



KUVEYTTÜRK

EKONOMİ BÜLTENİ

EYLÜL
2025



Öne Çıkanlar

Küresel Ekonomi: İlımlı Büyüme, Temkinli Faiz İndirimleri

2025'in son çeyreğine girerken küresel büyüme ılımlı bir seyir izliyor. FED Eylül'de 25 baz puanlık faiz indirimiyle politika aralığını %4,00-4,25'e çekerken, ECB ve BoE faizleri sabit tuttu. Japonya Merkez Bankası politika faizini korudu ancak geleceğe dönük sıkılaşma sinyalleri verdi. Çin'de ise kredi faiz oranları değişmedi. Para politikalarında bu temkinli yaklaşım sürerken, ticaretteki belirsizlikler küresel görünümün kırılganlığını artırıyor.

Enflasyonda Yavaşlama Sinyali, Gıda ve Hizmette Kalıcı Baskı

Ağustos'ta TÜFE aylık %2,04 artarken yıllık enflasyon %32,95'e geriledi. Çekirdek göstergelerde düşüş gözlenirse de hizmet ve kira enflasyonu yüksek seyrini koruyor. Gıda fiyatlarındaki artış enflasyona en fazla katkıyı yaparken, ÜFE'deki aylık %2,48'lik yükseliş tüketici fiyatlarına geçişkenlik riskini artırıyor. OVP hedefleri dezenflasyon patikasını desteklerken, gıda ve hizmet kaynaklı riskler yukarı yönlü baskı oluşturmaya sürdürüyor.

Yüksek Faize Rağmen Dayanıklı Büyüme

2025 yılının 2. çeyreğinde Türkiye ekonomisi %4,8 büyüyerek piyasa beklentilerini aştı. Büyümeye en güçlü katkıyı özel tüketim ve yatırımlar sağlarken, kamu harcamaları ve net ihracat negatif etki yaptı. Sanayi %6,1, inşaat %10,9, hizmetler %5,2 büyürken tarım geriledi. OVP'de yıl sonu büyüme hedefi %3,3'e çekilirken, iç talebin güçlü seyri ve yatırımların artışı ekonomik dayanıklılığı öne çıkardı.

Bütçede Fazla, Vergide Güçlü Artış; Disiplin Sürerken Faiz Baskısı Yüksek

Ağustos'ta merkezi yönetim bütçesi 97,7 milyar TL fazla verirken, faiz dışı denge ise 276,4 milyar TL olarak gerçekleşti. Gelirlerdeki güçlü artışla özellikle kurumlar vergisi öne çıkarken, giderlerde faiz kalemi yüksek seyrini korudu. Yılbaşından bu yana bütçe açığı 907,6 milyar TL'ye gerilerken, OVP'de yapılan revizyonlar daha temkinli bir mali görünümü işaret ediyor.

Cari Dengede Fazla, Turizmle Güçlü, Enerjiyle Kırılgan

Temmuz'da cari denge 1,77 milyar dolar fazla verirken, altın ve enerji hariç fazla 6,03 milyar dolar oldu. Hizmet gelirlerindeki güçlü turizm ve taşımacılık fazlaları enerji-altın kaynaklı açığı telafi etmeyi sürdürdü. Finansman tarafında portföy girişleri öne çıkarken, OVP'de cari açık/GSYH hedefi %2'den %1,4'e revize edildi. Yıl sonunda milli gelirin yaklaşık %1,3'üne denk gelen sınırlı bir açık öngörülmüyor.

İşsizlik Gerilerken Atıl İşgücü Yüksek Seyrediyor

Temmuz'da işsizlik oranı %8,0'e gerilerken işsiz sayısı 2,83 milyona indi. İstihdam sınırlı artış gösterse de işgücüne katılımın düşmesi gerilemede etkili oldu. Genç işsizlik %15'e gerilerken, atıl işgücü oranı %29,6 ile kısmi iyileşme

sergiledi. Ancak OVP'de de kendine yer bulan yüksek atıl işgücü seviyesi, istihdam kalitesindeki kırılganlıkların sürdürüğüne işaret ediyor.

Piyasalarda Seçici Getiri: Borsa Önde, TL Baskı Altında, Altın Güvenli Limanda

Ağustos'ta en yüksek reel getiri BIST 100'de görülürken, dolar ve euro yatırımcısına reel kayıp yaşattı; altın ise yıllık bazda öne çıktı. TCMB'nin faiz indirimi TL üzerinde baskı yaratırken dolar/TL 41, euro/TL ise 49 seviyelerine yaklaştı. Brent petrol fiyatları küresel talep zayıflığıyla gerilerken altın jeopolitik risklerle güvenli liman konumunu korudu. Konut satışları yıllık %6,8 arttı; fiyatlarda reel düşüş gözlenirken yabancılara satış zayıf kaldı.

Beklentiler

Küresel Ekonomi

2025'in son çeyreğinde küresel büyümenin ılımlı seyrini koruması, merkez bankalarının temkinli gevşeme adımlarını sürdürmesi beklenebilir. FED'in veriye bağlı yaklaşımı ve ECB'nin sabit duruşu önümüzdeki dönemde para politikalarında ihtiyatlı bir çizgiye işaret ediyor. Ancak ticaret politikalarındaki belirsizlikler, küresel büyüme görünümünü kırılgan tutmaya devam edecek; özellikle hizmetler ve dış ticaret kanalı risklerin ana belirleyicileri olacak.

Enflasyon

Yılın geri kalanında enflasyon görünümünün gıda ve hizmet kalemlerindeki katılıkla yukarı yönlü riskler barındırması, buna karşılık enerji fiyatları ve baz etkileriyle sınırlı aşağı yönlü destek görmesi beklenebilir. Üretici maliyetlerindeki artışın geçişkenliği politika duruşu ve talep koşullarıyla sınırlandırılabilir. OVP'deki dezenflasyon patikasıyla uyumlu olarak yıl sonu enflasyonunun %30 olarak gerçekleşmesini öngörüyoruz.

Büyüme Yılın geri kalanında büyümenin iç talep ve yatırımların desteğiyle görece güçlü seyrini koruması bekleniyor. Ancak sıkı para politikası ve ithalat kaynaklı cari denge baskısı büyüme üzerinde sınırlayıcı olmaya devam edecek. OVP'de aşağı revize edilen hedefler ve küresel kuruluşların temkinli iyileştirmeleri, dezenflasyon sürecinin büyümeyi kademeli olarak yavaşlatacağına işaret ediyor. Enerji fiyatlarındaki gevşeme ve parasal koşullardaki olası iyileşmeler ise yılın ikinci yarısında daha dengeli bir görünümü destekleyebilir.

Bütçe

Yılın geri kalanında bütçede gelir artışının özellikle vergi performansı ile güçlü seyretmesi beklenirken, yüksek faiz giderleri maliyet baskısını sürdürecektir. OVP'deki yukarı yönlü revizyon, maliye politikası tarafında daha temkinli bir patikaya işaret ediyor. Faiz dışı disiplinin korunması ve parasal koşullardaki olası iyileşmelerle bütçe açığının yönetilebilir düzeyde kalması öngörülmektedir.

Cari Denge ve Finansman

Yılın geri kalanında cari dengede turizm gelirlerinin ve görece düşük seyreden enerji fiyatlarının destekleyici olması bekleniyor. Finansman tarafında portföy girişlerinin sürmesi ödemeler dengesine katkı sağlarken, jeopolitik riskler enerji fiyatları üzerinden kırılabilirlik yaratabilir. OVP'de revize edilen hedeflerle uyumlu şekilde daha önce de bültenlerimizde yer verdiğimiz üzere yıl sonunda milli gelirin yaklaşık %1,3'üne denk gelen sınırlı bir cari açık öngörüyoruz.

İşgücü Piyasaları

Yılın kalanında işsizlik oranının görece düşük seviyelerde kalması ancak katılım oranındaki toparlanmanın istihdamdaki kazanımların kalıcılığı açısından kritik olması beklenebilir. Atıl işgücü oranındaki yüksek seviye, verimlilik artışı ve kaliteli istihdam ihtiyacını öne çıkarıyor. Politika yapımcıların OVP'de vurguladığı şekilde katılımın desteklenmesi ve genç ile kadın istihdamındaki yapısal farkların azaltılması önümüzdeki dönemin olası gündemlerini oluşturacak.

Piyasa Görünümü

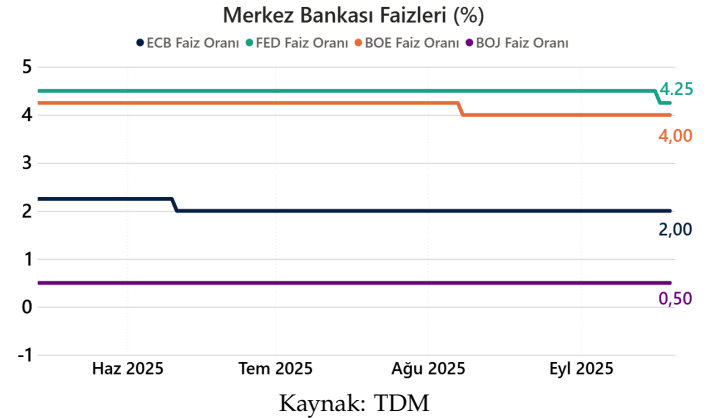
Önümüzdeki dönemde finansal piyasalarda, faiz indirimi patikasıyla beraber borsanın güçlü seyretmesi, altının küresel riskler nedeniyle güvenli liman talebinden destek bulması beklenebilir. TL üzerinde gevşeyen para politikası ve yüksek enflasyonun baskısı sürebilir; kurda kademeli artış patikasının devamını öngörüyoruz. Brent petrol fiyatlarında zayıf talep kaynaklı düşüş eğilimi korunurken konut piyasasında satışlardaki artışa rağmen reel fiyatların baskı altında kalmaya devam etmesi muhtemel görünüyor.

Dünya Ekonomisi

2025'in son çeyreğine girerken küresel büyüme ılımlı bir seyir izliyor. Birleşmiş Milletler'in Dünya Ekonomik Durumu ve Beklentiler güncellemesi, küresel GSYH artışının 2025 ve 2026'da %2,5 civarında kalacağını; bunun pandemi öncesi ortalama olan %3,2'lik büyümenin altında kaldığını vurguluyor. S&P Global'in Eylül güncellemesi ise 2025-27 dönemine ilişkin küresel reel GSYH büyüme tahminlerinde büyük bir değişiklik olmadığını, ancak ülkeler arasında farklılıkların arttığını ortaya koyuyor. ABD, Japonya, Birleşik Krallık, Brezilya ve Hindistan için tahminler yukarı yönlü revize edilirken; Kanada, Almanya ve Rusya için aşağı yönlü revizyonlar yapıldı. Öte yandan, ihracat siparişlerinin hâlâ eşik değerin altında olması güvenin kırılma kaldığını gösteriyor.

Bu tablo, merkez bankalarını da temkinli ancak kademeli bir gevşeme çizgisine yönlendiriyor. ABD'de Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC), 17 Eylül toplantısında federal fon hedef aralığını %4,00-4,25'e çekerek 25 baz puanlık bir faiz indirimi yaptı ve ileriye dönük olarak veriye bağlı yaklaşımını yineledi. FED'in DSGE modeline göre ABD ekonomisi, 2025'te beklenenden güçlü bir seyir izleyecek; çekirdek PCE enflasyonu önceki tahminin altında kalacak. Model aynı zamanda, tarifelerin etkilerinin öngörülenden

daha sınırlı olacağına işaret ediyor. Avrupa cephesinde ise Avrupa Merkez Bankası (ECB), 11 Eylül toplantısında faiz oranlarını değiştirmede. Mevduat oranı %2, ana refinansman oranı %2,15, marjinal borç verme oranı %2,4 düzeyinde bırakıldı. ECB, enflasyonun 2025'te ortalama %2,1, 2026'da %1,7 ve 2027'de %1,9 olmasını; büyümenin ise 2025'te %1,2'ye yükselmesini öngörüyor. İngiltere Merkez Bankası (BoE) de politika faizini %4 seviyesinde sabit tuttu. Ancak iki üye faiz indiriminden yana oy kullandı. Banka, enflasyonun 2025'in son çeyreğinde %4'ün üzerine çıkabileceğini, ancak 2027 ortasında %2 hedefine ineceğini tahmin ediyor. Asya'da Japonya Merkez Bankası (BoJ) politika faizini %0,5 seviyesinde tutarken, uzun süredir devam eden ETF ve REIT alımlarını sonlandıracağını açıkladı. İki kurul üyesinin faiz artışı yönünde oy kullanması ise geleceğe dönük sıkılaşma beklentilerini güçlendirdi. Banka ayrıca, ABD tarifelerinin Japon üreticilerin kârlarını zayıflatabileceğini, ancak daha fazla veri gerektiğini belirtti. Çin Merkez Bankası (PBOC) ise toplantısında gösterge kredi faiz oranlarını değiştirmede: bir yıllık kredi prime oranı (LPR) %3, beş yıllık LPR ise %3,5 seviyesinde sabit kaldı. Kısa vadeli politika faizlerinde de herhangi bir değişiklik yapılmadı. Çin'de Ağustos ayında sanayi üretimi yıllık %5,2 artarken, perakende satışlar %3,4 ile zayıf bir görünüm sergilemişti.



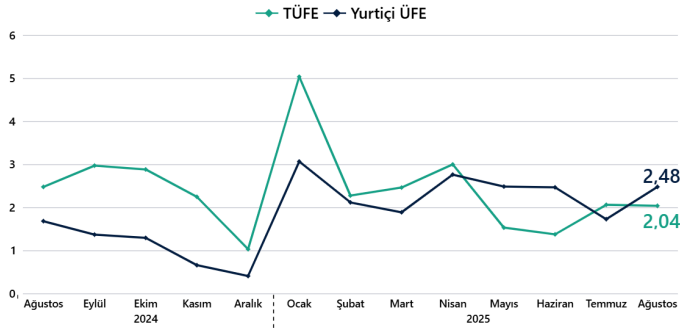
Küresel ticaret tarafında ise belirsizlikler öne çıkıyor. Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) tarafından yayımlanan Eylül 2025 Küresel Ticaret Güncellemesi, ticaret politikasındaki dalgalanmaların küresel istikrarsızlığın temel kaynağı olduğunu belirtiyor. Rapora göre, aniden değişen tarifeler, sübvansiyonlar veya kısıtlamalar tedarik zincirlerini bozuyor; şirketleri yüksek stok tutmaya ve maliyetli önlemler almaya zorluyor. Bu durum yatırım ve ticaret akışlarını olumsuz etkiliyor. "Front-loading" olarak bilinen, tarifeler yürürlüğe girmeden önce sevkiyatların hızlandırılması eğilimi, 2025'in ilk çeyreğinde ABD ithalatının yaklaşık %10 artmasına, ardından ikinci çeyrekte sert düşmesine yol açtı. UNCTAD, belirsizliğin azaltılması için politika değişikliklerinin önceden duyurulmasını, veri odaklı ve öngörülebilir ticaret önlemleri geliştirilmesini ve pazar çeşitlendirmesinin teşvik edilmesini öneriyor. Sonuç olarak, küresel ekonomi 2025'in son çeyreğine girerken zayıf fakat istikrarlı bir büyüme eğilimi sergiliyor. Para

politikalarında temkinli gevşeme adımları öne çıkarken, ticaret politikalarındaki belirsizlikler küresel görünümün kırılgan kalmasına neden oluyor.

Enflasyon

TÜFE, Ağustos ayında piyasa beklentilerinin üzerinde aylık %2,04 artarken yıllık oran baz etkisiyle %32,95'e gerilemiştir. Mevsimsellikten arındırılmış göstergeler, manşet enflasyon eğiliminde sınırlı bir yavaşlamaya işaret ederken, çekirdek göstergelerden B endeksi yıllık %32,71'e, C endeksi %33,00'e inmiştir. Böylece aylık görünümde sınırlı hızlanma olsa da yıllık tarafta düşüş eğilimi korunmuştur. ÜFE tarafında ise aylık %2,48'lik artışla yıllık oran %25,16'ya yükselmiş, üretici fiyatlarındaki bu hareketin tüketici fiyatlarına yansımaya kanalları önümüzdeki dönemde izlenmeye devam edecektir.

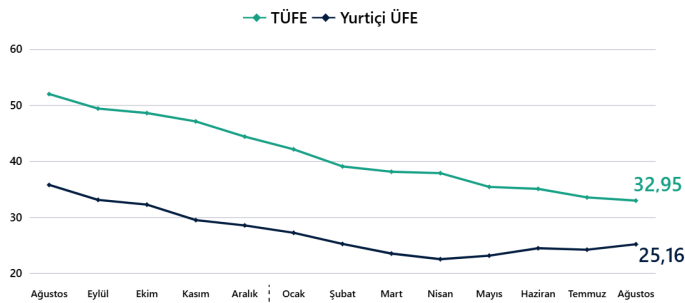
TÜFE ve Yurt İçi ÜFE (aylık değişim, %)



Kaynak: TÜİK, TDM

Geçtiğimiz bültenimizde gıda fiyatlarında artış yaşanabileceğine değinilmişti, Ağustos ayına ait gerçekleştirmeler de bu öngörüyle destekleyerek enflasyona en yüksek katkının gıda ve alkolsüz içeceklerden geldiğini göstermiştir. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu aylık %3,02 ile belirgin artış göstermiştir. İşlenmemiş gıdada taze meyve-sebze ve et kaynaklı yükseliş, işlenmiş gıdada ise ekmek-tahıllar ile süt ürünlerindeki fiyatlanmalar öne çıkmıştır. Temel mallarda giyim-ayakkabıdaki mevsimsel düzeltmeye karşın dayanıklı mallarda sınırlı artış izlenmiştir. Hizmet tarafında aylık %2,65'lik artış devam ederken kira kalemi aylık %4,61 ile öne çıkmıştır. Bu bileşim, gıda kaynaklı baskının arttığı, enerji ve bazı temel mallarda ise görece ılımlı bir görünümün sürdüğü bir tabloya işaret etmektedir.

TÜFE ve Yurt İçi ÜFE (yıllık değişim, %)



Kaynak: TÜİK, TDM

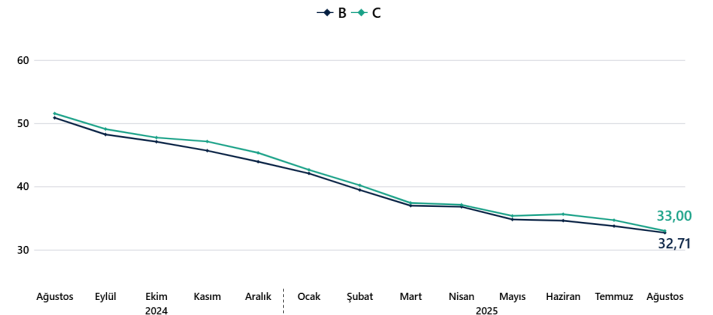
Üretici Fiyat Endeksi'ndeki (ÜFE) aylık %2,48'lik artışta enerji, tütün ve gıda imalatı belirleyici olmuştur. %6,39 ile en yüksek artışı gösteren ÜFE grubu olan enerjide ise; elektrik, gaz üretimi ve dağıtımdaki %10,09'luk artış etkili olmuştur. Üretici maliyetlerindeki bu hareketin kur gelişmeleri ile birlikte dayanıklı tüketim ve işlenmiş gıda başta olmak üzere tüketici fiyatlarına geçişkenliği, politika duruşu ve talep koşulları eşliğinde sınırlı kalabilir. Öte yandan emtia fiyatları, yönetilen-yönlendirilen kalemler ve ücret ayarlamaları bu dengeyi etkileyebilecek unsurlar olmaya devam etmektedir.

Ağustos 2025	Aylık	Yılbaşıdan Beri	Yıllık
TÜFE	2.04	21.5	32.95
Gıda ve alkolsüz içecekler	3.02	17.09	33.28
Alkollü içecekler ve tütün	6.04	24.66	29.71
Giyim ve ayakkabı	-0.71	-6.72	9.49
Konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar	2.66	37.67	53.27
Mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri	0.8	18.26	29.74
Sağlık	1.01	26.27	36.59
Ulaştırma	1.55	22.71	24.86
Haberleşme	1.46	13.3	20.61
Eğlence ve Kültür	1.48	17.36	26.16
Eğitim	2.07	40.33	60.91
Lokanta ve oteller	1.88	25.85	33.96
Çeşitli mal ve hizmetler	0.67	22.79	33.03
Çekirdek TÜFE: C endeksi	1.69	21.75	33
Yurtiçi ÜFE	2.48	20.62	25.16
Dayanıklı tüketim	1.26	21.57	30.22
Enerji	6.39	32.31	24.76
İmalat	1.78	18.77	24.73

Kaynak: TÜİK, TDM

Çekirdek enflasyon yıllık bazda gerilese de hizmet enflasyonundaki atalet ve kira kaleminin yüksek seyri, dezenflasyon sürecinde kırılganlıkları göstermektedir. Buna karşın gıda-dışı gruplarda yıllık yavaşlama, kur sepetindeki son dönemdeki görece ılımlı eğilim ve mal grubundaki sınırlı fiyat artışları ana eğilimi desteklemiştir.

Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (Yıllık Değişim, %)



Kaynak: TÜİK, TDM

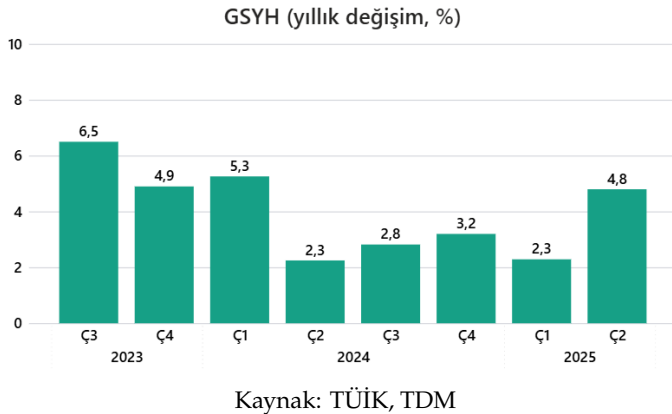
2026–2028 OVP hedefleri çerçevesinde, enflasyon patikası 2025 için %28,5, 2026 için %16, 2027 için %9 ve 2028 için %8 olarak şekillenirken büyüme projeksiyonları 2025–2027 dönemi için aşağı yönlü güncellenmiş, 2028

büyüme beklentisi %5 olarak belirlenmiştir. Büyüme hedeflerindeki aşağı yönlü revizyon, iç talebi daha ılımlı bir patikaya yönlendirerek dezenflasyona destek verecek şekilde politika bileşiminin sıkılık derecesinin korunacağına işaret etmektedir. Hizmet ve gıda kanallarındaki katılık ile yönetilen-yönlendirilen fiyatlar ve maliyet unsurlarına bağlı risklerin enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaya devam ettiği değerlendirilmektedir.

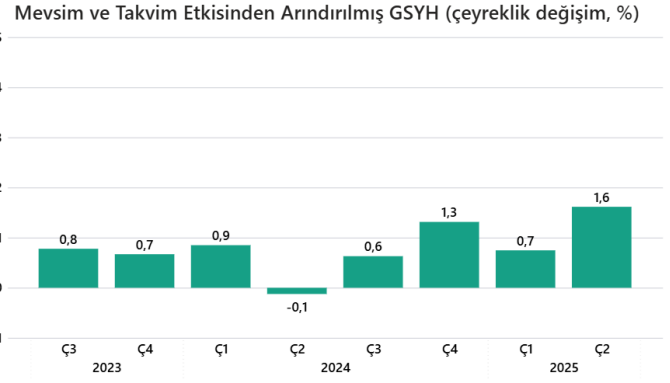
Tüm bu gelişmelerin ışığında yılın geri kalanında, gıdada hava koşulları ve arz tarafı gelişmeleri, emtia fiyatları, kur oynaklığı, ücret ve yönetilen-yönlendirilen fiyat ayarlamaları ile talep koşulları enflasyon görünümü açısından belirleyici olacaktır. Eylül ayı özelinde okulların yeni açılması sebebiyle eğitim kaleminde kayda değer bir yükseliş muhtemeldir. Öte yandan, Trump'ın Hindistan ve Türkiye gibi Rusya'dan petrol ve doğalgaz alan ülkelere karşı ek tarife koyma gündemi, önümüzdeki aylarda enerji kalemi üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Bu çerçevede, yılbaşından bu yana olduğu gibi, 2025 sonu enflasyon tahminimizi %30 düzeyinde koruyoruz.

Büyüme

2025 yılı 2. çeyrekte Türkiye ekonomisi, bir önceki yılın aynı dönemine göre %4,8 büyüyerek piyasa beklentisi %3,87'nin üzerinde bir performans sergilemiştir.



Bu oran, ekonominin özellikle hizmet ve tüketim kanallarının yüksek faiz ve oynak küresel konjonktüre karşı dayanıklı olduğunu göstermiştir. Mevsimsellikten arındırılmış büyüme %1,6 seviyesinde gerçekleşirken yıllıklandırılmış nominal GSYH 1,47 trilyon dolar seviyesine yükselmiştir.



Kaynak: TÜİK, TDM

Harcama yöntemine göre bakıldığında büyümeye en çok katkısı 2,71 puanlık katkıyla özel tüketimin (yıllık artış %5,1) yaptığı görülmektedir. Bu kalemdaki katkının önceki çeyreğe göre artış göstermesi, yurtiçi yerleşik hanehalklarının yüksek faiz ortamında dahi alım güçlerini kısmen de olsa muhafaza ettiklerine işaret etmektedir. Yatırım (yıllık artış %8,8) ve stok değişiminin katkıları sırasıyla 2,74 ve 1,98 puan olarak güçlü profil sergilemektedir. Kamu harcamaları (yıllık artış %5,2) ise büyüme üzerinde -0,76 puanlık bir etki bırakarak sıkı mali politikanın ekonomi üzerindeki negatif etkilerini göstermiştir. Aynı şekilde net ihracatın büyüme üzerindeki etkisi -1,85 olarak hanehalkının tüketimindeki artışın bir kısmının ithalata kanalize olduğunu göstermiştir.

GSYH Büyümesi (Harcama Yöntemiyle)		Yıllık Değişim
İç Talep		
Tüketim		
Yerleşik hanehalklarının tüketimi		5.12
Devletin Nihai Tüketim Harcamaları		-5.15
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu		8.75
İnşaat		11.58
Makine ve teçhizat		9.25
Diğer aktifler		-6.31
Dış Talep		
Mal ve Hizmet İhracatı		1.73
Mal ve Hizmet İthalatı (-)		8.83
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla		4.8

Kaynak: TÜİK, TDM

Üretim yöntemine göre bakıldığında ise tarım %3,5 küçülerek 1. çeyrekteki negatif trendini sürdürürken diğer sektörlerde kayda değer büyümeler gözlemlenmiştir. Özellikle sanayi sektörü son 4 çeyrekteki negatif-sıfıra yakın büyüme trendinden çıkarak 2. çeyrekte %6,1 büyümüştür. Yine aynı şekilde inşaat sektörü de son 4 çeyreklik temposunu muhafaza ederek %10,9 büyüme kaydetmiştir. Hizmet sektörü ise %5,2 büyüyerek artış trendini devam ettirmiştir.

GSYH Büyümesi (Üretim Yöntemiyle)	Yıllık Değişim
Tarım, Ormancılık ve Balıkçılık	-3.49
Sanayi	6.08
sak: İmalat Sanayii	6.99
İnşaat	10.94
Hizmetler	5.6
Bilgi ve İletişim	7.09
Finans ve Sigorta Faaliyetleri	2.62
Gayrimenkul Faaliyetleri	2.59
Mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri	5.39
Kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri	-1.21
Diğer hizmet faaliyetleri	2.12
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	4.8

Kaynak: TÜİK, TDM

Bu ay yayınlanan 2026-2028 OVP dokümanında 2025 sonu büyüme hedefi %4'ten %3,3'e revize edilmiştir. Söz konusu revize, politika yapıcılarının dezenflasyon sürecinin başlangıçta beklenenden daha uzun sürmesi sebebiyle sıkı para koşullarının büyüme üzerindeki aşağı yönlü baskısına dikkat çekmiştir. Öte yandan OECD de 2025 büyümesi için tahminini %2,9'dan %3,2'ye çekmiştir.

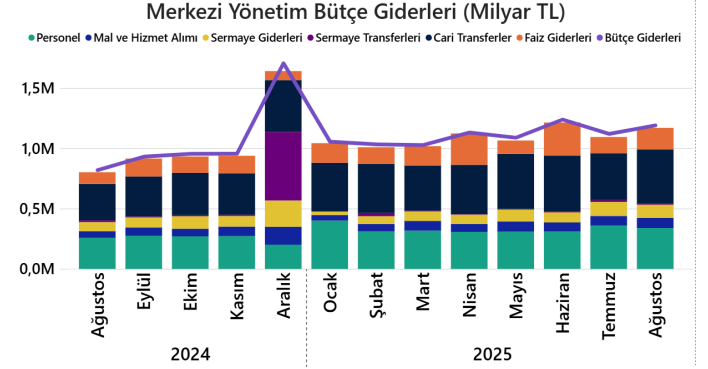
Makroekonomik görünüm açısından, ikinci çeyrek verileri ekonomik canlılığın yüksek faiz ortamında bile özellikle güçlü iç tüketim talebi sayesinde korunduğunu göstermektedir. Aynı şekilde yatırımların ve stokların artışı, ekonomik aktörlerin mevcut canlılığın önümüzdeki çeyreklerde kısmen de olsa devam edeceğini beklediğini göstermektedir. Öte yandan güçlü iç tüketim talebi ithalatı körükleyerek ödemeler dengesi açısından risk teşkil etmektedir. Yine de küresel enerji fiyatlarındaki gevşeme eğilimi ve enflasyondaki muhtemel düşüşle birlikte başlayacak olan parasal koşullardaki iyileşme ihtimali, önümüzdeki çeyreklerin ekonomik görünümleri için temkinli iyimser projeksiyonlara temel oluşturmaktadır.

Bütçe

Ağustos ayında merkezi yönetim bütçesi, önceki aya kıyasla giderler yatay seyrederken gelirlerdeki artış sebebiyle 96,71 milyar TL fazla verdi. Faiz dışı fazla ise 276,44 milyar TL'ye yükseldi. Böylelikle Ağustos ayı, 2025 yılı içerisinde Mayıs'tan sonra bütçe fazlası verilen 2. ay oldu. Yılbaşından beri açık, 907,64 milyar TL'ye gerilerken faiz dışı denge 518,24 milyar TL seviyesinde gerçekleşti.

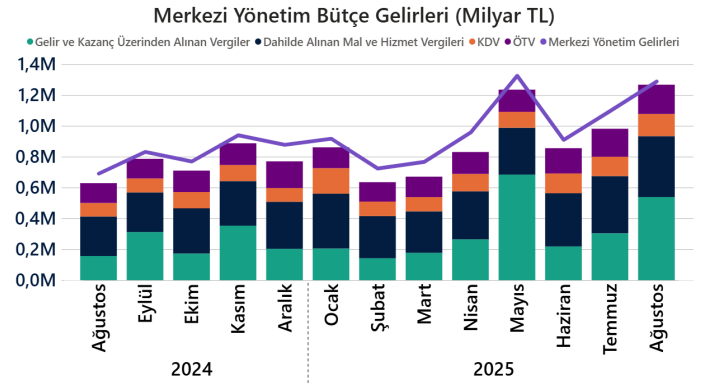
Faiz dışı giderlerde bütçe disiplini korunmaya devam ediyor: Personel ve SGK giderleri sırasıyla 303,08 ve 36,62 milyar TL gerçekleşerek yıllık %31,9 ve %30,3 artışla enflasyona paralel bir seyir izledi. Öte yandan cari transferler ve mal & hizmet alım giderleri sırasıyla 449,36 ve 83,31 milyar TL gerçekleşirken yıllık artışları %48,8 ve %49,9 oldu. Genel faiz dışı giderler yıllık %39,9'luk bir artışla 1.011,64 milyar TL seviyesi ile görece ılımlı bir yükseliş trendi seyrederken faiz giderleri önceki yıla göre %85,2 artarak 179,73 milyar TL oldu. Böylelikle Ağustos ayında merkezi bütçe giderleri 1.191,37 milyar TL gerçekleşerek yıllık %45,2 artış gösterdi. Enflasyonla mücadele kapsamında izlenen sıkı para politikasının kamu borçlanma ve maliyesi üzerindeki yıkıcı etkisi gözlemlenebilmekte ve enflasyonla

mücadelenin sadece fiyat istikrarı açısından değil aynı zamanda kamu maliyesinin sağlığı açısından da hayati bir öneme sahip olduğu görülmektedir.



Kaynak: HMB, TDM

Gelirlerde ise güçlü artış trendi muhafaza edildi. Ağustos ayında bütçe gelirleri yıllık %86,5 artarak 1.288,07 milyar TL gerçekleşti. Bu artışın temel lokomotifleri ise, geçen yıla göre %99,5 artarak 1.150,4 milyar TL seviyesine ulaşan vergi gelirleri oldu. Gelir vergisi %80,7 artarak 245,92 milyar TL oldu. Dahilde ve ithalde alınan KDV'ler ile ÖTV sırasıyla 144,11, 138,73 ve 189,46 milyar TL seviyelerinde gerçekleşerek yıllık %64,1, %26,7 ve %47,8 artış gösterdiler. Vergi gelirlerindeki yükseliş içinde en çok dikkat çeken ise, kurumlar vergisi kalemi oldu: 2024 Ağustos'ta 20,44 milyar TL olan kurumlar vergisi, geçtiğimiz ayda yaklaşık 13 kat artarak 292,9 milyar TL oldu. Geçen seneki bazın görece düşük olması, artan vergi oranları ve daha sıkı denetimler bu artışta rol oynadı.



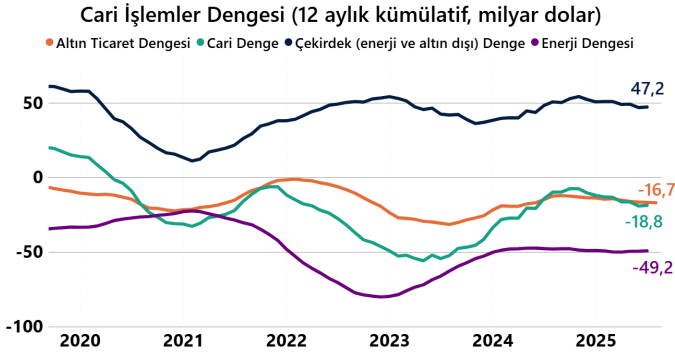
Kaynak: HMB, TDM

2024 Eylül'de yayınlanan 2025-2027 OVP'sinde 1,93 trilyon TL olarak hedeflenen 2025 yılı bütçe açığı, bu yıl Eylül'de yayınlanan 2026-2028 OVP'sinde 2,21 trilyon TL'ye revize edildi. Sözü edilen revize, devletin projeksiyonlarında daha temkinli bir yaklaşım sergilediğine işaret etmektedir. Mevcut patikasında bütçe gerçekleştirmeleri, sıkı disiplin altında yönetilen faiz dışı denge ve yüksek faiz sebebiyle maliyetli borçlanmadan doğan yüksek faiz giderleri görünümünü sürdürmektedir. Mali disiplinin devamı ve parasal koşullardaki muhtemel iyileşmeler sonucunda geçtiğimiz yıla ait OVP'nin iyimser hedefleri dahi halen ulaşılabilir düzeydedir.

Ödemeler Dengesi

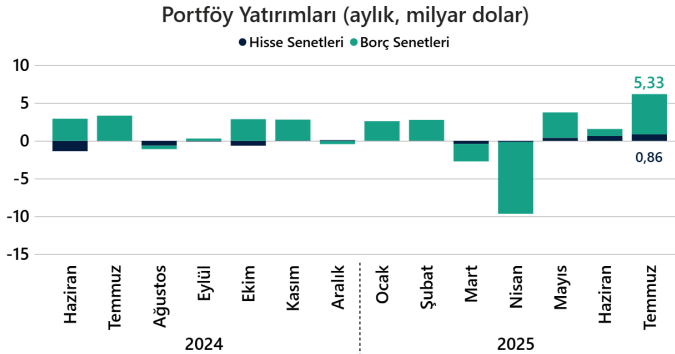
TCMB tarafından yayınlanan temmuz ayına yönelik veriler cari dengedeki düzeltilmeleri gösterdi. Aylık bazda cari fazla 1,77 milyar dolar olurken altın ve enerji dışı denge 6,03 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Yıllıklandırılmış açık 18,79 milyar dolar oldu.

Temmuz ayında mal ihracat & ithalat dengesi 4,64 milyar dolar açık verirken bunun 4,26 milyarı enerji ve altın net ithalatından kaynaklandı. Aynı şekilde hizmetler dengesi 8,02 milyar dolar fazla verirken net turizm ve taşımacılık fazlaları sırasıyla 6,21 ve 2,42 milyar dolar oldu. Böylelikle enerji ve altın kaynaklı mal dengesi açığının turizm ve taşımacılık kaynaklı hizmetler dengesi fazlası ile kapatılması genel trendi korunmuş oldu.



Kaynak: TCMB, TDM

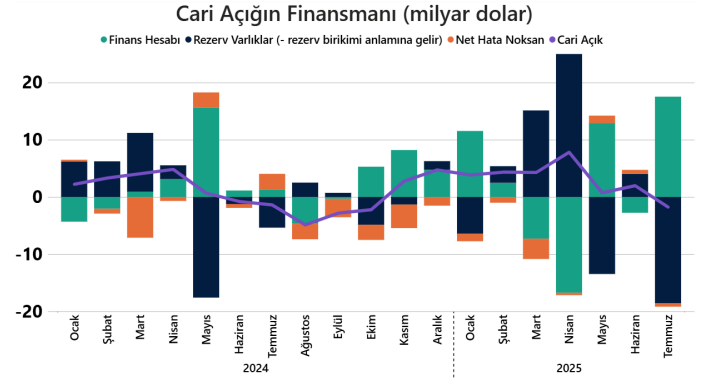
Turizm fazlası, bir süredir enerji + altından kaynaklı açığı kapatmaktadır. Bu durum ödemeler dengesi açısından olumlu olmakla birlikte ülkenin bölgedeki seyahat atmosferini negatif etkileyip enerji fiyatlarını yükseltecek herhangi bir jeopolitik krize karşı kırılganlığını çoklamaktadır. Mevcut İsrail-Filistin ve İsrail-İran gerilimleri henüz bu türden bir tepkimeye sebep olmamakla birlikte bölgesel riskler ciddiyetini muhafaza etmektedir. Bu parantezi akılda tutmakla beraber cari dengedeki genel eğilimin özellikle turizm ve düşük seyreden enerji fiyatları sayesinde pozitif olduğu gözükmemektedir.



Kaynak: TCMB, TDM

Finansal tarafta ise görece güçlü girişler tablosu muhafaza edildi. Ağustos ayında net doğrudan yatırımlar 1,22 milyar dolar olurken net portföy girişleri 5,1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Portföy girişlerinde borçlanma

senedi ağırlığı muhafaza edilirken efektif & mevduat ve krediler kanallarında sırasıyla net 8,82 ve 3,06 milyar dolar giriş oldu. Net hata noksan ise 0,58 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti.

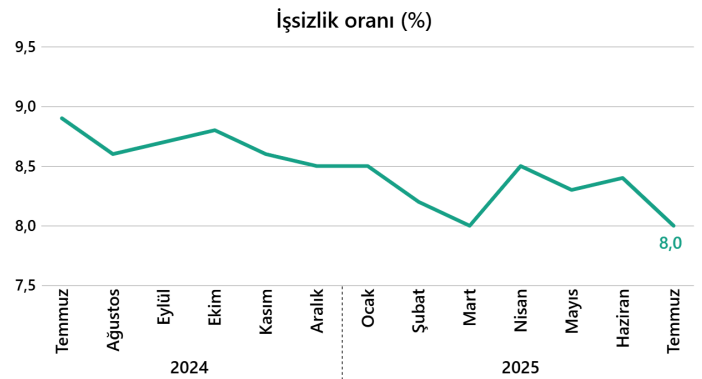


Kaynak: TCMB, TDM

Özellikle enerji fiyatlarındaki gevşeme ve genel görünümdeki iyileşmeler sebebiyle geçtiğimiz sene 2025-2027 OVP'sinde %2 olarak belirlenen 2025 sonu cari açık/GSYH hedefi, bu ay yayınlanan 2026-2028 OVP'sinde %1,4 olacak şekilde revize edilmiştir. Yıl sonunda milli gelirin yaklaşık %1,3'üne (yaklaşık 20 milyar dolar) denk gelen kontrollü bir cari açık beklentimizi korumaktayız.

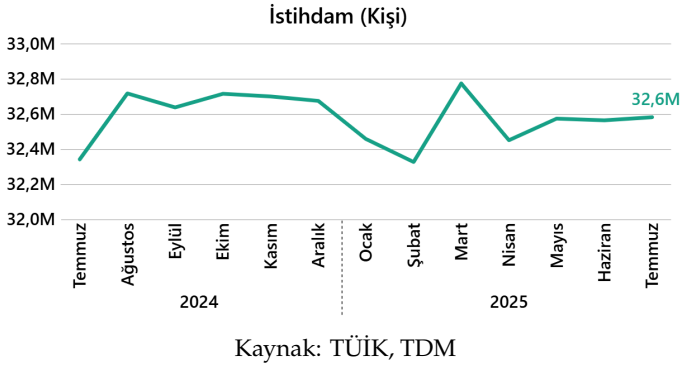
İşgücü Piyasaları

TÜİK'in Hanehalkı İşgücü Araştırması'na göre mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı geçtiğimiz aya kıyasla 0,4 puan azalarak %8'e geriledi; işsiz sayısı 164 bin düşüşle 2 milyon 828 bin kişi oldu. Oran erkeklerde %6,5, kadınlarda %10,9 seviyesinde gerçekleşti. İstihdam edilenlerin sayısı 18 bin artışla 32 milyon 582 bin kişiye yükselirken istihdam oranı %49,1 ile yatay seyretti (erkek %66,1, kadın %32,4).

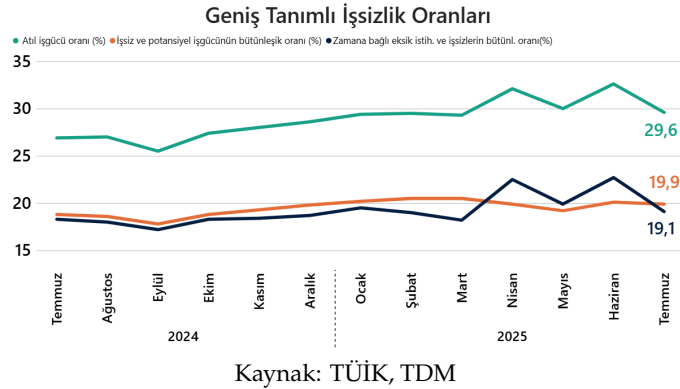


Kaynak: TÜİK, TDM

Buna karşılık işgücü 146 bin kişi azalarak 35 milyon 410 bin kişiye indi ve işgücüne katılma oranı 0,3 puan düşüşle %53,3 oldu (erkek %70,6, kadın %36,4). Bu birlikte okunduğunda, manşet işsizlikteki gerilemenin istihdamdaki sınırlı artışa ek olarak katılım düşüşünden de beslendiği görülüyor.



Geniş tanımlı işsizliği de içeren atıl işgücü oranı 3,1 puan düşüşle %29,6'ya geriledi; tamamlayıcı göstergelerden "zamana bağlı eksik istihdam + işsiz" bütünleşik oranı %19,1, "işsiz + potansiyel işgücü" bütünleşik oranı %19,9 olarak hesaplandı. Bu görünüm, yalnızca manşet işsizlikte değil, işgücü piyasasının kapasite kullanımını yansıtan cephelerde de kısmen iyileşmeye işaret ediyor. Haziran ayında %32,7 ile verinin yayımlanmaya başladığı 2014 yılından beri en yüksek seviyeyi görerek istihdamın kalitesine dair olumsuz sinyaller veren atıl işgücü oranı, Eylül ayı içerisinde açıklanan Orta Vadeli Program'da da odaklanılması gereken bir kalem olarak yer almış ve politika yapıcılar tarafından da hem dünya hem de ülkemizdeki kötü gidişat vurgulanmıştır. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış haftalık fiili çalışma süresi 1,2 saat artarak 42,6 saate çıktı; bu durum dönemsel faaliyetlerde yaz aylarıyla birlikte canlanma sinyali olarak değerlendirilebilir.

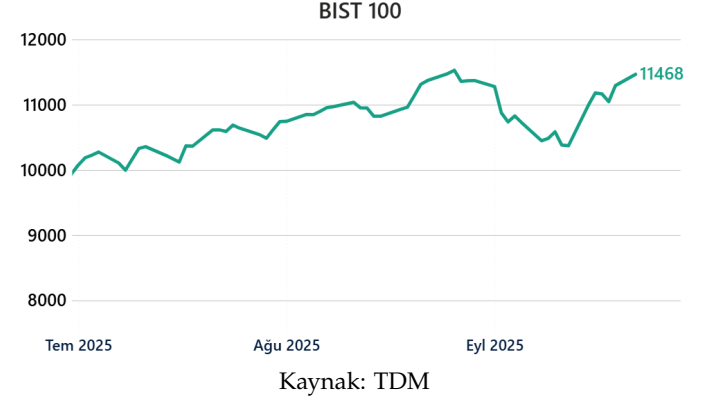


Sonuç olarak, Temmuz verileri manşet işsizlikte iyileşmeye işaret ederken katılım oranındaki gerileme ve halen yüksek olan atıl işgücü seviyesi, istihdamdaki kazanımların kalıcılığı açısından yılın kalanında katılımın toparlanması ve verimlilik/istihdam artışının eşzamanlı sürmesi gerektiğine işaret ediyor.

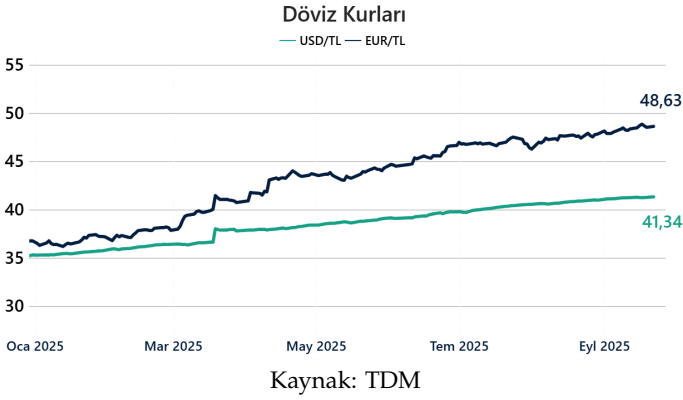
Piyasalar

TÜİK tarafından aylık olarak yayımlanan "Finansal Yatırım Araçlarının Reel Getiri Oranları" raporuna göre Ağustos ayında finansal piyasalar dengeli fakat seçici bir görünüm sergiledi. Yatırım araçları arasında en yüksek reel getiri BIST 100 endeksinde gerçekleşti; TÜFE'ye göre %4,60, Yİ-ÜFE'ye göre ise %4,15 oranında kazanç sağladı. Buna karşılık dolar ve euro yatırımcısına sırasıyla %0,52 ve %0,96

oranlarında reel kayıp yaşattı. Yıllık bazda bakıldığında külçe altın gergin küresel ortamın da etkisiyle öne çıkarken, Yİ-ÜFE'ye göre %30,44, TÜFE'ye göre %22,80 reel getiri sağladı. Dolar/TL ve Euro/TL tarafında ise yıllık kısmi reel kayıplar izlendi dolar Yİ-ÜFE'ye göre %3,11, euro ise %2,36 oranında kaybettirdi.

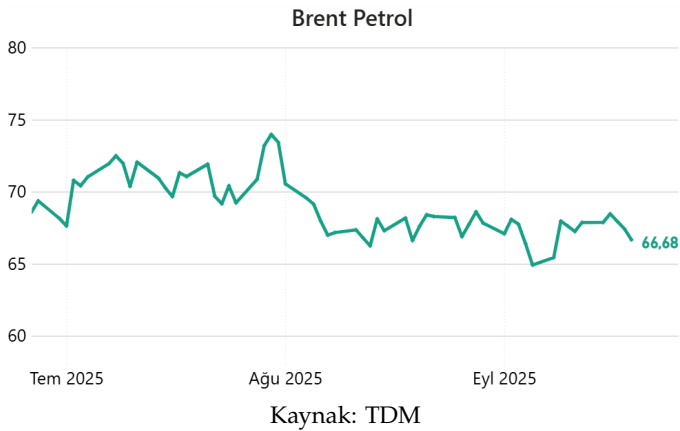


Öte yandan döviz piyasaları Türk lirası açısından dalgalı bir seyir izledi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) ay içinde aldığı politika faizi indirimi kararı, piyasalarda en çok tartışılan gelişmelerden biri oldu. Banka, politika faizini yüzde 40,5'e çekerek beklentilere paralel bir gevşeme adımı attı. Özellikle Ağustos ayına ait enflasyon verisi sonrasında beklenti 300 baz puandan 200-250 baz puan seviyelerinde şekillenmişti. Bu karar, enflasyon hâlâ yüksek seviyelerde seyrederken TL üzerinde ek baskı yarattı. Dolar/TL kuru Eylül ayında 41 seviyesinin üzerinde tutunarak yılın zirvelerine yakın seyretti. Euro/TL ise benzer bir eğilim izledi ve 49 TL seviyesine yaklaşarak tarihi zirvelere yaklaştı. Avrupa Merkez Bankası'nın görece sıkı para politikası ve Euro Bölgesi'ndeki enerji fiyatları ile enflasyon beklentileri, Euro'nun küresel ölçekteki konumunu desteklerken, TL'deki zayıflık pariteyi yukarı taşıdı. Genel olarak, Eylül ayında döviz kurlarındaki yükselişin temel belirleyicisi iç politikaların gevşemesi ve enflasyon görünümündeki bozulma oldu. Küresel finansal koşullar ve jeopolitik riskler de TL üzerindeki baskıyı artırmaya devam etti. TCMB'nin brüt uluslararası rezervleri 180,1 milyar dolara yükselirken, Türkiye'nin 5 yıllık CDS'i 267 baz puana geriledi. TCMB'nin Eylül ayı Piyasa Katılımcıları Anketi'ne göre 2025 yıl sonu enflasyon beklentisi %29,9, 2026 sonu beklentisi %20,8 seviyesinde bulunuyor. Katılımcıların yıl sonu dolar/TL beklentisi 43,85, 12 ay sonrası beklentisi ise 48,96 olarak şekillendi. Eylül ayında açıklanan 2026-2028 yıllarına ait Orta Vadeli Program (OVP) da döviz cephesine ilişkin beklentileri ortaya koydu. Programa göre hesaplanan, 2025 yılı için ortalama dolar/TL kuru 39,63 seviyesinde öngörülürken, 2026 yılında 46,60, 2027'de 50,71 ve 2028'de 53,76 seviyelerine ulaşacağı tahmin ediliyor. Bu tahminler, piyasa katılımcılarının beklentileriyle birlikte değerlendirildiğinde kurda kademeli bir artış patikasına işaret ediyor.



Eylül ayında Brent petrol fiyatları küresel talep görünümündeki zayıflama ve arz yönlü gelişmelerin etkisiyle düşüş eğilimini sürdürdü. Ağustos ayında ortalama 68,2 ABD doları seviyesine gerileyen Brent fiyatları, Eylül'ün ilk günlerinde de sınırlı kayıplarla devam etti. Özellikle küresel büyüme beklentilerindeki düşük seyrin enerji talebini baskılaması fiyatlar üzerinde belirleyici oldu. Önümüzdeki dönemde, Brent fiyatlarının yıl sonuna kadar kademeli biçimde düşerek 60 dolarlar civarına gerileyebileceği beklentimizi koruyoruz.

Altın piyasası Eylül ayında küresel risklerin ve belirsizliklerin gölgesinde güvenli liman özelliğini korumayı sürdürüyor. Küresel büyüme görünümünün zayıflığı, jeopolitik risklerin yüksek seyretmesi ve gıda fiyatlarındaki artışın tetiklediği enflasyon endişeleri yatırımcıları portföy çeşitlendirmesinde altına yönlendiriyor. Özellikle enerji fiyatlarındaki düşüşe rağmen gıda ve hizmet kalemlerindeki enflasyonist baskıların devam etmesi, altının enflasyondan korunma aracı olarak öne çıkarıyor. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin rezerv yönetimi politikaları kapsamında altın alımlarını sürdürmeleri, uzun vadeli talebi destekleyici unsur olmaya devam ediyor. Günden güne soğumayan küresel jeopolitik gündemle birlikte son bir yılda %45'e yakın değer kazanan ons altının bir süre daha yüksek ritmini koruması olası.



Ülkemizdeki konut piyasasının seyrine baktığımızda Ağustos ayında satışlar yıllık bazda %6,8 artarak 143 bin 319'a ulaştı; Ocak-Ağustos döneminde toplam satışlar %21,3 artışla 978 bin adedi geçti. İpotekli satışlarda %45'in üzerinde güçlü bir artış görülürken, toplam içindeki payı

%13,8 seviyesinde kaldı. Fiyatlar tarafında Konut Fiyat Endeksi yıllık bazda %31,4 nominal artış kaydederken reel olarak %1,2 geriledi. Üç büyük il içinde en yüksek yıllık artış %41,1 ile Ankara'da gerçekleşirken, yabancılara satışlar %19,8 düşüşle zayıf seyrini sürdürdü.

Stratejik Araştırma ve Geliştirme

- **H. Yusuf Akşamoğlu / Strateji Planlama Müdürü**
yusuf.aksamoglu@kuveytturk.com.tr
- **Yusuf Işık**
yusuf.isik@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
EYLÜL 2025