



KUVEYTÜRK

EKONOMİ BÜLTENİ

HAZİRAN 2025

Öne Çıkanlar

Küresel Büyümede Revizyon, Politikada Ayrışma, Dünya Ekonomisinde Zayıf Dönem

Haziran 2025 itibarıyla küresel ekonomi, eş zamanlı olarak enflasyonla mücadele ve büyümeyi destekleme çabası içerisindeyken, artan jeopolitik gerilimler ve korumacılık eğilimleri yön arayışını karmaşılaştırıyor. OECD ve Dünya Bankası'nın aşağı yönlü revizyonları, imalat ve ticaret odaklı sektörlerdeki temkinli görünümü teyit ediyor. Merkez bankalarının farklılaşan para politikaları da küresel finansal koşullarda kırılmalık yaratmakta. Yılın kalanında küresel işbirliği eksiklikleri ve bölgesel çatışmalar, ekonomik görünüm üzerinde aşağı yönlü riskleri artırabilir.

Yumuşak İniş: Türkiye'de 1. Çeyrek Büyüme %2 ile İvme Kaybediyor

2025 ilk çeyreğinde Türkiye ekonomisi %2,0 büyürken, özel tüketimdeki ivme kaybı ve yatırım cephesindeki dalgalı görünüm dikkat çekti. Sanayi üretimindeki zayıflama ve hizmetlerdeki seçici büyüme, sektörel ayrışmayı derinleştirdi. İkinci çeyrek öncü verileri daha belirgin bir yavaşlamaya işaret etmekte olup, iç talepteki soğuma ve sıkı para politikalarının etkileri büyüme patikasını potansiyelin altına çekebilir.

TÜFE %35'e Geriledi, Çekirdekler Düşüşte

Mayıs ayında yıllık TÜFE %35,41'e gerileyerek belirgin bir düşüş kaydetti. Gıdadaki fiyat düzeltmeleri ve hizmet enflasyonundaki yavaşlama görünümü desteklerken, dayanıklı tüketim mallarında kur geçişkenliği ve kira enflasyonu hâlâ yüksek seyrediyor. Çekirdek enflasyon göstergeleri B ve C endeksleri düşüş eğiliminde olsa da aylık artışlar hâlâ güçlü.

Vergi Canlı, Harcama Baskılı: Mayıs'ta Faiz Dışı Fazla Yukarıda

Mayıs ayında bütçe 235,2 milyar TL fazla verdi, faiz dışı fazla ise 346,4 milyar TL'ye ulaştı. Canlı vergi gelirleri bütçe performansını desteklerken, ilk 5 ayda bütçe açığı 650 milyar TL'ye kadar geldi. Faiz ve cari transferler gibi kalemler harcama baskısını yılın kalanında artırabilir.

Nisan'da 7,9 milyar \$ Açık, Hizmet Gelirleri Kısmi Tampon

Nisan ayında cari açık 7,86 milyar \$ oldu; hizmet gelirleri 3,9 milyar \$ fazla vererek açığı dengeledi. Enerji ve altın hariç cari açık sınırlı kalsa da dış ticaret açığı yüksek seyrini sürdürüyor. Portföy çıkışları ve rezerv kullanımı dış kırılmalığı artırırken, kredi kanalındaki 12 milyar \$'lık giriş likiditeyi destekledi.

İşgücünde Soğuma: İşsizlik %8,6'ya Tırmandı, Atıl İşgücü %32

İşsizlik oranı %8,6'ya yükselirken istihdam edilen kişi sayısı 316 bin kişi azaldı. Atıl işgücü oranı %32,2'ye çıkarak son ayların zirvesine ulaştı. Katılım oranı ve fiili çalışma süresi gerilerken, genç işsizlikte de artış gözlemlendi. Ekonomik aktivitedeki yavaşlama istihdamı sınırlamaya başladı.

Gerilim Kıskaçında Piyasalar

FED'in temkinli söylemi ve İsrail-İran gerilimiyle küresel fiyatlamalar baskı altında kaldı. Yurt içinde brüt mevduat faizi, altın ve DİBS reel getiri sağlarken; BIST 100 %1,53 reel kayıp yazdı. Borsa'nın getiri profili enflasyonist ortamda zayıflarken, faiz indirimi beklentileri TL üzerindeki baskıyı sınırlandırıyor. Mayıs sonunda 78 \$'a çıkan Brent, ateşkes sonrası 67-68 \$ bandına çekildi. Konut Fiyat Endeksi mayısta %3,4 arttı; yıllık reel değişim -%2,3 ile negatif. Ankara artışta öne çıkan il olurken, İstanbul ortalamasının altında kaldı. Konut satışları yıllık %17,6 arttı ancak ipotekli işlemlerin toplam içindeki payı %15 civarında kaldı, bu da konut kredisi talebinin hâlâ düşük olduğunu gösteriyor.

Beklentiler

Küresel Ekonomi

Küresel büyüme görünümü zayıflarken, ticaret savaşları ve jeopolitik gerilimler 2025'in ikinci yarısında da ekonomik aktivite üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmaya devam edecek gibi görünüyor. OECD ve Dünya Bankası'nın büyüme tahminlerini düşürmesi, özellikle imalat ve ticaret odaklı sektörlerde temkinli seyrin süreceğine işaret ediyor.

Para politikasında ise farklılaşma dikkat çekiyor: FED, faiz indirimleri için dezenflasyonun netleşmesini şart koşarken; ECB ve BoJ daha temkinli gevşeme adımları atıyor. Bu görünüm, küresel likidite koşullarında belirgin bir rahatlamanın beklenen kadar kısa vadede gerçekleşmeyebileceğini gösteriyor. Finansal koşullardaki sıkılık, gelişen ülkeler için sermaye akımlarında oynaklığı yüksek tutabilir.

Enflasyon

Mayıs ayında TÜFE yıllık bazda %35,41'e gerileyerek dezenflasyon sürecinin sürdüğüne işaret etti. Hizmet enflasyonundaki yavaşlama ve enerji fiyatlarının Mayıs ayındaki görece istikrarı bu süreci desteklese de çekirdek göstergelerin dirençli seyri dikkatle izlenmeli.

Haziran sonrası dönemde İran-İsrail geriliminin enerji maliyetleri üzerindeki etkileri ve tarım ürünlerinde arz riskleri enflasyon görünümünü yukarı yönlü baskılayabilir. TCMB'nin Temmuz ayında sınırlı bir faiz indirimi olasılığı yüksek olmakla beraber, para politikası yönlendirmesi fiyatlamaya davranışları açısından belirleyici olacaktır. Yıl sonu için %30 beklentimizi koruyoruz.

Bütçe

Mayıstaki gelir performansı bütçeye geçici rahatlama sağlasa da, yılın kalanında faiz ve cari transfer kaynaklı harcama baskılarının yeniden öne çıkması bekleniyor. Vergi gelirleri canlı seyrini sürdürse de, bütçe disiplininin korunması harcamaların kontrolüne bağlı olacak.

Cari Denge ve Finansman

Nisan ayında cari açık artarken, hizmet gelirlerinin güçlü seyri bu açığı dengelemeye devam etti. Yüksek altın ithalatı ve dış ticaret açığı cari denge üzerinde baskı yaratırken, turizm ve taşımacılık gelirlerindeki artış likidite ihtiyacını karşılamada etkili olmaktadır. Rezerv kullanımındaki artış ve portföy çıkışları kırılganlık yaratmakla birlikte, hizmet gelirlerindeki olumlu seyir korunursa yılın ikinci yarısında cari dengede iyileşme eğilimi güç kazanabilir. Ancak emtia fiyatlarında yaşanan jeopolitik riskler kaynaklı volatilité, cari denge için belirsizliği arttırabilir.

İşgücü Piyasaları

Nisan ayında işsizlik oranı %8,6'ya yükselirken, istihdam ve işgücüne katılım oranlarında gerileme gözlemlendi. Özellikle atıl işgücü oranının %32,2'ye yükselmesi, istihdam kalitesine yönelik kaygıları artırmaktadır. Turizm sezonunun istihdamı geçici olarak desteklemesi olası olsa da, iç talepteki soğuma ve yüksek finansman maliyetleri işgücü piyasasında kalıcı iyileşmeyi sınırlandırabilir.

Piyasa Görünümü

Haziran itibarıyla küresel piyasalarda yüksek reel faiz beklentisi korunurken, jeopolitik risklerin enerji fiyatları üzerinden yeni baskılar yaratması olası. Brent petrolün 60-78 \$ bandında dalgalanması bekleniyor; Hürmüz Boğazı'na ilişkin riskler ise yukarı yönlü sürpriz potansiyeli taşıyor. Yurt içinde sıkı para politikası lira varlıklar için destekleyici olmaya devam ederken, Temmuz ayında ölçülü bir faiz indirimi olasılığı olabilir. Döviz piyasasında yıl sonu için kademeli değer kaybı beklentisi korunuyor; piyasa katılımcıları 2025 sonu Dolar/TL'yi 43,57 TL seviyesinde öngörüyor. Reel getirilerde ise güçlü mevduat faizleri öne çıkarken, hisse senetlerinde temkinli fiyatlama eğilimi sürebilir.

Dünya Ekonomisi

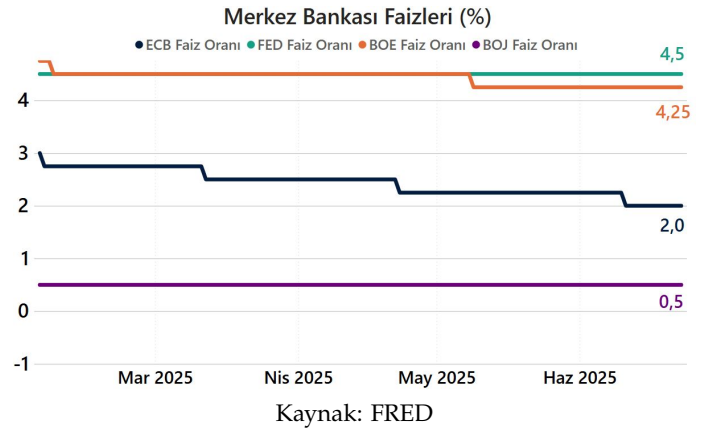
Küresel ekonomi, Haziran ayı itibarıyla eş zamanlı olarak büyüme ivmesini korumaya çalışırken ticaret gerilimleri, kalıcı enflasyon baskısı ve Orta Doğu'daki yeni çatışma turu gibi karşı rüzgârlarla boğuşuyor. Jeopolitik gelişmelerin ekonomiye etkileri, Haziran itibarıyla oldukça belirgin ve çok boyutlu bir tablo çiziyor. Ticaret savaşları küresel büyümeyi aşağı çekerken, bölgesel çatışmalar enerji fiyatları ve yatırımcı psikolojisi üzerinden küresel ekonomik istikrarı tehdit ediyor. Bu belirsizlik ortamında politika yapımcılar için zorluk, fiyat istikrarını korurken büyümeyi tümüyle baltalamamak ve finansal istikrarı sürdürmek şeklinde özetlenebilir.

OECD'nin 3 Haziran tarihli raporu 2025 için dünya GSYH artışını %2,9'a indirdi. Bu oran 2024'e göre 0,4 puanlık gerilemeye işaret ediyor. Örgüt tarifelerde yeni artışlar olmasının "ilave büyüme kaybı" yaratabileceği uyarısında da bulundu. Aynı doğrultuda Dünya Bankası 10 Haziran tarihli güncellemesinde küresel büyüme beklentisini %2,3'e çekerek, 2020'lerin ilk yıllarının 1960'lardan bu yana en zayıf performansla sahne olacağına dikkat çekti. Genel

tablo, özellikle imalat ve ticarete dayalı sektörlerde temkinli bir görünüm sergilendiğini gösteriyor. Küresel çapta yatırımların yavaş seyretmesi ve finansal koşulların sıkı kalması, orta vadede potansiyel büyüme üzerinde de aşağı yönlü baskı yaratmaktadır. Nitekim IMF, devam eden belirsizlik ortamında artan ticaret gerilimleri ve işbirliğindeki zayıflamanın kısa vadeli büyümeyi engellemekle kalmayıp uzun vadeli büyüme potansiyeline de zarar verebileceği uyarısında bulunuyor.

Reel ekonomide nabız halen pozitif ama düşük tempoda atıyor. S&P Global Bileşik PMI Mayıs'ta 51,2 ile (50 eşik değeri üzeri büyümeyi gösterir) Nisan'a göre yukarı çıksa da yeni ihracat siparişleri daralmayı sürdürdü. Asya'nın lokomotifi Çin'de Mayıs sanayi üretimi yıllık %5,8'e yavaşlarken perakende satışlar %6,4 ile sürpriz biçimde hızlandı; bu da iç talebin ABD tarifelerinin yarattığı dış talep kaybını kısmen telafi ettiği şeklinde okunabilir. Japonya ekonomisi ilk çeyrek revizyonunda daralmayı yıllıklandırılmış bazda -%0,2'ye düşürdü; özel tüketim ise çeyreklik %0,1 artarak resesyon riskini ötelemiş görünüyor.

Para politikası cephesinde merkez bankaları "bekle-gör" ile "temkinli gevşeme" arasında bölünmüş durumda. FED 18 Haziran'daki toplantısında faiz aralığını %4,25-4,50'de tutarken, ek kesintiler için "daha berrak bir dezenflasyon tablosu" şartını yineledi. ECB 5 Haziran'da politika faizlerini 25 bp indirerek mevduat faizini %2,00'ye çekti ve nötr bölgenin "ortalarında" olduklarını vurguladı. İngiltere Merkez Bankası 19 Haziran'da oranı %4,25'te sabit bıraktı; ancak Para Politikası Kurulu'nun üç üyesi anında indirim yönünde oy kullandı ve işgücü piyasasındaki soğumaya atıf yaptı. Japonya Merkez Bankası ise 17 Haziran'da kısa vadeli faizi %0,5'te tuttu.



Öte yandan 2025 yılı, sıklıkla ele aldığımız üzere, ekonomiyi şekillendiren jeopolitik gerilimlerin arttığı bir dönem olarak öne çıkıyor. Küresel ekonomi, ticaret savaşlarından sıcak çatışmalara uzanan geniş bir yelpazedeki olayların etkisiyle karşı karşıya. Geçtiğimiz birkaç ayda dünya ekonomisinin ve piyasaların odağı artan korumacılık eğilimleri ve daha özel olarak tarife savaşlarıyla gözler tekrar jeopolitik risklerin en sıcak yaşandığı coğrafya olan Orta Doğu'ya çevrildi.

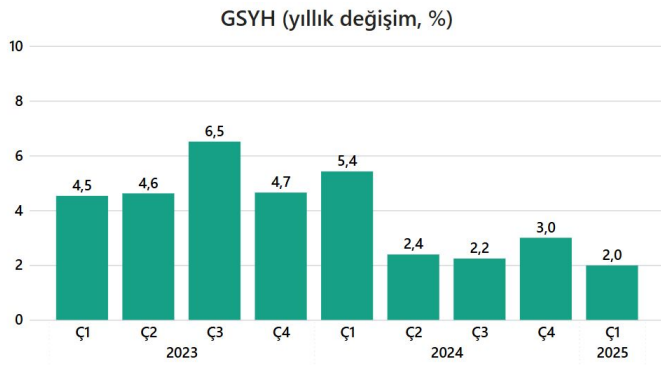
2023'te patlak veren İsrail ve Hamas arasındaki savaş, bölgesel tansiyonu yükseltirken Haziran ayı itibarıyla

İran'ı da içine çeken daha geniş bir çatışma senaryosuna evrildi. 13 Haziran'da başlayan İsrail-İran çatışmaları, ABD'nin İran'ın nükleer tesislerine yönelik hava saldırıları gerçekleştirmesi ve İran Meclisi'nin Hürmüz Boğazı'nı kapatma kararıyla küresel piyasaları alarm durumuna geçirdi. 24 Haziran'da atılan ateşkes adımları kısmi olarak gerginliği yatıştırsa da bölge ve dünya ekonomisi için kritik durumunu koruyor.

2025'in ilk yarısı geride kalırken küresel ekonomide belirsizlik yüksek. Küresel büyüme düşük hızda ilerlerken, merkez bankaları enflasyon hedeflerine bağlı kalma sözünü yineliyor ve jeopolitik riskler hem ticaret akışlarını hem de finansal piyasaları her an etkileyebilecek potansiyel birer şok dalgası olarak yakından izleniyor. Bu risklerin bazıları gerçekleşirken, küresel ekonomi şimdiye dek dayanıklılık testinden geçebilmiş görünüyor. Ancak yılın geri kalanında politika uyumunun ve uluslararası işbirliğinin seyri, ekonomik görünümün iyileşmesi açısından belirleyici olacaktır.

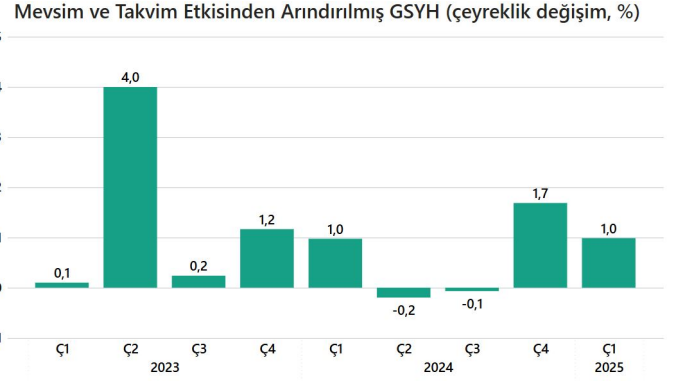
Büyüme

2025 yılının ilk çeyreğinde Türkiye ekonomisi, geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %2,0 oranında büyüme kaydetmiştir. Bu oran, hem %2,3 seviyesindeki piyasa beklentisinin hem de geçmiş çeyrek ortalamalarının altında kalarak ekonomide ivme kaybının sürdüğünü göstermiştir.



Kaynak: TDM

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış veriler, bir önceki çeyreğe göre %1,0'lık bir büyümeye işaret ederek sınırlı fakat olumlu bir görünüm sunmuştur. Yıllıklandırılmış GSYH ise 1 trilyon 370 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır.



Kaynak: TDM

Harcamalar yönünden incelendiğinde, büyümeye en yüksek katkı 1,6 puan ile özel tüketim harcamalarından gelmiştir. Ancak bu kalemdaki katkının önceki çeyreğe göre azalmış olması, sıkı para politikalarının iç talep üzerindeki etkilerini teyit etmektedir. Kamu harcamalarının katkısı 0,2 puan ile sınırlı kalırken, yatırımlar 0,5 puanlık bir katkı sağlamıştır. Yatırımlar tarafında inşaat harcamalarının güçlü kalmaya devam ettiği, buna karşın makine-teçhizat yatırımlarında daralma yaşandığı görülmektedir. Net dış talep ise ihracattaki durağan seyir ve ithalattaki %3,0 oranındaki artışın etkisiyle büyümeye 0,6 puan aşağı çekmiştir. Dikkat çekici bir gelişme ise stok değişiminin pandemi salgınından sonra ilk kez büyümeye pozitif katkı yaparak 0,3 puanlık bir artı değer üretmesi olmuştur.

GSYH Büyümesi (Harcama Yöntemiyle) Yıllık Değişim

İç Talep

Tüketim

Yerleşik hanehalklarının tüketimi 2,1

Devletin Nihai Tüketim Harcamaları 1,2

Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu 2,1

İnşaat 6,9

Makine ve teçhizat -1,8

Diğer aktifler -2,4

Dış Talep

Mal ve Hizmet İhracatı 0,0

Mal ve Hizmet İthalatı (-) 3,0

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla 2,0

Kaynak: TDM

Üretim yöntemiyle hesaplanan GSYH verileri ise, sektörel ayrışmayı belirgin şekilde yansıtmaktadır. İnşaat sektörü yıllık bazda %7,3'lük artışla büyümeye 0,4 puan katkı sunmuş ve yine öncü sektör konumunu korumuştur. Hizmetler sektörü %1,3 oranında artarak büyümeye 1,8 puan katkı sağlarken, özellikle bilgi ve iletişimde yaşanan %6,1 büyüme gibi kayda değer ivmeler dikkat çekmiştir. Buna karşın, sanayi sektörü %1,8 oranında düşüş göstererek 0,4 puan büyümeye aşağı çekerken tarım sektörü ise %2,0

oranında daralmıştır. Net vergi kaleminin katkısı ise 0,2 puan ile sınırlı kalmıştır.

GSYH Büyümesi (Üretim Yöntemiyle)	Yıllık Değişim
Tarım, Ormancılık ve Balıkçılık	-2,0
Sanayi	-1,8
sak: İmalat Sanayii	-2,4
İnşaat	7,3
Hizmetler	1,3
Bilgi ve İletişim	6,1
Finans ve Sigorta Faaliyetleri	0,5
Gayrimenkul Faaliyetleri	2,4
Mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri	4,0
Kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri	0,3
Diğer hizmet faaliyetleri	4,7
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	2,0

Kaynak: TDM

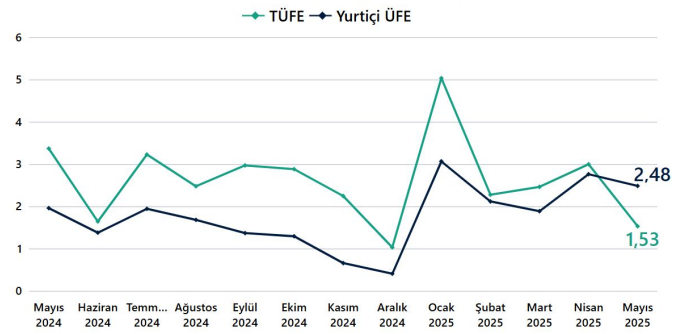
Makro ekonomik görünüm açısından, ilk çeyrek verileri ekonomide yumuşak bir inişin sürdüğünü teyit etmektedir. Ancak özel tüketim ve yatırımların ivme kaybetmesiyle birlikte iç talepte zayıflama işaretleri belirginleşmiştir. Sanayi üretimindeki yıllık daralmada geçen yılın aynı dönemine göre 2,5 gün daha az iş günü olması da etkili olurken, hizmetler sektöründeki büyümenin daha çok çekirdek hizmetlerin dışındaki kalemlerden kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

İkinci çeyreğe ilişkin öncü göstergeler ise ekonomik faaliyette daha belirgin bir yavaşlamaya işaret etmektedir. Bu görünüm, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın para politikasında attığı sıkılaştırıcı adımların etkisini göstermeye başladığını düşündürmektedir. Yılın devamında net ihracatın seyri, iç talepteki ivme kaybı ve yatırım eğilimleri büyüme görünümünü şekillendirecek başlıca unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Politika faizinin seviyesi ve makroihtiyati çerçevenin kapsamı, ekonomik aktivitedeki dengelenmenin süresini ve şiddetini belirleyecektir. Bu bağlamda, yılın ikinci yarısında potansiyel-altı bir büyüme patikasının daha olası hâle geldiği değerlendirilmektedir.

Enflasyon

Mayıs ayında tüketici fiyat endeksi aylık bazda %1,53 oranında artarken, yıllık enflasyon %37,86'dan %35,41'e gerileyerek belirgin bir düşüş kaydetti. Bu gerçekleşme, piyasa beklentilerinin (yaklaşık %2,10) oldukça altında kalırken, merkez bankasının tahmin patikasına daha yakın bir görünüm sundu. Enflasyonun ana eğiliminde gözlenen bu yavaşlama, yılın ikinci çeyreğinde iç talepteki soğuma ve finansal koşullardaki sıkılaşma ile desteklendi.

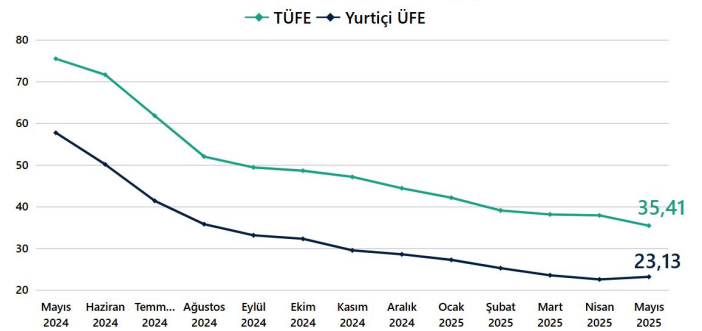
TÜFE ve Yurt İçi ÜFE (aylık değişim, %)



Kaynak: TÜİK, TDM

Enflasyondaki düşüşte, en dikkat çekici etkiyi gıda grubu oluşturdu. Özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarının aylık %3,01 oranında gerilemesiyle birlikte, toplam gıda fiyatlarında %0,71 oranında düşüş kaydedildi. Taze sebze ve yumurta gibi kalemlerdeki düşüşler belirleyici olurken, taze meyve fiyatlarının %8,26 oranında yükselerek genel gıda enflasyon azalışını sınırladığı gözlemlendi. Buna rağmen, yıllık gıda enflasyonu %32,87 seviyesine gerileyerek manşet enflasyonun altında kalmaya devam etti.

TÜFE ve Yurt İçi ÜFE (yıllık değişim, %)



Kaynak: TÜİK, TDM

Hizmet grubu enflasyonu aylık %1,74 seviyesinde gerçekleşirken, yıllık bazda %54,60'tan %51,19'a geriledi. Bu azalışta kira, lokanta ve otel fiyatlarındaki artış hızının yavaşlaması belirleyici oldu. Özellikle kira enflasyonu hâlâ yüksek olmakla beraber %3,10 seviyesine düşerek önceki aya göre iyileşme kaydetti. Lokanta ve otellerdeki fiyat artışının %1,83'e gerilemesi de hizmet grubunun genelinde enflasyon baskısını hafifletti. Haberleşme grubundaki -%0,14'lük düşüş de bu görünümü destekledi.

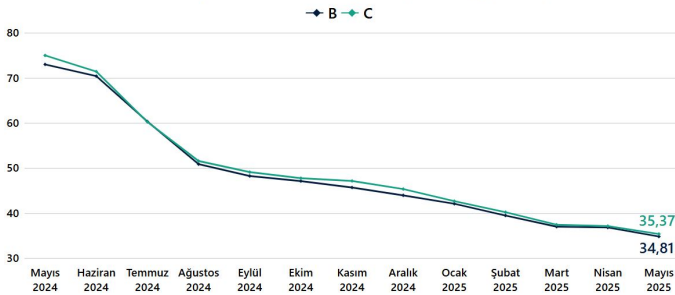
Temel mallarda aylık fiyat artışı %3,26 olurken, yıllık enflasyon %20,02'ye sınırlı bir şekilde geriledi. Dayanıklı tüketim mallarında kur geçişkenliğinin etkisiyle fiyatlar yükselirken, otomobil grubunda %4,87 ve beyaz eşyada %2,46 oranında artış kaydedildi. Buna karşılık, tüketici elektroniği gibi bazı alt kalemlerde fiyat düşüşleri izlendi. Giyim ve ayakkabı grubunda mevsimsel etkilerle fiyatlar aylık %6,97 oranında artarken, geçen yılın aynı dönemine kıyasla bu artış daha ılımlı gerçekleşti.

Mayıs 2025	Aylık	Yılbaşından Beri	Yıllık
TÜFE	1.53	15.09	35.41
Gıda ve alkolsüz içecekler	-0.71	13.88	32.87
Alkollü içecekler ve tütün	0.06	11.07	27.87
Giyim ve ayakkabı	6.97	0.03	14.12
Konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar	2.99	23.54	67.43
Mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri	1.21	13.17	29.69
Sağlık	0.47	20.77	40.12
Ulaştırma	2.66	14.72	24.59
Haberleşme	-0.71	5.2	19.25
Eğlence ve Kültür	1.94	11.7	26.04
Eğitim	1.19	28.17	71.67
Lokanta ve oteller	1.83	18.33	36.91
Çeşitli mal ve hizmetler	1.59	17.62	35.98
Çekirdek TÜFE: C endeksi	2.43	15.44	35.37
Yurtiçi ÜFE	2.48	12.92	23.13
Dayanıklı tüketim	0.05	14.91	29.22
Enerji	7.98	10.9	17.05
İmalat	1.72	12.77	22.99

Kaynak: TÜİK, TDM

Enerji grubunda fiyatlar, elektrik tarifesindeki artışın sarkan etkisi ve şebeke suyu fiyatlarındaki %7,14'lük yükselişin etkisiyle arttı. Buna karşın, Brent petrol fiyatlarındaki sınırlı gerileme ve akaryakıt fiyatlarındaki yatay seyir sayesinde yıllık enerji enflasyonu %44,21 seviyesine düştü. Mayıs ayında enerji maliyetlerinde kaydedilen bu ılımlı artış, genel enflasyon üzerindeki yukarı yönlü baskının sınırlanmasına katkı sağladı. Ancak bir önceki bültenimizde de vurguladığımız İsrail - İran geriliminin enerji fiyatlarına etkileri önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı unsuru olmaya devam edecektir.

Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri(Yıllık Değişim, %)



Kaynak: TÜİK, TDM

Mayıs ayında çekirdek enflasyon göstergeleri, manşet enflasyondaki yavaşlamayı destekler nitelikte olumlu bir görünüm sergilemiştir. C endeksi yıllık bazda %37,12'den %35,37'ye, B endeksi ise %36,81'den %34,81'e gerileyerek ana eğilimdeki düşüşe katkı sağlamıştır. Aylık bazda ise C endeksi %2,43, B endeksi %2,25 oranında artış kaydetmiştir. Bu değerler, manşet TÜFE artışının (%1,53) üzerinde gerçekleşerek çekirdek enflasyonun görece dirençli seyrini sürdürdüğünü göstermektedir. Ancak bu yükseliş rağmen yıllık artış hızlarındaki gerileme, enflasyonun ana eğiliminde sınırlı da olsa bir iyileşme olduğuna işaret etmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış göstergeler de

bu görünümü destekler nitelikte olup, B ve C endekslerinin aylık artış hızları bir önceki aya göre yavaşlamıştır.

Üretici fiyat endeksi (ÜFE), Mayıs ayında aylık bazda %2,48 oranında artarken, yıllık bazda %23,13 seviyesine ulaştı. Bu artışta elektrik, gaz ve su gibi enerji kalemlerinin etkisi öne çıkarken, üretici fiyatlarının yıllık bazda tüketici fiyatlarının altında kalmaya devam etmesi, maliyet yönlü enflasyon baskılarının sınırlı olduğunu ortaya koydu. Özetle, Mayıs ayında enflasyon görünümünde gözlenen iyileşme, hem talep koşullarındaki zayıflama hem de bazı kalemlerdeki fiyat düzeltmeleri ile desteklendi. Hizmet enflasyonundaki yavaşlama eğilimi ve enerji fiyatlarındaki ılımlı seyir, dezenflasyon sürecine katkı sunarken, gıda grubu kısa vadeli oynaklık yaratmaya devam etti. Önümüzdeki dönemde fiyatlamaya davranışları ve talep dinamikleri yakından izlenmeye devam edilecek olup, TCMB'nin politika faizinde Temmuz ayında olası bir faiz indirimi yapması muhtemel görünmektedir. Tarımsal üretimi etkileyen olumsuz hava koşulları ve enerji maliyetleri başlıca yukarı yönlü risk faktörleri olarak gündemimizdeki yerini korumakla birlikte yıl sonu enflasyon tahminimizi %30 düzeyinde koruyoruz.

Bütçe

Mayıs 2025 bütçe gerçekleştirmeleri, gelirlerin harcama baskısını dengelediğini gösterdi. Toplam giderler 1 trilyon 89,7 milyar TL'ye, gelirler ise 1 trilyon 324,9 milyar TL'ye ulaştı; böylece bütçe 235,2 milyar TL fazla verdi. Faiz hariç fazla 346,4 milyar TL oldu.

Harcamalarda personel giderleri 275,1 milyar TL, SGK devlet primi 34,1 milyar TL, mal ve hizmet alımları 85,0 milyar TL, cari transferler 456,7 milyar TL ve sermaye giderleri 98,9 milyar TL seviyesine yükseldi. Borç verme kalemi 23,7 milyar TL'ye çıkarken faiz giderleri 111,2 milyar TL'de sınırlı kaldı.

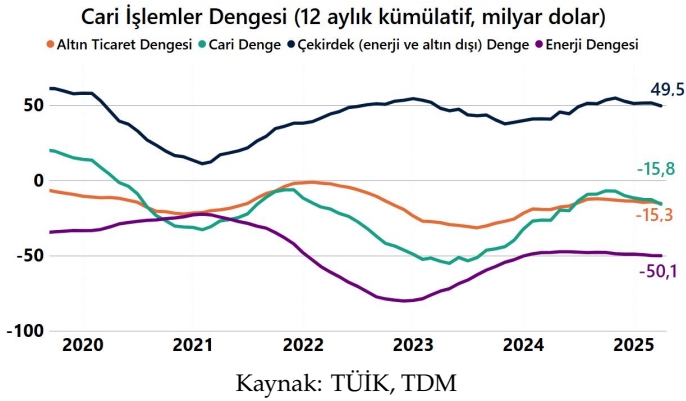
Gelir tarafında 1 trilyon 196,4 milyar TL'lik vergi tahsilatı öne çıktı; gelir vergisi 213,5 milyar TL, ithalde alınan KDV 137,9 milyar TL ve ÖTV 143,6 milyar TL yüklü katkı sağladı.

Ocak-Mayıs kümülatif sonuçları, giderlerin 5 trilyon 339,5 milyar TL'ye (%43,8) ve gelirlerin 4 trilyon 689,2 milyar TL'ye (%44,7) ulaştığını, buna karşılık bütçe açığının 650,3 milyar TL'ye çıktığını gösteriyor. İlk beş ayda faiz giderleri 835,8 milyar TL ile yıllık %75,9 artarken, faiz hariç fazla 185,5 milyar TL seviyesinde korundu.

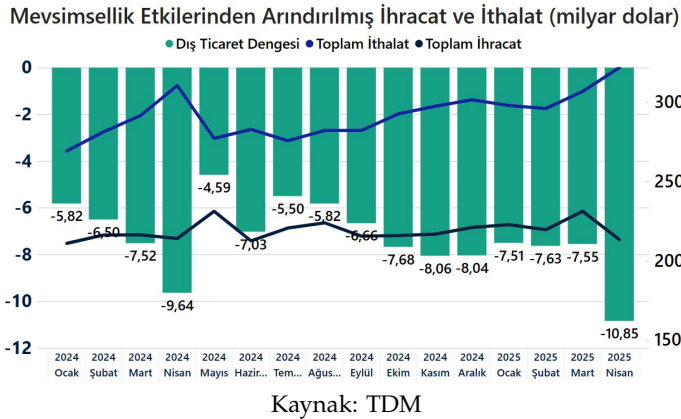
14,7 trilyon TL'lik gider ödeneğinin %36,2'si ve 12,8 trilyon TL'lik gelir hedefinin %36,6'sı bu dönemde kullanıldı; bu durum ödenek kullanım hızının geçen yıla göre bir miktar arttığını gösteriyor. Personel giderleri, cari transferler ve faiz harcamaları bütçe üzerindeki baskıyı artırırken, canlı vergi tahsilatı açığın kontrolsüz büyümesini sınırlıyor. Yılın geri kalanında faiz ve tüketime dayalı harcamaların seyri mali disiplin açısından belirleyici olacak.

Ödemeler Dengesi

2025'in ikinci çeyreğine girerken yayımlanan Nisan verileri, cari dengenin kırılğan seyrini korumakla birlikte Nisan ayında küresel emtia fiyatlarının gerilemesi ve hizmet gelirlerindeki dayanıklılıkla dengelenen bir tabloya işaret ediyor. Nisan 2025'te cari işlemler dengesi 7,86 milyar ABD doları açık vererek yılın ilk dört aylık kümülatif açığını 20,3 milyar dolara taşıdı; altın ve enerji hariç bakıldığında aylık açık 1,94 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. On iki aylık kümülatif verilere göre cari açık 15,8 milyar dolarla sınırlı bir patikada seyrederken, hizmet geliri fazlası bu açığı dengelemeye devam ediyor.

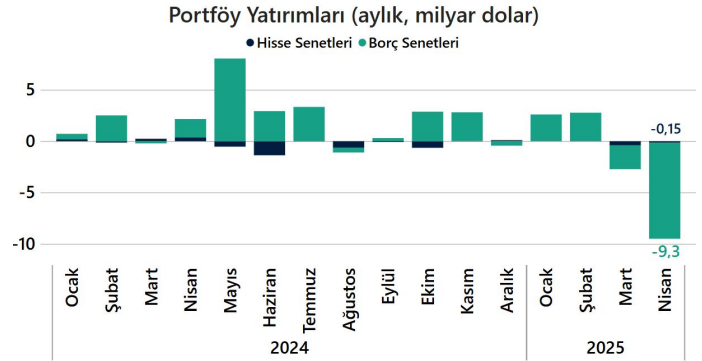


Dış ticaret kaynaklı baskı güçlenmeye devam etti: Ödemeler dengesi tanımlı mal ticaret dengesi Nisan ayında 9,89 milyar dolar açık verirken, parasal olmayan altın ithalatı da dış ticaret açığını genişleten temel unsur oldu. Buna karşın hizmetler dengesi 3,90 milyar dolar fazla sağlayarak açığın önemli bir kısmını telafi etti. Bu fazla 1,60 milyar dolarlık taşımacılık ve 3,09 milyar dolarlık seyahat gelirinden kaynaklandı. On iki aylık dönemde hizmetler dengesi fazlası 62,0 milyar dolara ulaşarak 60,4 milyar dolarlık dış ticaret açığını büyük oranda dengelemiş durumda. Birincil gelir dengesi Nisan'da 1,79 milyar dolar, ikincil gelir dengesi ise 86 milyon dolar açık verdi; böylece mal ve hizmet dengesine eklenen gelir transferleri cari açığı derinleştirdi. Net hata-noksan kalemi bu ay 0,23 milyar dolar pozitif katkı sağlayarak bilanço kalemleriyle genel dengeyi uyumlu kıldı.

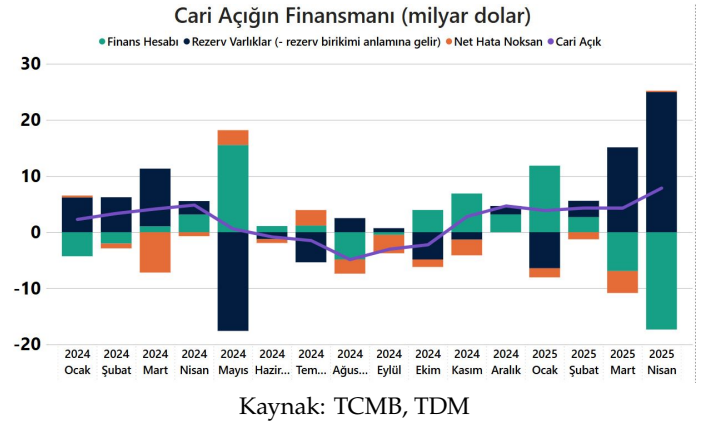


Finans hesabı tarafında 17,35 milyar dolarlık net giriş kaydedildi. Doğrudan yatırımlar kaleminde 268 milyon dolarlık net çıkış görülürken, yabancıların Türkiye'ye

doğrudan yatırım girişi 408 milyon dolar, yurt içi yerleşiklerin yurt dışı doğrudan yatırımı ise 676 milyon dolar oldu.



Portföy yatırımlarında, özellikle borç senetlerinin katkısıyla toplamda 10,88 milyar dolar net çıkış kaydedildi. Özellikle borç senetleri tarafında ise 6,43 milyar doları devlet iç borçlanma senetleri olmak üzere, toplamda 9,34 milyar dolar satış gerçekleşti. Krediler kanalından 12,10 milyar dolar net giriş yaşanmasına rağmen, efektif ve mevduat kaleminde 2,99 milyar dolarlık çıkış ve Merkez Bankası rezervlerindeki 24,99 milyar dolarlık azalış finansmanın önemli bölümünü oluşturdu.

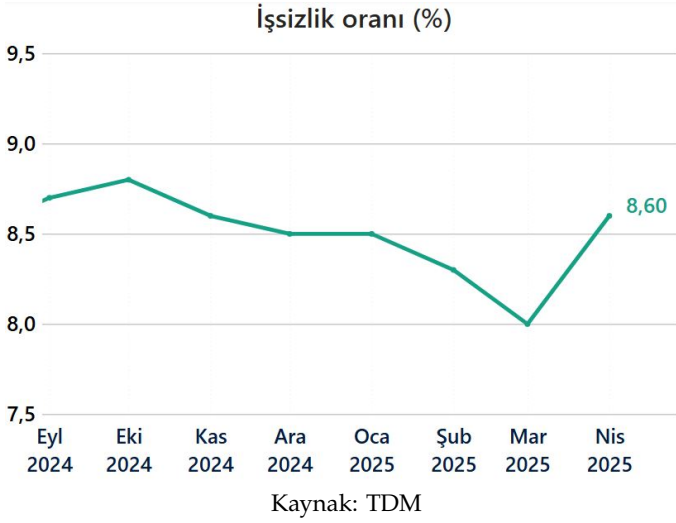


Özetle, mal ticaretindeki geniş açık ve yüksek altın ithalatı cari dengeyi baskı altında tutarken, turizm ve taşımacılık gelirleri açığı sınırlıyor. Finansman tarafında rezerv kullanımı ve portföy çıkışlarının artması dış kırılğanlığı yükseltse de kredi girişleri ve hizmet gelirlerindeki artış kısa vadede likidite ihtiyacını karşılamaya yardımcı oluyor. Ancak emtia fiyatlarındaki volatilité, yılın ikinci yarısında cari dengede belirsiz bir görünüm oluşturuyor.

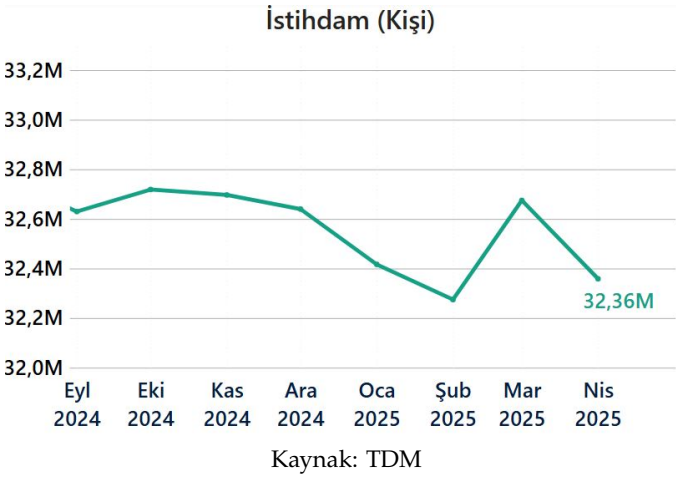
İşgücü Piyasaları

TÜİK'in Nisan ayına ait Hanehalkı İşgücü Araştırması sonuçları, ilkbahara girerken işgücü piyasasında toparlanmanın yerini hafif bir yavaşlamaya bıraktığını gösteriyor. Mevsim etkisinden arındırılmış verilere göre işsiz sayısı, Nisan ayında 203 bin kişi artarak 3 milyon 63 bine yükseldi; işsizlik oranı da 0,6 puanlık tırmanışla %8,6'ya çıktı. Böylece yılbaşından bu yana kaydedilen

kazanımların önemli bir bölümü geri verilmiş oldu. İşsizlik oranı erkeklerde %7,1, kadınlarda ise %11,5 olarak tahmin edildi.

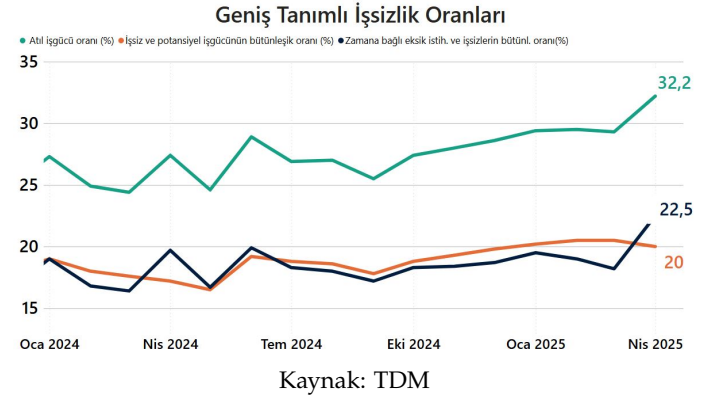


İstihdam cephesinde gerileme dikkat çekiyor. İstihdam edilenlerin sayısı 316 bin azalarak 32 milyon 359 bine, istihdam oranı da 0,5 puan düşerek %48,8'e geriledi. Oran cinsiyet bazında erkeklerde %65,8, kadınlarda ise %32,2 olarak ölçüldü. Bu tablo, sanayi üretimindeki duraksamanın ve sıkı finansal koşulların işe alımları frenlediğini ima edebilir. Aynı dönemde işgücü 114 bin kişi azalarak 35 milyon 421 bine geriledi. İşgücüne katılma oranı %53,4 ile 0,2 puan düşüş kaydetti. Katılım oranında erkeklerde gerileme yaşanırken, kadınlarda sınırlı bir artış gözlemlendi. Dolayısıyla Mart'taki katılım ivmesinin Nisan'da tersine döndüğü görülüyor.



İstihdam kalitesine ilişkin uyarı sinyalleri ise güçleniyor. Zamana bağlı eksik istihdam, potansiyel işgücü ve işsizlerden oluşan atıl işgücü oranı, Nisan'da 3,4 puan artarak %32,2'ye çıktı; bu oran Mart 2024'ten bu yana en yüksek seviyeyi işaret ediyor. Alt bileşenlerde "eksik istihdam + işsiz" birleşik oranı %22,5, "işsiz + potansiyel işgücü" birleşik oranı %20,0 olarak hesaplandı. Öte yandan referans döneminde işbaşında olanların haftalık fiili çalışma süresi 1,2 saat düşüşle 42,2 saat seviyesine indi. Bu, iç talep yavaşlamasının kapasite kullanımını sınırladığını gösteriyor.

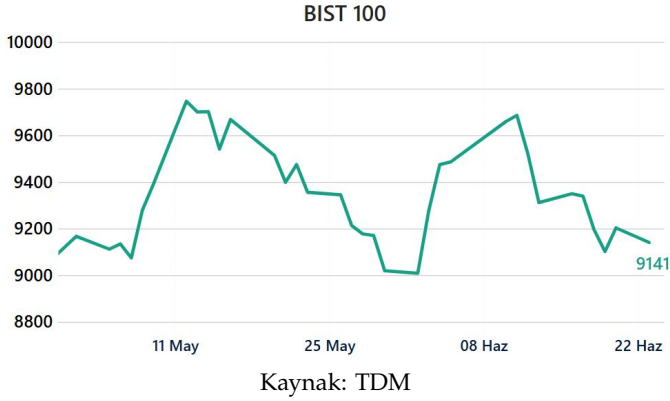
Genç nüfusta (15-24 yaş) işsizlik oranı 0,4 puan artışla %15,7'ye yükseldi (erkeklerde %11,2, kadınlarda %23,7).



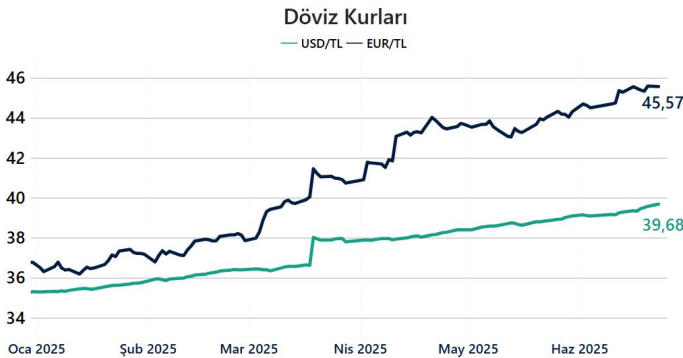
Genel olarak Nisan verileri, özellikle istihdamın kalitesine ilişkin göstergeler bakımından kaygı verici. Hizmetler sektöründeki canlılık istihdamı desteklemeye devam etse de sıkı tedbirlerle yavaşlatılmaya çalışılan ekonomik koşullar, yüksek finansman maliyetleri ve artan atıl işgücü nedeniyle toparlanmanın kırılma noktasına ortaya konuyor. Önümüzdeki dönemde turizm sezonunun başlayacak olması istihdamı geçici olarak destekleyebilir. Ancak sıkı makro-ihyati tedbirler ve belirsiz dış talep koşulları işgücü piyasasında kalıcı iyileşmeyi sınırlayabilir.

Piyasalar

Haziran ortasında küresel piyasalar, FED'in "faiz indirimleri için acele yok" vurgusuyla canlı kalan yüksek reel faiz beklentisinin yarattığı sıkışma ile Orta Doğu'daki yeni İsrail-İran tırmanışından beslenen enerji şokunun kesişiminde fiyatlanıyor. Yurt içinde ise sıkı para politikası söylemi bu dış baskıları kısmen dengelemeyi sürdürüyor. TÜİK'in Mayıs ayına ait "Finansal Yatırım Araçlarının Reel Getiri Oranları" raporuna göre tüketici fiyat endeksi (TÜFE) bazında aylık en yüksek reel getiri %1,80 ile brüt mevduat faizinde gerçekleşirken, külçe altın %1,74, DİBS %1,57, Euro %0,56 ve Amerikan doları %0,23 ile sınırlı pozitif getiriler sağladı; BIST 100 endeksi ise yatırımcısına %1,53 reel kayıp yazdı. Aynı raporun üç ve altı aylık ufuklarında altının sırasıyla %13 civarı ve %17'ye yaklaşan reel kazancı, hisse senetlerinin ise çift haneli reel kayıpları (-%11 ila -%13 bandı) yüksek enflasyon yüksek faiz konjonktüründe Borsa'nın koruma işlevinin zayıfladığını teyit ediyor. Borsa'nın spesifik durumu ilgili faiz enflasyon konjonktürünün yanı sıra BİST'te gözlemediğimiz hızlı tepki, aşırı fiyatlama davranış düzeninin bir sonucu da olabilir.

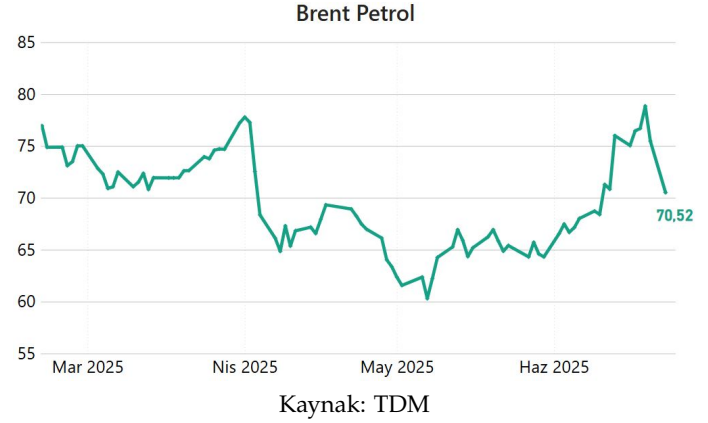


TCMB'nin 10-12 Haziran tarihlerinde gerçekleştirdiği Piyasa Katılımcıları Anketi, döviz ve faiz kanadında politika duruşunun hâlâ "yüksek ama zirveye yakın" algısıyla şekillendiğini gösterdi. Dolar TL'nin anket haftasında 39,60 düzeylerinde seyrettiği ortamda yıl sonu kur beklentisi 43,57 TL'ye, 12 ay sonrasındaki beklenti ise 47,04 TL'ye çıktı. Böylece piyasa katılımcıları, lirada yıl boyunca sınırlı ama kademeli değer kaybını öngörüyor. Faiz tarafında, bir sonraki Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizinin %46 seviyesinde korunacağı; izleyen iki toplantıda toplam 5,6 puanlık indirimle %40,4'e gerileyeceği ve yılı %36,1 civarında tamamlayacağı öngörülüyor. Gecelik BİST repo-ters repo faizi için cari ay sonu beklentisi de %46,21 ile anket katılımcılarının politika patikasına uyumlu bir görünüm veriyor; 12 ay ileri tarihte politika faizi tahmini %29,3'e kadar düşerek uzun vadede "ölçülü gevşeme" beklentisini teyit ediyor. Enflasyon patikasında yıl sonu TÜFE beklentisi %29,9'a, 12 ay sonrası beklenti %24,6'ya, 24 ay sonrası ise %17,3'e gerileyerek, sıkılaşmanın liranın reel değerini korumada kredibilite kazandığına işaret ediyor.

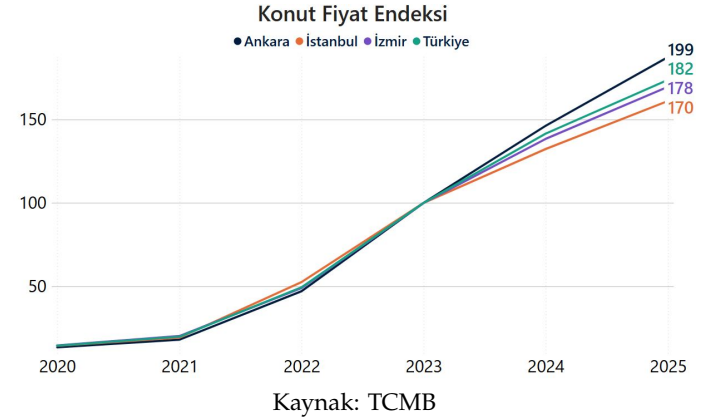


Brent petrol, önceki bültenimizde İsrail-İran geriliminin fiyatları yukarı itebileceğine dikkat çektiğimiz senaryonun gerçekleşmesiyle Mayıs sonundaki 65 \$/varil düzeyinden kısa sürede 78 \$/varil civarına tırmanmıştı. Ancak 24 Haziran'da duyurulan ateşkes haberleri fiyatları hızla eritti ve Brent fiyatı 67-68 \$/varil bandına geriledi. Piyasalar ateşkese dair hâlâ temkinli; Temmuz sonuna kadar 60-78\$ bandında dalgalanma olasılığı yüksek. ABD'nin İran'a yönelik olası yeni bir müdahalesi ya da dünyanın günlük petrol akışının kabaca beşte birinin geçtiği Hürmüz

Boğazı'nda kesinti ihtimalinin yeniden gündeme gelmesi hâlinde fiyatların yeniden 80 \$ seviyesini aşması, hatta arz şokunun derinleşmesi durumunda üç haneli rakamların görülmesi sürpriz olmayacaktır. Temel senaryomuzda ise, arz tarafında kalıcı bir aksama yaşanmadığı takdirde, yılın son çeyreğinde fiyatların kademeli olarak 60 \$/varil civarına geri çekilmesi beklenebilir.



Ülkemizde konut piyasasına baktığımızda, TCMB'nin aylık Konut Fiyat Endeksi Raporu'na göre endeks Mayıs ayında aylık %3,4 artışla 182,4 puana yükseldi; yıllık nominal artış %32,3, reel değişim ise %2,3 olarak gerçekleşti. İl bazında bakıldığında Ankara, 199,2 düzeyindeki endeksiyle üç büyük il içinde 2023 bazına göre en yüksek kümülatif fiyat artışını yansıtır; kentin yıllık nominal artışı %41,4 ile zirvede, aylık artışı da %3,8 ile ilk sırada. Megakent İstanbul'da ise endeks 169,6 puana (aylık %2,7; yıllık %32,6) çıktı ve artış hızında hem Ankara'nın hem de ülke ortalamasının gerisinde kalmış oldu.



Satış tarafında ise Türkiye genelinde Mayıs'ta konut satışları yıllık %17,6 artarak 130025 adede çıkarken, İstanbul 22103 adetle ilk sırada; onu 11975 ile Ankara ve 7817 ile İzmir izledi. İpotekli satışların aynı dönemde %95,9 gibi çarpıcı bir artış göstermesi finansman kanalının kısmi olsa da yeniden açıldığını yansıtırken, ipotekli işlemlerin toplam satış içindeki payı hâlâ %15 dolayında. Yani faiz seviyeleri konut kredi talebini bütünüyle canlandırmaktan uzak.

Stratejik Araştırma ve Geliştirme

- **Mesut Polat / Strateji Grup Müdürü**
mesut.polat@kuveytturk.com.tr
- **Hüseyin Yusuf Akşamoğlu**
yusuf.aksamoglu@kuveytturk.com.tr
- **Fatih Doğantekin**
fdogantekin@kuveytturk.com.tr
- **Mustafa Uzun**
mustafa-uzun@kuveytturk.com.tr
- **Yusuf Işık**
yusuf.isik@kuveytturk.com.tr
- **A.Talha Türk**
ahmet.turk@kuveytturk.com.tr
- **M. Onur Çağhan**
muhammed.caghan@kuveytturk.com.tr

Açıklama

Bu rapor, Kuveyt Türk Strateji Planlama ve Kurumsal Performans Yönetimi departmanı tarafından, TCMB, TÜİK, FRED, BloombergHT gibi kurumların yayın ve raporlarından elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Herhangi bir amaçla departmanın izni olmadan raporun tamamı veya bir kısmı başka bir yerde yeniden yayımlanamaz, dağıtımı yapılamaz. Tüm hakkı saklıdır ©.

Yukarıda sağlanan tüm veriler ve bilgiler yalnızca bilgilendirme amaçlıdır ve "olduğu gibi" sunulmaktadır. Bu veriler, alım-satım, yatırım, finans, vergi, hukuk veya muhasebe gibi konularda herhangi bir tavsiye niteliği taşımaz. Herhangi bir finansal işlemi yapmadan önce finansal kuruluşunuza veya mali danışmanınıza danışmanız önerilir.

EKONOMİ BÜLTENİ

HAZİRAN 2025



KUVEYTTÜRK