



TEMMUZ 2025



Öne Çıkanlar

TCMB'den 300 Baz Puanlık Faiz İndirimi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 24 Temmuz tarihinde gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizinde 300 baz puanlık bir indirimle giderek oranı %43,0 seviyesine çekmiştir. Gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları sırasıyla %41,50 ve %46,0 seviyelerine düşürülmüştür. Bu gelişmeler ışığında, yılın ikinci yarısında döviz kurlarında yukarı yönlü ancak ılımlı bir seyir izlenebileceği öngörülmektedir.

Politikalar Hedeflerin Gölgesinde Ayrışmaya Devam Ediyor

Küresel enflasyon, ABD'deki sınırlı yükselişe rağmen genel olarak düşüş trendini korurken Euro Bölgesi hedefe ulaştı ve Çin deflasyon eşiğinden çıktı. Bu farklı enflasyon dinamikleri, merkez bankalarının adımlarını ayırttı: FED faizleri sabit tutarken ECB indirim döngüsüne devam etti, PBoC destekleyici duruşunu korudu, BoJ ise temkinli bir normalleşme tartışmasına başladı. Böylece büyüme görünümü ve finansal koşullar bölgelere göre belirgin şekilde ayrıştı. Ticari gerilimler ve jeopolitik kaygılar hâlâ gündemde.

Enflasyon Kademeli Sönüyor, Hizmet ve Enerji Fiyatları Riskleri Canlı Tutuyor

Haziran'da TÜFE aylık %1,37 artarak beklentinin altında kalırken yıllık oran %35,05'e geriledi; gıda ve giyim fiyatlarındaki düşüş bu yavaşlamayı destekledi. Buna karşılık konut, ulaştırma, hizmet ve enerji kalemlerindeki artışlar enflasyonist baskıların tamamen dağılmasını engelledi.

Bütçe Açığı İlk Yarıda 980,5 Milyar TL'ye Tırmandı

Haziran 2025'te 330,2 milyar TL açık veren merkezi yönetim bütçesinin kümülatif açığı yılın ilk yarısında 980,5 milyar TL'ye, son 12 ayda yaklaşık 2,3 trilyon TL'ye yükseldi. Gelirler güçlü kalırken, faiz harcamaları yıllık %177,7'lik sıçramayla toplam giderlerdeki payını yılbaşındaki %15,4'ten %22,2'ye taşıdı ve bütçe dengesindeki bozulmayı pekiştirdi. Açığın OVP'deki yıllık hedefin yarısını şimdiden aşması, yılın geri kalanında sıkı harcama disiplini ve ilave gelir tedbirlerini zorunlu kılıyor.

Cari Denge Yıllıkta Yatay, Turizm ve Sermaye Akımları Açığı Dengeliyor

Mayıs'ta cari işlemler hesabı sınırlı açık verirken altın-enerji hariç denge fazla verdi; son 12 aylık açık yaklaşık 16 milyar dolar düzeyinde yatay seyrediyor. Yüksek hizmet gelirleri ile çeşitlenen portföy ve diğer sermaye girişleri rezerv birikimini güçlendirdi. Dış ticaret görünümü ve turizm sezonunun seyri, önümüzdeki aylardaki cari denge görünümünü oluşturan temel unsurlar olacak.

İşsizlik %8,4'e İnerken İstihdam Mayıs'ta Yeniden Canlandı

Mayıs verileri, işsiz sayısındaki düşüş ve 100 bin kişilik ek istihdamla bahar sonunda işgücü piyasasında ılımlı

toparlanmanın yeniden hız kazandığını gösteriyor. Atıl işgücü oranı gerilese de hâlâ yüksek seviyede; bu da kalıcı iyileşme için belirsiz dış talep ve yüksek finansman maliyetlerinin risk oluşturmaya devam ettiğine işaret ediyor. Genç işsizlikteki gerileme ve yaklaşan turizm sezonu kısa vadede destek sağlayabilir, ancak istihdam kalitesi dikkatle izlenmeli.

Temmuz'da Dengeli Piyasa Görünümü

Haziran'da en yüksek reel getiri DİBS'ten gelirken, Temmuz'da BIST 100 ılımlı yukarı yönlü hareket etti; piyasa katılımcıları yıl sonu Dolar/TL beklentisinde sınırlı yukarı revizyon ve faizlerde düşüş öngörüyor. Brent, OPEC+'ın arzı gevşetmesi ve zayıf küresel talep nedeniyle rahat bir denge arayışında. Konut satış hacmi güçlenirken reel fiyat artışı ivme kaybederek sıkı kredi koşulları ve zayıflayan yabancı talep eşliğinde piyasada dengelenme sinyali verdi.

Beklentiler

Küresel Ekonomi

Yaz sonunda ABD'de manşet enflasyonun hedefin üzerinde kalmaya devam etmesi, FED'i yıl sonuna dek "bekle-gör" çizgisinde tutabilir; bu durumda kademeli parasal gevşeme olasılığı 2026'ya ötelenebilir. Euro Bölgesi'nde hedefe inen enflasyon ve Haziran'daki 25 bp'lik indirim sonrasında ECB'nin ilave adımlar için veriye bağlı ilerlemesi olası. Çin'de ise indirimlerinin iç talebe yansımaları sınırlı kalırsa PBoC'nin yıl içinde yeni destekleyici önlemler devreye sokması olası. Özetle, küresel büyümede ılımlı fakat bölgeler arası ayrışmanın sürdüğü bir görünüm öngörüyoruz.

Enflasyon

Gıda fiyatlarındaki gerileme ve üretici maliyetlerindeki ılımlı seyir, yılın üçüncü çeyreğinde manşet enflasyona aşağı yönlü katkı sağlayabilir; hizmet ve enerji kalemlerindeki "yapışkan" fiyat davranışı, kısa vadede %30 bandının altına hızlı bir inişi sınırlıyor. Temmuz'da devreye giren doğal gaz zamları ile ÖTV ayarlamaları geçici bir yükselişe sebep olabilir. Sıkı para politikası ve talepteki zayıflama eğilimi sayesinde son çeyrekte yeniden kademeli düşüş olası. Yıl sonu tahminimizi %30 düzeyinde koruyoruz.

Bütçe

OVP hedefinin yarısına ilk altı ayda ulaşan bütçe açığı, yılın geri kalanında harcama disiplini ve ek gelir tedbirlerini kaçınılmaz kılıyor. Maktu ÖTV artışları ve stopaj düzenlemelerinin üçüncü çeyrekte vergi gelirlerini desteklemesi, açıkta artış hızını törpüleyebilir. Başarı, yatırım harcamalarında önceliklendirme ve cari transferlerde sıkı kontrole bağlı olacak.

Cari Denge ve Finansman

Yaz aylarıyla birlikte turizm gelirleri ve enerji fiyatlarındaki yatay seyir, cari işlemler hesabını daha yönetilebilir bölgeye taşıyabilir. Finansman bacağında portföy ve diğer sermaye girişlerinin yılın geri kalanında genel olarak destekleyici kalması hâlinde rezerv birikimi sürebilir. Buna karşılık küresel risk iştahındaki ani değişimler ve jeopolitik başlıklardaki belirsizlik, finansman koşullarını kırılgan kılıyor. Bu unsurlar birlikte değerlendirildiğinde, yıl sonunda cari açığın yönetilebilir büyüklükte gerçekleşmesi beklenebilir.

İşgücü Piyasaları

Yaz aylarında turizm sezonunun etkisiyle istihdamda artışın sürmesi işsizlik oranını %8 civarına düşürebilir, atıl işgücünün yüksek seviyesi kalıcı iyileşmeyi geciktirebilir. Finansman maliyetleri ve dış talep belirsizliği sanayi istihdamını sınırlandırabileceğinden, toparlanmanın hizmet sektörleri öncülüğünde devam etmesi olası. Ortalama fiili çalışma süresindeki artış, talep canlılığı hâlinde kapasite kullanımını destekleyebilir.

Piyasa Görünümü

Yılın ikinci yarısında yatırımcı algısının ana belirleyicisi, küresel faiz patikası ve jeopolitik haber akışı olacak. TCMB anketlerindeki sınırlı yukarı kur revizyonu ve repo faizi beklentilerindeki düşüş, TL'de ılımlı değer kaybı ve getiri eğrisinde aşağı yönlü hareket sinyalini veriyor. 24 Temmuz'da başlayan faiz indirimlerinin devam etmesi durumunda reel faizlerin gerilemesi ve kredi notunda olası iyileştirmeler BIST'ı yılın ikinci yarısında reel getiri tarafında güçlendirebilir. Brent'te OPEC+'ın olası arz artışı ve zayıf talebin fiyatları 66-68 \$/varil bandında tutması beklenebilir. Konut tarafında sıkı kredi koşulları ve reel fiyatlardaki düşüş, hacim artışına rağmen fiyatların kısmi dengelenme sürecini sürdüreceğine işaret ediyor.

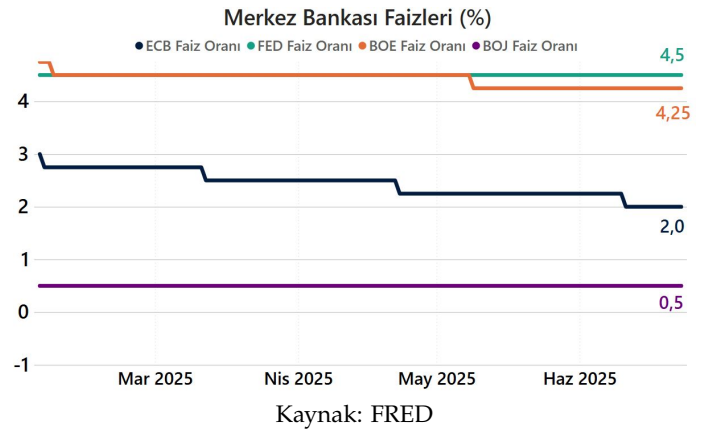
Dünya Ekonomisi

Küresel ekonomi cephesinde, ABD ve Avrupa'da enflasyon kısmi yükseliş gösterirken, ticaret gerilimleri ve yeni gümrük tarifeleri bazı bölgelerde fiyat baskılarını yeniden artırdı. Önde gelen merkez bankaları politika faizlerinde temkinli adımlar atarken, büyüme görünümü bölgeler arasında farklılık gösterdi. ABD'de enflasyon Haziran'da yeniden hafif bir yükseliş gösterdi. Haziran'da enflasyon bir önceki yıla göre %2,7 arttı ve Mayıs'taki %2,4'lük yıllık oranın üzerine çıktı. Bu yükseliş, özellikle konut, gıda ve enerji kalemlerindeki fiyat artışlarından kaynaklandı. Çekirdek enflasyon (enerji ve gıda hariç) da yıllık bazda %2,9 artarak manşet enflasyonun biraz üzerinde seyretti. Enflasyon oranı hâlen ABD Merkez Bankası (FED) hedefi olan %2'nin üzerinde olsa da, 2022'deki zirve seviyelerden belirgin şekilde düşmüş durumda.

Avrupa Birliği cephesinde ise Mayıs 2025'te %1,9 olan yıllık enflasyon oranı, Haziran ayında %2,0 seviyesine yükselerek hedefle neredeyse tam olarak örtüştü. Bu oran, bir yıl öncesinin (Haziran 2024'te %2,5) oldukça altında.

Bu durum pandemi ile enerji krizinin ardından gözlenen yüksek enflasyon döneminin sonuna gelindiği yorumunu getirebilir. Euro bölgesinde bir önceki yıla göre çekirdek enflasyon da kademeli biçimde geriledi; ancak hizmet fiyatlarının hala görece güçlü kalması çekirdek enflasyonun biraz direnç göstermesine neden olmakta.

Odağımızı Asya'ya çevirdiğimizde, 2025 ortalarında Çin ekonomisinde enflasyon dinamikleri diğer büyük ekonomilerden belirgin şekilde ayrıştı. Çin'de tüketici enflasyonu neredeyse durma noktasına gelmiş; hatta yılın ilk yarısında deflasyon endişeleri baş göstermişti. Mayıs 2025'e kadar dört ay üst üste yıllık enflasyon negatif veya sıfıra yakın gerçekleşti. Haziran 2025 ise bu trendin kırıldığı bir ay oldu: Tüketici Fiyat Endeksi Haziran'da yıllık bazda %0,1 artış göstererek Ocak'tan bu yana ilk kez pozitif bölgeye geçti.



Dünya merkez bankalarının faiz duruşlarına göz attığımızda ABD tarafında enflasyonun halen hedefin üzerinde seyretmesi ve özellikle Haziran'da enflasyonda görülen yukarı yönlü sürpriz, FED'in para politikasında temkinli duruşunu korumasına yol açtı. FED, Haziran ortasındaki Federal Açık Piyasa Komitesi toplantısında politika faizini değiştirmeyerek %4,25-4,50 aralığında sabit bıraktı ve Temmuz sonunda da faiz oranlarını sabit tutacağı yönünde güçlü sinyaller verdi. Öte yandan Avrupa Birliği 5 Haziran 2025 tarihli toplantısında politika faizlerinde 25 baz puanı indirim yaparak mevduat faizini %2,25'ten %2,00'ye çekti. Bu adım, bankanın Haziran 2024'ten bu yana sürdürdüğü toplam 200 baz puanlık faiz indirim döngüsünün devamı niteliğindeydi. ECB Başkanı Christine Lagarde, Haziran ayındaki faiz indiriminin ardından yaptığı açıklamada mevcut faiz düzeyleriyle "iyi bir pozisyonda" olduklarını belirterek, art arda yapılan indirimlerin ardından bir duraklama dönemine girilebileceğinin sinyalini verdi.

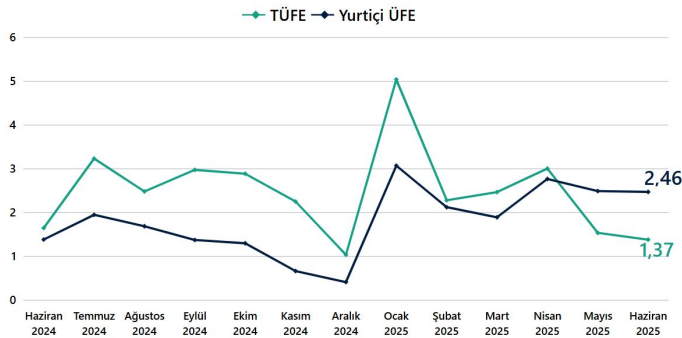
Asya tarafına göz attığımızda düşük enflasyon ve zayıf iç talep ortamında Çin para otoriteleri destekleyici duruşunu sürdürdü. Çin Halk Bankası (PBoC), Mayıs 2025'te gösterge kredi faiz oranlarında indirim yaparak bir yıllık LPR'yi (Loan Prime Rate) %3,10'dan %3,00 düzeyine çekmiş ve beş yıllık LPR'yi de %3,60'tan %3,50'ye düşürmüştü. Bu adım, Ekim 2024'ten beri ilk faiz indirimi idi ve ekonomiyi ABD-Çin ticaret savaşı kaynaklı yavaşlama risklerine karşı

destekleme amaçlıydı. Haziran 2025'e gelindiğinde ise bir önceki ayda atılan genişlemeci adımların etkilerinin görülmesi beklenerek faiz oranları sabit tutuldu; PBoC, 20 Haziran'da bir yıllık LPR'yi %3,00, beş yıllık LPR'yi %3,50'de bırakarak piyasa beklentilerine paralel hareket etti. Japonya cephesinde ise Merkez Bankası (BoJ), 2025 yazında dünya genelindeki en gevşek para politikalarından birine sahip olmaya devam etti ancak artan enflasyon nedeniyle politika normalleşmesini tartışmaya açtı. BoJ, Ocak 2024'te on yıldan uzun süren ultra-gevşek politikasında önemli bir adım atarak politika faizini ilk kez pozitif bölgeye çekmiş ve kısa vadeli faiz oranını %0,5'e yükseltmişti. Bu adım, enflasyonun kalıcı biçimde %2 hedefine ulaşabileceği öngörüsüyle atılmış bir normalleşme başlangıcı olarak görüldü. Görünen konjonktürde BoJ'nın 2025 yılı içinde bir faiz artışı yapmaması, ancak ilerleyen dönemde enflasyon yüksek kalmaya devam ederse 2026'ya doğru para politikası sıkılaştırmasına gitmesi olası.

Enflasyon

Haziran ayında tüketici fiyat endeksi (TÜFE), piyasa beklentilerinin hafif altında kalarak aylık bazda %1,37 oranında artış kaydetmiştir. Bu gelişmeyle birlikte yıllık enflasyon %35,41 seviyesinden %35,05'e gerilemiş, böylece dezenflasyon sürecinin sürdüğü teyit edilmiştir. Aylık fiyat gelişmelerine alt gruplar düzeyinde bakıldığında, gıda ve giyim kalemlerindeki fiyat düşüşlerinin, enflasyonun beklentilerin altında gerçekleşmesinde belirleyici olduğu görülmektedir. Buna karşılık konut ve ulaştırma grupları enflasyona yukarı yönlü katkı sağlamaya devam etmiştir.

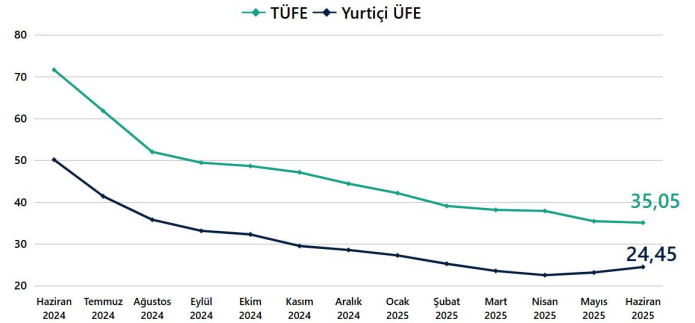
TÜFE ve Yurt İçi ÜFE (aylık değişim, %)



Kaynak: TÜİK, TDM

Haziran ayında TÜFE'ye en yüksek katkıyı sağlayan kalem konut grubu olmuştur. Bu grupta kira artışı %3,97 seviyesinde gerçekleşirken, şebeke suyu tarifelerine yapılan %4,97'lik artış da bu görünümü desteklemiştir. Ulaştırma grubu ise küresel jeopolitik gelişmelerle yükselen petrol fiyatları kaynaklı akaryakıt fiyatlarındaki %4,13'lük artış ve karayolu ile yolcu taşımacılığında bayram etkisiyle yaşanan %23,57'lik fiyat yükselişiyle öne çıkmıştır. Buna karşılık, mevsimsel etkilerle gıda fiyatları %0,27 oranında gerilemiş, özellikle sebze ve yumurta fiyatlarındaki düşüş enflasyonist baskıları sınırlamıştır. İşlenmemiş gıda grubu yıllık bazda %30,26'ya, işlenmiş gıda grubu ise %29,97'ye gerilemiş, böylece toplam gıda ve alkolsüz içecekler enflasyonu %30,20 olarak kaydedilmiştir.

TÜFE ve Yurt İçi ÜFE (yıllık değişim, %)



Kaynak: TÜİK, TDM

Hizmet grubunda ise farklı bir görünüm izlenmiştir. Aylık bazda %2,73 oranında artan hizmet fiyatları, ulaştırma, kira ve eğitim gibi kalemlerde belirgin yükselişler göstermiştir. Kira aylık bazda %3,97 yıllık bazda %82,97 artarak TÜFE'nin üzerinde seyretmiş, bu kalemin fiyatlama davranışları açısından yüksek ataletini koruduğu gözlenmiştir. Lokanta ve otel hizmetleri %2,10'luk aylık artış ile ılımlı artış eğilimini sürdürmüştür. Bu gelişmeler sonucunda hizmet grubu, yıllık bazda %50,34 oranında artışla ana harcama grupları arasında en yüksek seviyeyi korumuştur.

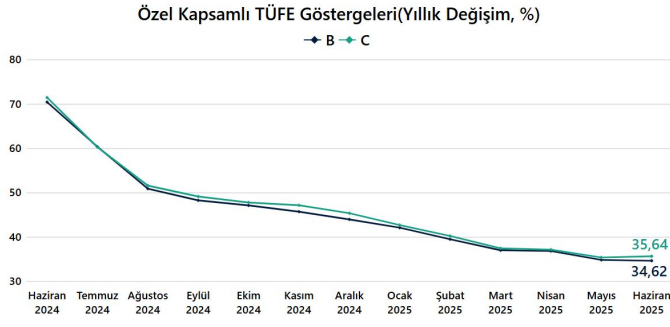
Temel mal gruplarında fiyat artışı sınırlı kalmıştır. Dayanıklı tüketim malları %1,24 oranında yükselirken, otomobil fiyatlarındaki artış %1,07 ile önceki aya göre ivme kaybetmiştir. Mobilya grubu ise görece yatay bir seyir izlemiştir. Giyim ve ayakkabı alt grubu, indirim sezonuna geçişin etkisiyle aylık bazda %0,27 oranında gerilemiştir. Bu tablo, kur geçişkenliği yüksek kalemlerde fiyat artışlarının büyük ölçüde kontrol altında kaldığına işaret etmektedir.

Haziran 2025	Aylık	Yılbaşıdan Beri	Yıllık
TÜFE	1.37	15.09	35.41
Gıda ve alkolsüz içecekler	-0.27	13.88	32.87
Alkollü içecekler ve tütün	0.14	11.07	27.87
Giyim ve ayakkabı	-0.27	0.03	14.12
Konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar	2.62	23.54	67.43
Mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri	2.01	13.17	29.69
Sağlık	0.66	20.77	40.12
Ulaştırma	2.38	14.72	24.59
Haberleşme	1.83	5.2	19.25
Eğlence ve Kültür	1.44	11.7	26.04
Eğitim	4.48	28.17	71.67
Lokanta ve oteller	2.1	18.33	36.91
Çeşitli mal ve hizmetler	1.73	17.62	35.98
Çekirdek TÜFE: C endeksi	1.93	15.44	35.37
Yurtiçi ÜFE	2.46	12.92	23.13
Dayanıklı tüketim	2.12	14.91	29.22
Enerji	8.42	10.9	17.05
İmalat	1.84	12.77	22.99

Kaynak: TÜİK, TDM

Enerji fiyatları, jeopolitik gelişmelerin etkisiyle Haziran ayında %2,27 oranında artmıştır. Akaryakıt kaleminde %4,13'lük yükseliş ve şebeke suyundaki fiyat ayarlamaları

bu artışın başlıca sürükleyicileri olmuştur. Buna rağmen elektrik fiyatları son kaynak tedarik tarifesinde kapsamında %0,91 oranında gerilemiştir. Enerji grubunun yıllık artışı %45,40 seviyesine ulaşmıştır.



Kaynak: TÜİK, TDM

Çekirdek enflasyon göstergelerinde ise karmaşık bir görünüm izlenmiştir. B endeksi yıllık bazda %34,62'ye gerilerken, C endeksi %35,64'e yükselmiştir. Bu durum, özellikle hizmet grubu kaynaklı fiyat artışlarının ana enflasyon eğilimini yukarıda tutan etkisini sürdürdüğünü ortaya koymaktadır. Mevsimsellikten arındırılmış veriler de enflasyon eğiliminde belirgin bir değişiklik olmadığını göstermektedir.

Üretici fiyat endeksi (Yİ-ÜFE) ise Haziran ayında %2,46 oranında artarken, yıllık bazda %24,45 düzeyine yükselmiştir. Enerji kalemleri öncülüğünde gerçekleşen bu artış, rafine petrol ürünleri ve elektrik-gaz üretim sektörlerinde kayda değer fiyat yükselişleri ile şekillenmiştir. Yıllık bazda Yİ-ÜFE'nin TÜFE'nin altında kalmayı sürdürmesi, maliyet yönlü baskıların görece sınırlı olduğunu göstermektedir. Buna karşın aylık bazda Yİ-ÜFE'nin iki ay üst üste TÜFE'den yüksek gelmesi, maliyet yönlü enflasyonist baskıların önümüzdeki süreçte yeniden gündemimize gireceğinin habercisi olabilir.

Sonuç olarak, Haziran ayında enflasyon görünümü bir önceki aya göre sınırlı iyileşme sergilese de temel eğilimlerde net bir düşüş sinyali henüz alınmamıştır. Gıda fiyatlarındaki düşüş ve üretici fiyatlarındaki ılımlı seyir dezenflasyon sürecine katkı sunarken, hizmet ve enerji gruplarındaki yapışkan fiyat davranışları genel görünüm üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Temmuz ayında geçerli olacak olan doğal gaz zamları ve otomatik ÖTV güncellemeleri enflasyonda geçici yükseliş yaratabilecek unsurlar arasında yer almakta; bu durum, kısa vadeli görünümde dalgalanmalara işaret etmektedir. Ancak, para politikasındaki sıkı duruşun sürdürülmesi ve talep koşullarındaki zayıflama eğiliminin devam etmesi halinde, yılın ikinci yarısında enflasyonun kademeli olarak yavaşlaması mümkün görünmektedir. Bu çerçevede, yıl sonu enflasyon tahminimizi %30 düzeyinde koruyoruz.

Bütçe

Haziran 2025'te merkezi yönetim bütçesi 330,2 milyar TL açık verdi. Bu sonuçla yılın ilk altı ayındaki kümülatif açık 980,5 milyar TL'ye, son on iki aylık kümülatif açık ise yaklaşık 2,3 trilyon TL'ye yükseldi. Aynı ayda faiz dışı denge

54,5 milyar TL açık verirken, Ocak-Haziran döneminde 131 milyar TL fazla, on iki aylık dönemde ise 532 milyar TL açık kaydedildi.

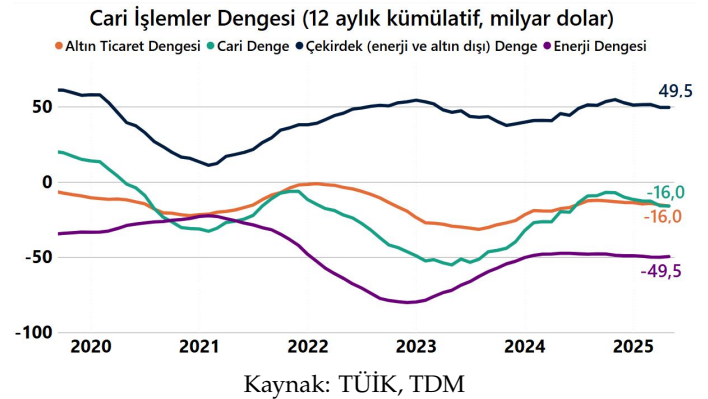
Gelir performansı güçlü seyrini sürdürdü: Bütçe gelirleri Haziran'da yıllık %53,8 artışla 909,4 milyar TL'ye yükselirken, Ocak-Haziran döneminde %46,1 artışla 5,60 trilyon TL'ye ulaştı. Aynı dönemde vergi gelirleri yıllık %48,5 artışla 4,77 trilyon TL'ye yükseldi; Haziran'da ise 764,9 milyar TL ile %58,3 büyüdü. Gelir vergisindeki %92,4'lük sıçrama vergi geliri artışına öncülük ederken, dâhilde alınan KDV %58,6, ithalde alınan KDV %39,2 büyüdü; ÖTV gelirleri ise %46,7 artış gösterdi.

Harcamalar Haziran'da yıllık %43,1 artarak 1,24 trilyon TL'ye çıktı; faiz dışı harcamalar %25,6 artışla 963,9 milyar TL, faiz giderleri ise %177,7 artışla 275,7 milyar TL seviyesine yükseldi. Böylece faiz ödemelerinin toplam giderler içindeki payı beş ayda %15,4'ten %22,2'ye çıktı. Personel giderleri %33,7 ve cari transferler %24,6 artarken sermaye giderlerindeki artış %14,6'ya geriledi; sermaye transferleri yıllık bazda %51 azaldı.

Haziran sonu itibarıyla bütçe açığı, Orta Vadeli Program'da (OVP) öngörülen yıllık nominal hedefin %50,8'ine ulaştı. OVP, 2025 sonunda bütçe açığının GSYH'ye oranını %3,1'e, faiz dışı dengeyi ise "0" a çekmeyi hedefliyor. Mevcut gerçekleştirmeler, yılın geri kalanında harcama artışının sıkı biçimde sınırlandırılmasını ve ek gelir tedbirleri alınmasını zorunlu kılıyor. Temmuz başında akaryakıt, tütün ve alkollü içeceklerdeki maktu ÖTV artışları ile bazı stopaj oranlarının yükseltilmesi, ilerleyen aylarda vergi gelirlerine destek sağlayacak olmakla birlikte faiz giderlerindeki yüksek seyrin bütçe dengesi üzerindeki baskıyı sürdürmesi olası.

Ödemeler Dengesi

Mayıs ayına ait ödemeler dengesi verileri, TCMB tarafından yayımlanan istatistiklerle birlikte cari dengenin Nisan ayındaki geçici bozulmanın ardından kısmen toparlandığını gösterdi. Aylık bazda cari işlemler hesabı 684 milyon dolar açık verirken, altın ve enerji hariç kalem 4,1 milyar dolar fazla verdi. Ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı ise 4,8 milyar dolarda kaldı. Bu sonuçla birlikte son on iki ayda kümüle cari açık 16,0 milyar dolar seviyesinde bir patikaya yerleşti.

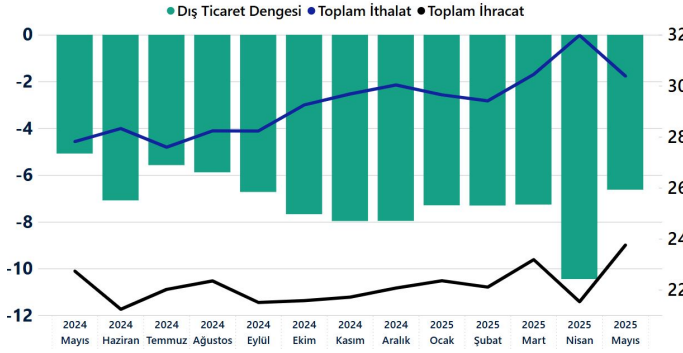


Kaynak: TÜİK, TDM

Mal ticaretindeki sınırlı iyileşmeye karşın hizmet gelirlerinin

cari dengeyi desteklemeye devam ettiği söylenebilir. Mayıs'ta net hizmet fazlası yaklaşık 5,6 milyar dolar olurken bunun büyük bölümünü yaklaşık 4,4 milyar dolar ile turizm ve yaklaşık 1,9 milyar dolar ile taşımacılık gelirleri oluşturdu. Öte yandan birincil gelir dengesi yaklaşık 1,5 milyar dolar seviyesinde, ikincil gelir dengesi ise 31 milyon dolar seviyesinde açık verdi.

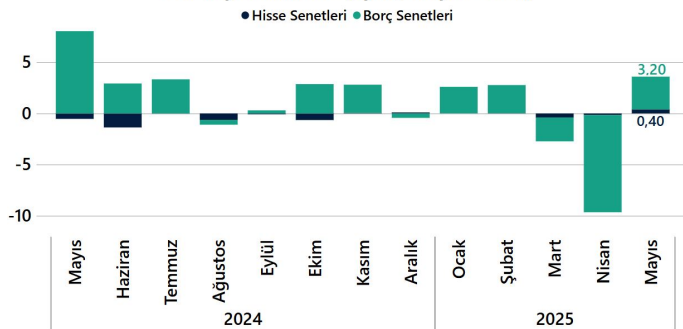
Mevsimsellik Etkilerinden Arındırılmış İhracat ve İthalat (milyar dolar)



Kaynak: TDM

Finansman tarafında, sermaye girişlerinin çeşitlendiği görece güçlü bir tablo dikkat çekti. Net doğrudan yatırımlar 702 milyon dolarlık artı verdi; girişlerin büyük kısmı yeni sermaye yatırımlarından kaynaklandı.

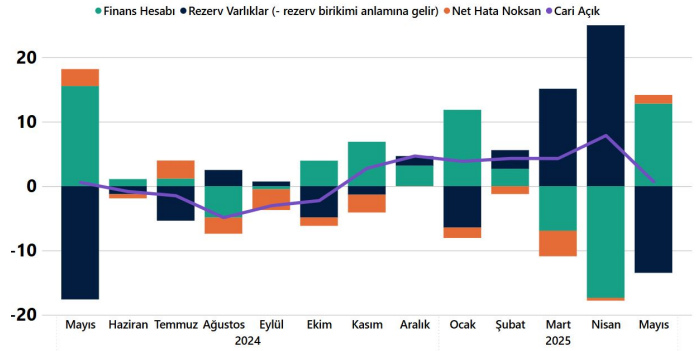
Portföy Yatırımları (aylık, milyar dolar)



Kaynak: TCMB, TDM

Portföy kanalı, önceki aydaki çıkışların tersine yaklaşık 2,5 milyar dolar net giriş sağlayarak ağırlıklı olarak kamu borçlanma senetlerine yöneldi. Diğer yatırımlar kaleminde bankalara ve mevduata dönük girişlerin ivmelenmesiyle yaklaşık 9,6 milyar dolar ile yüksek giriş kaydedildi. Bunlarla birlikte resmi rezervler aylık bazda yaklaşık 13,5 milyar dolar arttı; net hata-noksan kaleminde de yaklaşık 1,3 milyar dolar giriş izlendi.

Cari Açığın Finansmanı (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, TDM

Önümüzdeki dönemde Ticaret Bakanlığı'nın öncü verileri, jeopolitik risklerin tetiklediği emtia fiyat hareketleri nedeniyle Haziran ayında dış ticaret açığında geçici bir genişleme sinyali verse de, enerji fiyatlarının kısmen gerilemesi ve turizm sezonunun katkısıyla bu etkinin yaz ortasında sınırlanması beklenebilir. Temel eğilim, yıl sonunda milli gelirin yaklaşık %1,3'üne (yaklaşık 20 milyar dolar) denk gelen kontrollü bir cari açık görünümünü koruyor.

İşgücü Piyasaları

TÜİK'in Mayıs ayına ait Hanehalkı İşgücü Araştırması sonuçları, bahar sonunda işgücü piyasasında ılımlı bir toparlanmayı gösteriyor. Mevsim etkisinden arındırılmış verilere göre işsiz sayısı, Mayıs'ta 69 bin kişi azalarak 2 milyon 972 bine geriledi; işsizlik oranı ise 0,2 puan düşüşle %8,4 düzeyine indi. Böylece Nisan'daki kayıpların bir kısmı telafi edilmiş oldu. İşsizlik oranı erkeklerde %6,5, kadınlarda %11,9 olarak tahmin edildi.

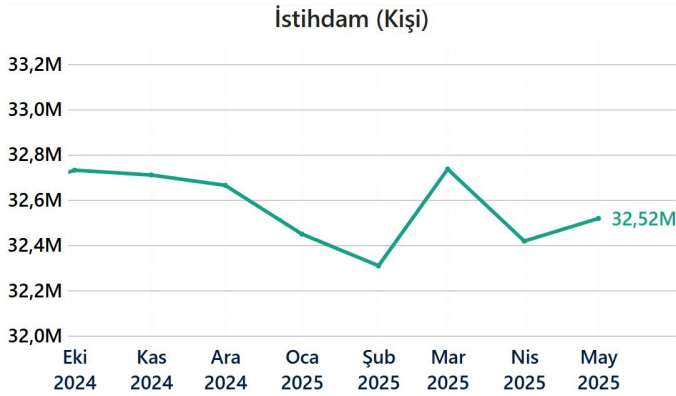
İşsizlik oranı (%)



Kaynak: TDM

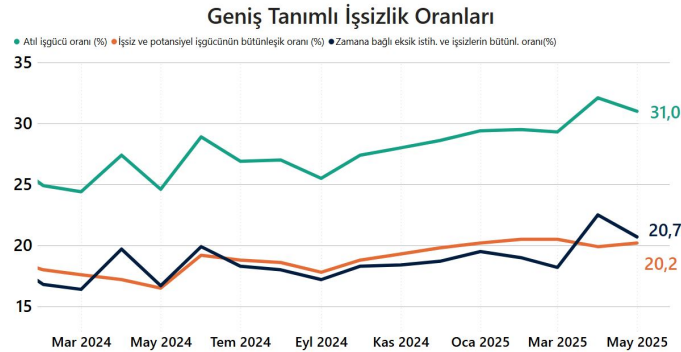
İstihdam cephesinde olumlu sinyaller göze çarpıyor. İstihdam edilenlerin sayısı bir önceki aya göre 100 bin artarak 32 milyon 519 bine yükseldi; istihdam oranı da 0,1 puanlık artışla %49,0 seviyesine çıktı. Oran cinsiyet bazında erkeklerde %66,3, kadınlarda %32,2 olarak gerçekleşti. Aynı dönemde işgücü 31 bin kişi artarak 35 milyon 491 bine ulaştı; işgücüne katılma oranı ise %53,5 ile yatay seyretti. Katılım

erkeklerde %70,9'dan değişmezken, kadınlarda sınırlı bir artışla %36,5'e çıktı.



Kaynak: TDM

İstihdam kalitesine dair göstergeler temkinli bir iyileşmeye işaret ediyor. Zamana bağlı eksik istihdam, potansiyel işgücü ve işsizlerden oluşan atıl işgücü oranı, Mayıs'ta 1,1 puan gerileyerek %31,0 seviyesine indi. Alt bileşenlerde "eksik istihdam + işsiz" birleşik oranı %20,7, "işsiz + potansiyel işgücü" birleşik oranı ise %20,2 olarak hesaplandı. Referans döneminde işbaşında olanların haftalık fiili çalışma süresi, önceki aya kıyasla 0,6 saat artışla 42,7 saate yükseldi. Genç nüfusta (15-24 yaş) ise işsizlik oranı 0,3 puan düşerek %15,4'e geriledi (erkeklerde %11,0, kadınlarda %23,5).



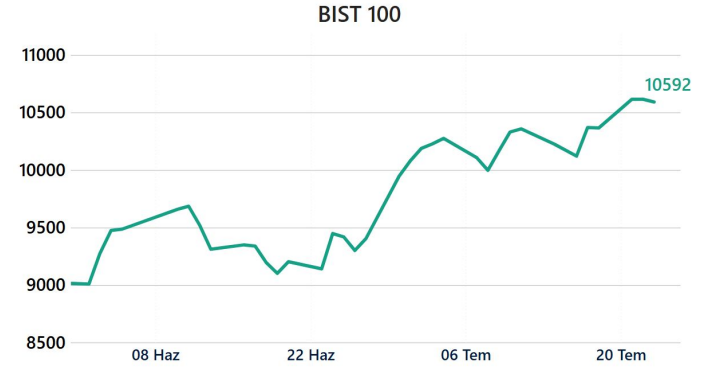
Kaynak: TDM

Genel olarak Mayıs verileri, Nisan'daki yavaşlamanın ardından piyasada kısmi bir toparlanma yaşandığını, ancak atıl işgücünün hâlâ yüksek seyrettiğini ortaya koyuyor. Yaklaşan turizm sezonu istihdamı kısa vadede destekleyebilir; bununla birlikte belirsiz dış talep koşulları ve yüksek finansman maliyetleri, kalıcı iyileşme için risk oluşturmaya devam ediyor.

Piyasalar

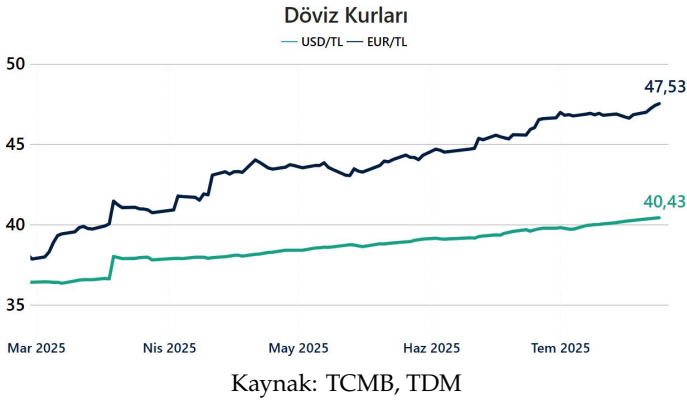
Piyasalara göz attığımızda, TÜİK'in "Finansal Yatırım Araçlarının Reel Getiri Oranları" raporuna göre, Haziran ayında aylık bazda yatırımcısına en yüksek reel kazancı sağlayan enstrüman Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ÜFE'ye göre %1,7, TÜFE'ye göre ise %2,8'lik artış gösterdi. Aynı dönemde Euro, brüt mevduat faizi ve külçe altın

reel olarak artıda kalırken; Amerikan Doları ve BIST 100 endeksi enflasyona yenik düştü ve yatırımcısına kaybettirdi. Temmuz ayına döndüğümüzde BIST 100 endeksi genel olarak ılımlı ve yukarı yönlü bir seyir izledi. Küresel piyasalardaki belirsizliklere rağmen pozitif eğilimini korudu. Bu durum yerli yatırımcı ilgisinin sürmesiyle ve iç dinamiklerin kısmen güçlü kalmasıyla açıklanabilir.

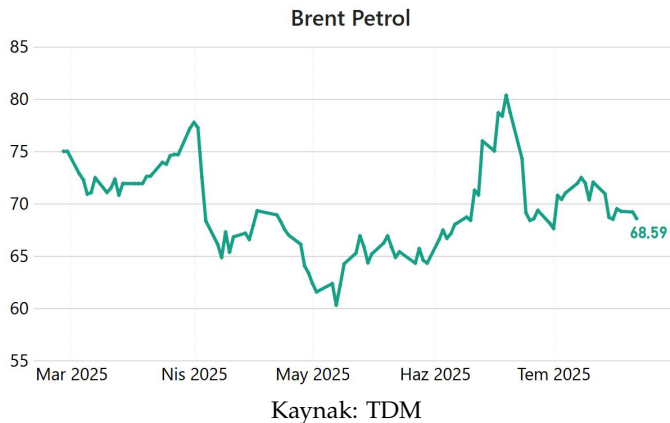


Kaynak: TDM

Türk Lirasının yabancı para birimleri karşısındaki performansına baktığımızda, Temmuz ayında döviz karşısında görece istikrarlı bir performans sergiledi. Dolar/TL kuru ay boyunca 40 TL civarında seyrederken önemli bir dalgalanma göstermedi. Euro/TL kuru da benzer şekilde 46-47 TL bandında kaldı. ABD dolarının küresel olarak bir miktar güç kazanması ve ECB'nin ek gevşeme olasılığına dair tartışmalar kısa vadede euro üzerinde baskı unsuru olarak öne çıktı. Bununla birlikte Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin Temmuz 2025 Piyasa Katılımcıları Anketi'nin döviz kuru beklentilerinde ufak bir yukarı revizyon görüldü. Katılımcılar yıl sonu Dolar/TL kurunu 43,72 olarak tahmin ettiler (önceki ankette 43,57 TL). 12 ay sonrasına yönelik dolar kuru beklentisi de 47,04 seviyesinden 47,70 TL seviyesine çıktı. Bunun yanı sıra anket sonuçları, faizlerde piyasanın yılın ikinci yarısında düşüş öngördüğünü gösterdi. Katılımcıların BİST Repo ve Ters-Repo Pazarı'nda oluşan cari ay sonu gecelik faiz oranı beklentisi bir önceki anket döneminde yüzde 46,21, bu anket döneminde yüzde 43,31 olarak tahmin edildi. 14-17 Haziran tarihleri arasında gerçekleştirilen ankette, TCMB'nin bir sonraki Para Politikası Kurulu toplantısı için katılımcıların politika faizi beklentisi de %43,29 olarak hesaplanmıştı. Nitekim, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 24 Temmuz'da gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizini 300 baz puan indirerek %43,0 seviyesine çekti. Toplantı sonucunda, bir hafta vadeli repo faizi %43,0'a indirilirken; gecelik borçlanma ve borç verme oranları sırasıyla %41,50 ve %46,0 seviyelerine düşürüldü. Bu şartlar altında döviz kurlarının yılın ikinci yarısında da yukarı yönlü ılımlı bir patikada devam edebileceği yorumu yapılabilir.

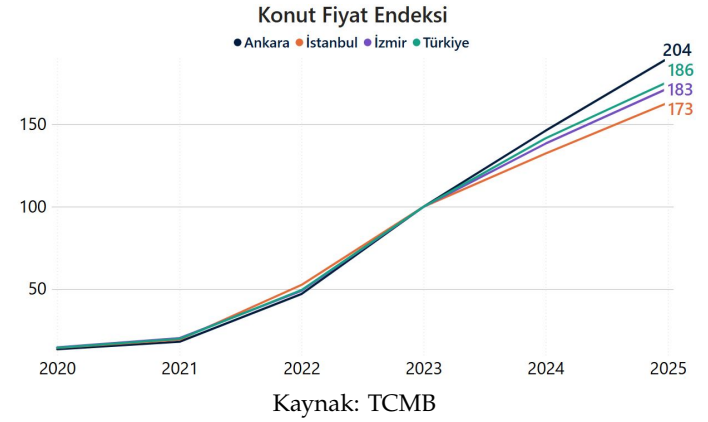


Temmuz'da Brent petrol piyasasının merkezinde, jeopolitik risklerle üretim politikaları arasındaki denge arayışı vardı. Ayın başında OPEC+ koalisyonu, gönüllü arz kısıtlamalarının büyük kısmını Ağustos'tan itibaren aşamalı olarak geri çekeceğini açıkladı. Karar, arz tarafında daha önceki sıkılaştırma sürecinin belirgin ölçüde gevşetileceği mesajını vererek fiyatlar üzerinde hafif aşağı yönlü baskı oluşturdu. Öte yandan, Uluslararası Enerji Ajansı'nın (IEA) Temmuz Petrol Piyasası Raporu küresel talep artışının uzun yılların en zayıf temposuna gerilediğini, buna karşın özellikle Orta Doğu merkezli üretimin hızlandığını vurguladı. Rapor; arz tarafındaki bu toparlanmanın, talepteki sönük seyirle birleşince Brent üzerinde orta vadede daha "rahat" bir denge yaratabileceğine işaret ediyor. Haziran ortasında İsrail'in İran'a yönelik kapsamlı hava saldırıları da piyasanın kısa süreli "jeopolitik prim" eklemesine yol açtı. Ancak ateşkes haberleriyle tansiyon hızla düşerken, Brent fiyatları önceki dalgalanma bandına geri çekildi; jeopolitik etkinin kalıcı olamadığı görüldü. Talep tarafında en dikkat çekici unsur, Çin'in yavaşlayan tüketim iştahı oldu. OPEC'in yayımladığı son uzun vadeli görünümde, 2026 sonrası küresel talep projeksiyonlarının aşağı yönlü revize edilmesinin ana gerekçesi olarak da bu zayıflama öne çıkıyor. İçinde bulunduğumuz ay itibarıyla 68-70 dolar bandında dalgalanmasını sürdürüyor.



TÜİK verilerine göre ülkemizde konut piyasası Haziran 2025'te yıllık %35,8 artışla 107.723 adet satışa ulaştı; yılın ilk yarısında kümülatif satış 691.893'e çıkarak %26,9 yükseldi. Satışların yalnızca %13,4'ü (14.484 adet) ipotekli gerçekleşirken, kalan kısmı peşin veya senetle yapıldı. İlk

el payı %31,2'de kalırken (33.569 adet) ikinci el satışlar 74.154 adet seviyesinde gerçekleşti. Yabancılar yapılan satışlar 1.565 adetle toplamın %1,5'i oldu. Yabancı payı Ocak-Haziran döneminde ise 9.354 adetle yıllık %10,6 geriledi.



Fiyat cephesinde, Haziran ayında Konut Fiyat Endeksi aylık %2,0, yıllık nominal %32,8 arttı ancak TÜFE'ye göre reel olarak %1,7 düştü; İstanbul, Ankara ve İzmir'de yıllık artış sırasıyla %32,7, %42,1 ve %31,8 olarak kaydedildi. Hacimdeki güçlü toparlanmaya karşın reel fiyatlardaki ivme kaybı, sıkı kredi koşulları ve zayıflayan yabancı talep piyasada dengelenme eğilimine işaret ediyor.

Stratejik Araştırma ve Geliştirme

- **Mesut Polat / Strateji Grup Müdürü**
mesut.polat@kuveytturk.com.tr
- **Hüseyin Yusuf Akşamoğlu / Strateji Planlama ve Kurumsal Performans Yönetimi Müdürü**
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
- **A. Arda Dalseçkin**
ali.dalseckin@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.



KUVEYTTÜRK

EKONOMİ BÜLTENİ

TEMMUZ 2025