyali alıyoruz. Geçmiş dönemde yaşanan oynaklık nedeniyle veriyi iskontolu okuyoruz.

Tüketici anketleri reel sektöre göre daha iyimser

Tüketici Güven Endeksi

Tüketici Anketinde Konut ve Otomobil Alma İhtimali, %
3-Aylık Hareketli Ortalama

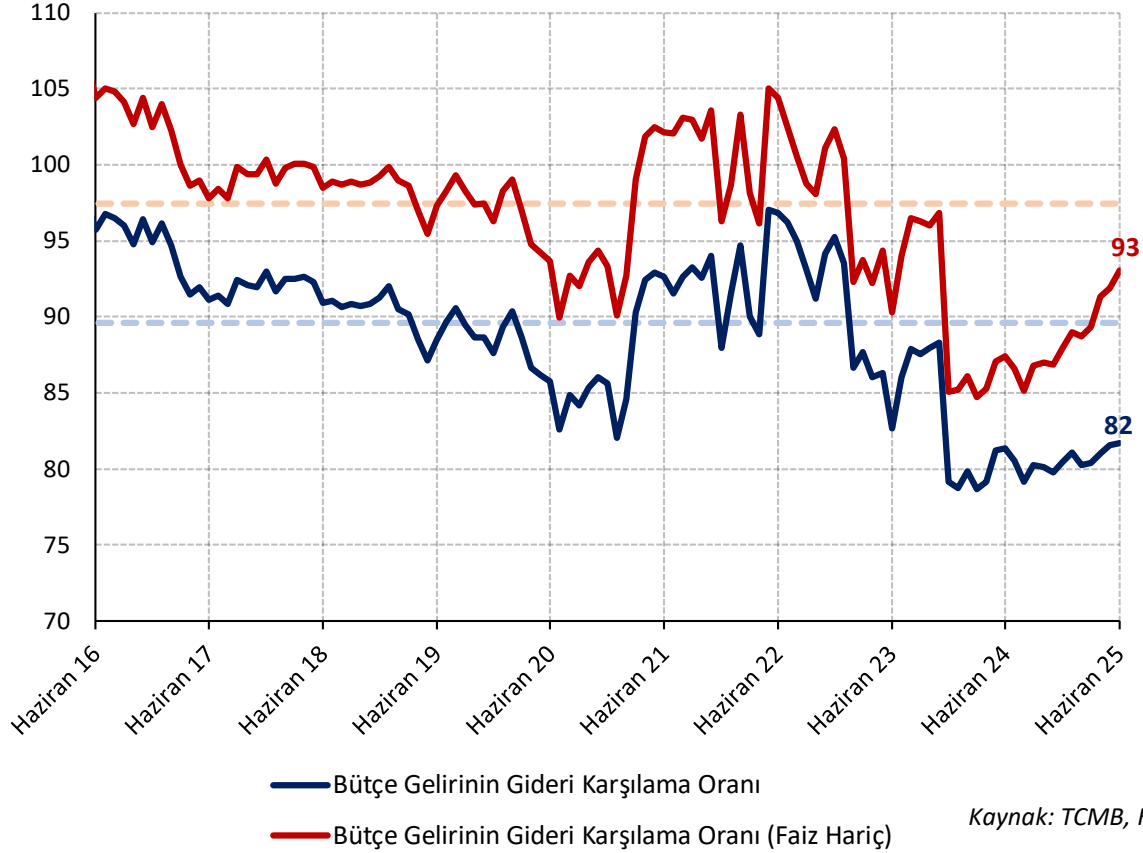
- Tüketici güveni anketleri reel sektöre göre daha iyimser bir tablo gösteriyor. Yüksek reel faiz, sıkı kredi koşulları ve istihdamdaki zayıflama sinyallerine rağmen tüketici güven endeksi 83,5 ile 2018-2024 ortalamasının üzerinde.
- 2012’de başlayan aylık tüketici güven endeksi anketlerinde önümüzdeki 12 ay içinde konut ve otomobil alma ihtimaline verilen olumlu yanıtlar %25 ve %14 düzeylerinde rekor kırıyor. Yüksek otomobil ithalatı ve rekor konut satışı ile uyumlu bir gösterge.

Türkiye Ekonomisi: Maliye ve Ücret Politikaları

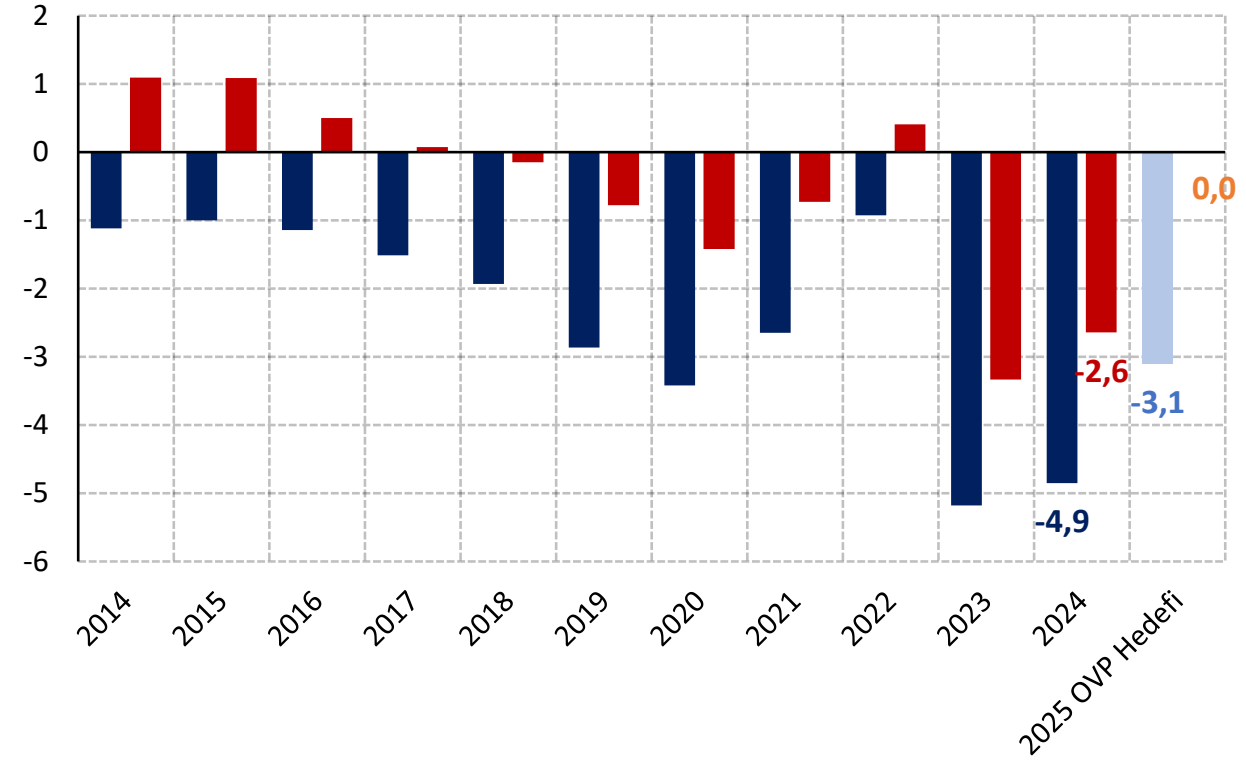
İŞ YATIRIM



Merkezi yönetim bütçe açığı 2025 OVP hedefini aşacak

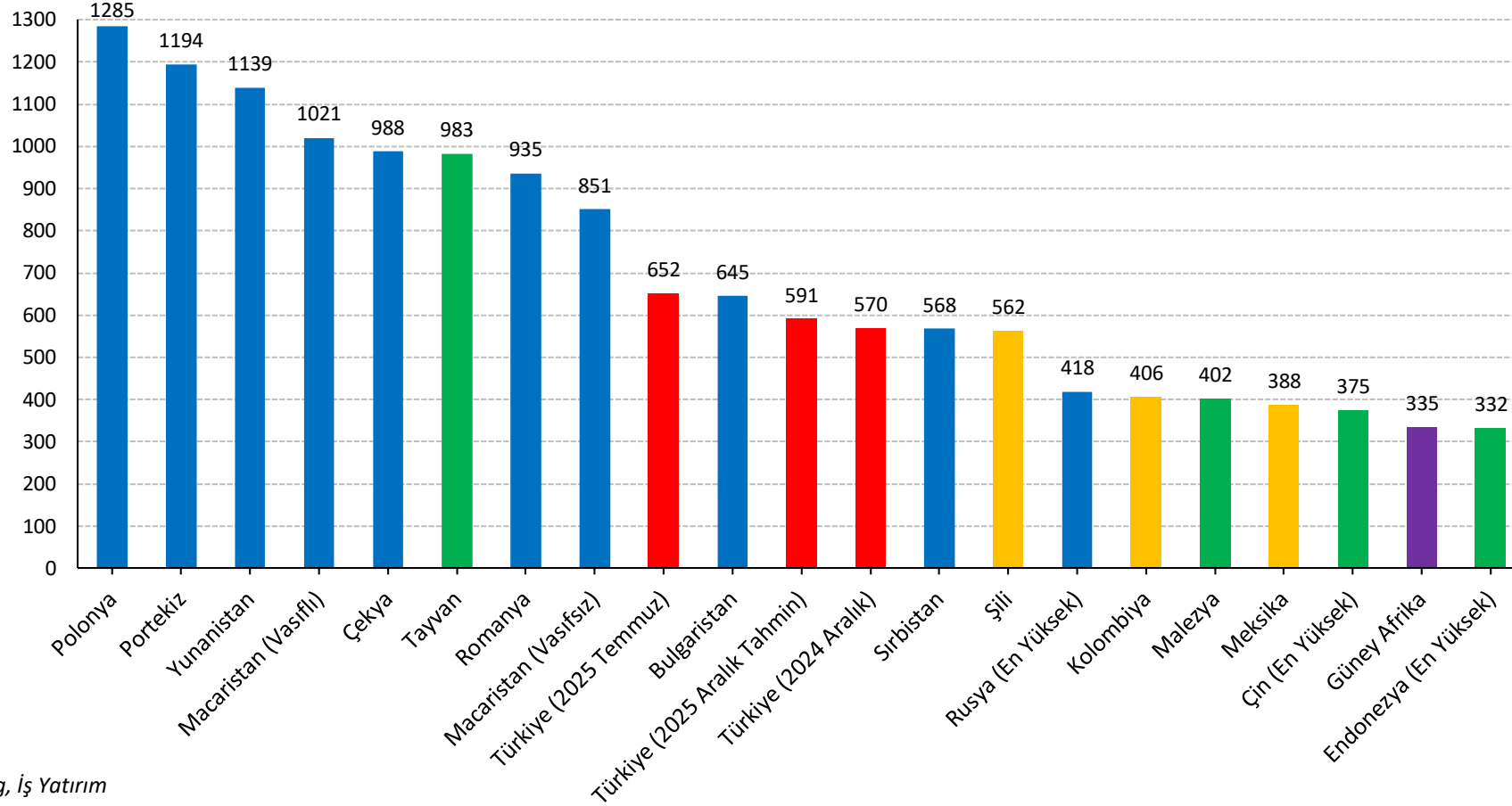
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirinin Gideri Karşılama Oranı
12-Aylık Hareketli Toplam, %

Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi, GSYİH %



- Kamu maliyesinde faiz dışı tarafta sınırlı bir sıkılaşma görüyoruz. Faiz hariç merkezi yönetim gelirin faiz dışı gideri karşılama oranı kademeli bir yükselişle %93'e yükseldi ve %97 düzeyindeki 2016-2024 ortalamasına yaklaştı. Ancak faiz dahil bakarsak kayda değer bir iyileşme görmüyoruz.
- Uygulanan sıkı para politikası ve iç borcun vadesinin kısıllığı nedeniyle faizlerin bütçede yaratacağı tahribat kısa vadede devam edecek. Milli gelirin %3,1'i kadar bütçe açığı hedefi tutmayacak. Yılı muhtemelen milli gelirin %4'üne yakın bir açık ile kapatacağız.

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	3.8
TÜFE (yıl sonu), %	64.3	64.8	44.4	29.5	19.5
TÜFE (ortalama), %	72.3	53.9	58.5	34.2	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

Teşekkürler

İŞ YATIRIM

