

GENEL GÖRÜNÜM

ABD/İsrail-İran savaşının tekrar canlanması piyasaları olumsuz etkilemektedir. Savaş öncesinde 70 ABD doları civarında olan aylık ortalama petrol fiyatları, martta 103, nisanda 117 ve mayısta 109 ABD doları civarında seyretmiş ve küreselde ve Türkiye’de belirgin enflasyonist baskı yaratmış, haziran ayı ortalarında savaşın durması ve görüşmelerin başlamasıyla petrol fiyatları hızla gerilemiş, 75 ABD dolarının altına inmişti. Temmuz ayında kontrollü çatışmaların tekrar başlaması petrol fiyatlarının 85 ABD dolarının üzerine çıkmasına neden olmuş, gelecek döneme ilişkin belirsizlikleri artırmıştır.

Savaşa ilişkin belirsizlikler sürmektedir. Çatışmaların tekrar başlaması, piyasalarda riskleri artırmıştır. Zira, varılan anlaşmaların itibarının olmadığı görülmüştür. Bundan sonra yapılacak anlaşmalara da piyasaların temkinli yaklaşması olasıdır.

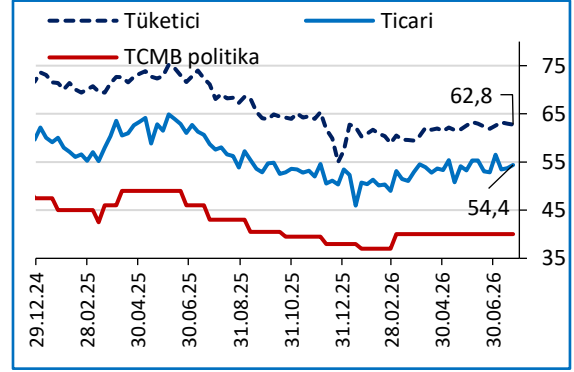
İç siyasetteki gerginlikler de piyasaları olumsuz etkilemektedir. Her ne kadar TCMB’nin kurlarda oynaklığa izin vermemesi, siyasi gerginliklerin kısa vadeli etkilerini sınırlasa da özellikle hukuk sistemine ilişkin kaygılar risk algılamasını artırmaktadır.

Petrol fiyatlarındaki tekrar yükseliş haziranda başlayan olumlu gidişati bozmuştur. Petrol fiyatlarındaki yükseliş enflasyonu ve bekleyişleri olumsuz etkilerken, TCMB’nin faizleri indirememesi ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemektedir. Bu çerçevede, faizlerin ve enflasyonun önceki öngörülerimize göre biraz daha yüksek, büyümenin ise toparlanmadaki gecikme nedeniyle önceki öngörülerimizden biraz daha az olma olasılığı belirgin şekilde artmıştır.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Faizler çok yüksek düzeylerde devam etmektedir. Ticari kredi bileşik faizleri yüzde 54,4, bireysel kredilerinki ise yüzde 62,8 düzeyindedir. Mevcut görünümde, ticari kredi faizlerinin TCMB faiz indirimlerine paralel düşmeye başlamakla birlikte, bu düşüşün yavaş olacağını ve 2026 yılı sonunda ancak yüzde 45 civarına gerileyebileceğini öngörüyoruz.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)

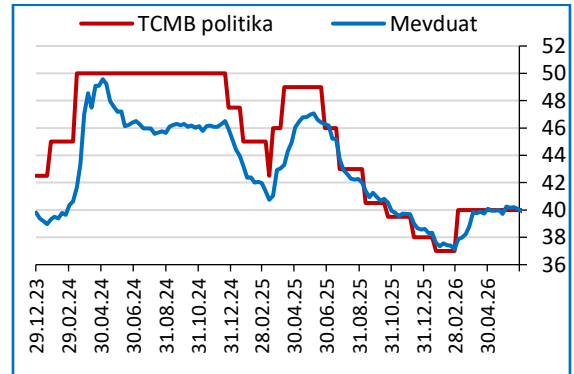


Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

2. Mevduat faizleri, TCMB fiili politika faizine yakın seyretmektedir.

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)

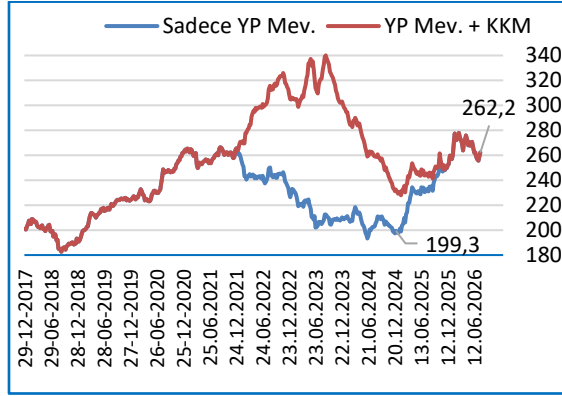


Kaynak: TCMB

Not: TCMB mevduat faizlerini bileşik faiz olarak ilan etmektedir. Grafikte politika faiziyle uyumlu yaklaşık basit faiz kullanılmıştır.

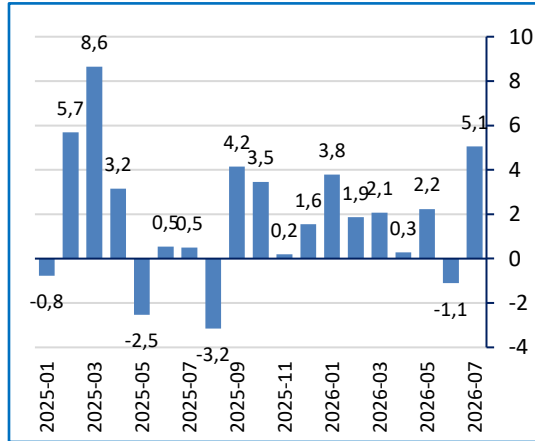
3. Savaş döneminde yerleşiklerin altın dahil yabancı para mevduat hesaplarında belirgin artış olmazken son dönemde tekrar artış başlamıştır. Yabancı para hesaplardaki artışlar firmalar kaynaklıdır. Vatandaşların yabancı para mevduatları ise yatay seyir izlemektedir. Firmaların döviz talebindeki artış ise önemli ölçüde mevcut kur politikasının sürdürülemez olduğuna ilişkin tartışmalardan kaynaklandığını düşünüyoruz.

Grafik 3.a: Yabancı para mevduatlar ve KKM (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

Grafik 3.b: Parite etkisinden arındırılmış aylık yabancı para mevduat değişimi (milyar dolar)

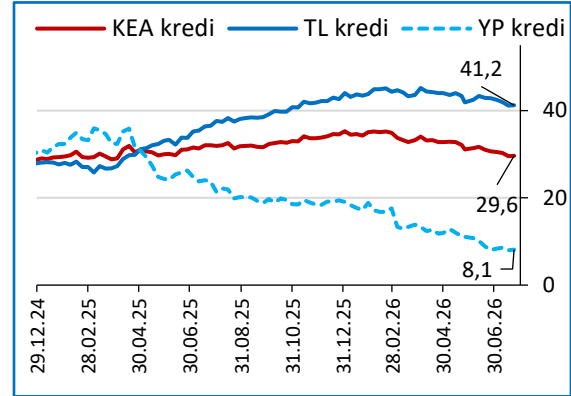


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

4. Savaş döneminde yıllık kredi artışı hafif yavaşlamıştır. TL krediler yaklaşık yüzde 41,2, YP krediler yüzde 8,1 artarken, kur etkisinden arındırılmış toplam kredi artışı yüzde 29,6'ya gerilemiştir. TL ticari kredilerdeki artış hızı yüzde 40,8 olmakla birlikte, bu yüksek oranlı artış önemli ölçüde TL kredilerin yüksek

faizlerinden kaynaklanmaktadır. Özetle, ciddi bir makul maliyetle krediye erişim sorunu olduğunu değerlendiriyoruz.

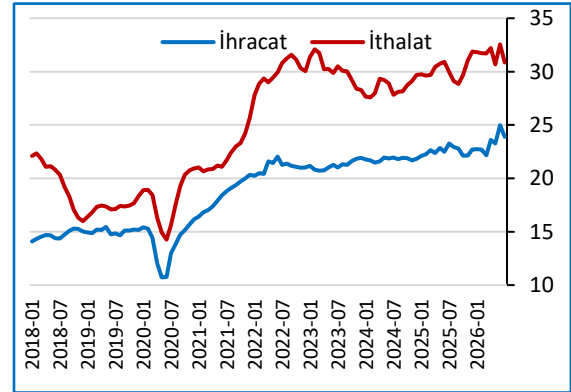
Grafik 4: Yıllık kredi¹ artışı oranı (%)



Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

5. Savaş, haziran ayı itibarıyla ihracatta herhangi bir düşüş, ithalatta da artış yaratmamıştır. Savaşın dış ticaretimizi beklentilerin aksine olumsuz etkilememesi savaşın Türkiye üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmıştır. İhracattaki olumlu gidişat önemli ölçüde küreseldeki tedarik sorunları nedeniyle talebin geçici olarak Ülkemize kaymasından kaynaklanma ihtimali yüksektir.

Grafik 5: Aylık ihracat-ithalat (milyar USD, mev. düzeltilmiş, 3-aylık hareketli ort.)



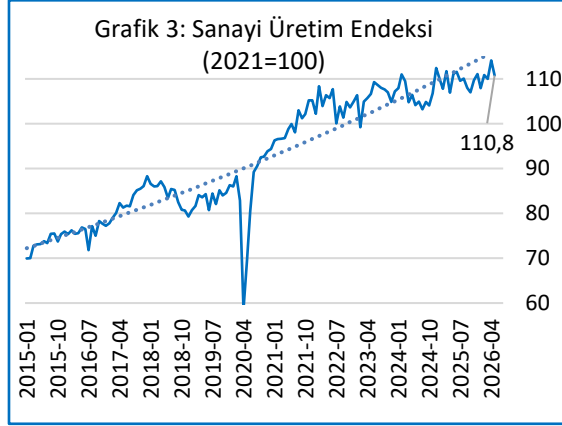
Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

6. Sanayi üretimi mayıs itibarıyla zayıf seyrini sürdürmüştür. Savaş öncesi toplamda zayıf seyreten sanayi üretimi, savaştan olumsuz etkilenmiştir. Haziran ve temmuz düşük kapasite kullanım oranları üretimdeki zayıflığın devam ettiğine işaret etmektedir. Savaşın düşük boyutta da olsa tekrar başlamasının üretimi olumsuz etkilediği izlenmektedir. Sanayi üretimi detayında ise

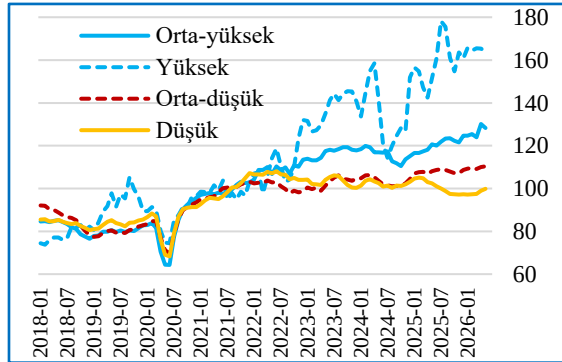
¹ KEA, kur etkisinden arındırılmış yabancı para dahil toplam kredi artış eğilimini göstermektedir.

tekstil-giyim-deri gibi emek-yoğun, düşük teknolojlili sektörler toplam sanayi üretimini aşağı çekerken savunma sanayi destekli yüksek teknolojlili sektörler büyümeye devam etmektedir.

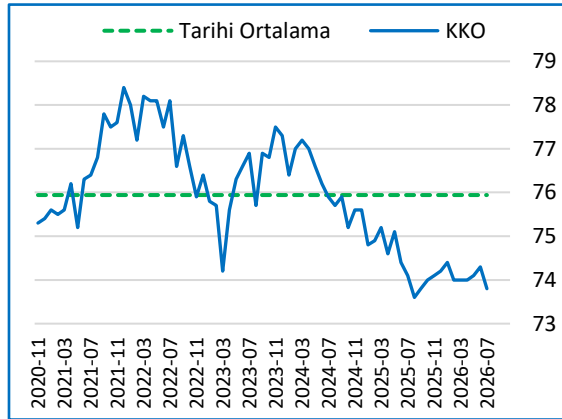
Grafik 6.a: Sanayi üretim endeksi (2021=100 mevsimsellikten arındırılmış)



Grafik 6.b: Teknolojisine göre sanayi üretimi (Mevs. arındırılmış 3 aylık ortalama)



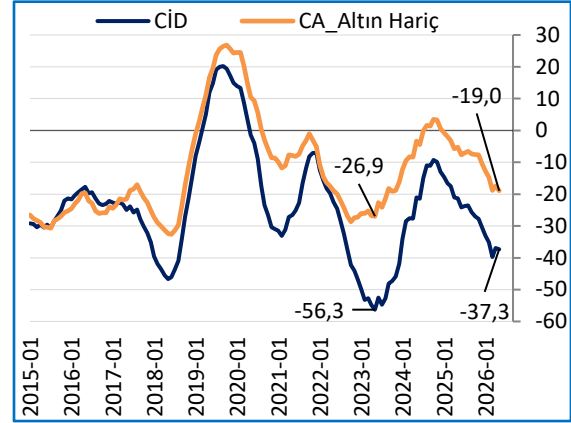
Grafik 6.c: İmalat sanayi kapasite kullanım oranı (mevsimsellikten arındırılmış)



7. Nisan ve mayıs aylarında, cari işlemler açığındaki hızlı bozulma durmuştur.

Kırılganlıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler açığı savaş öncesinde artış eğilimine girmişti. Cari işlemler açığı mayıs ayında 37,3 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşti. Savaşın tekrar başlaması ve petrol fiyatlarındaki artışın cari işlemler açığı üzerinde sınırlı da olsa ilave artışa neden olacağını öngörüyoruz.

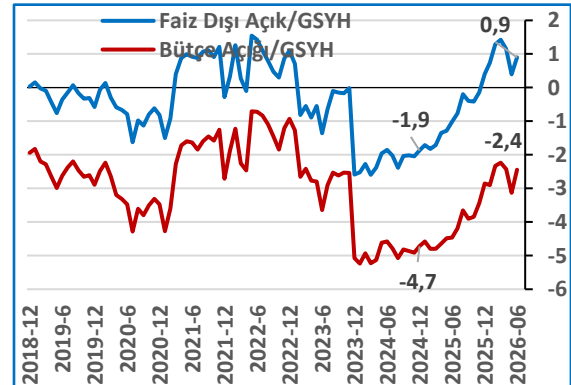
Grafik 7: 12 aylık cari işlemler dengesi (milyar ABD doları)



8. Bütçe açığı performansı iyi olmakla birlikte geçicidir.

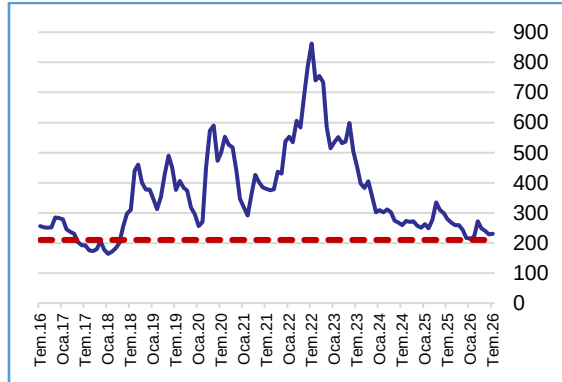
2026 yılı bütçe açığı hedefi GSYH'nin yüzde 3,5'i civarındadır. Savaşla birlikte benzin ve motorinde eşel-mobil sisteminin başlaması, yeni vergi teşviklerinin gündeme alınması ve iç talep yavaşlaması sonucu vergi gelirlerinin kısmen azalması nedenleriyle mayıs ayı itibarıyla bozulan bütçe, haziran ayında toparlamıştır. 12 aylık faiz dışı fazlanın GSYH'ye oranı yüzde 0,9, toplam açığın oranı ise yüzde 2,4 olarak gerçekleşmiştir. Ancak bütçede yılın ikinci yarısında bozulma olasılığı yüksektir.

Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



9. Temmuz 2026, Türkiye'nin CDS priminde ay içinde belirgin iki ayrı aşamanın yaşandığı bir dönem olmuştur. Ayın ilk haftasında haziran sonundaki ateşkes iyimserliğinin etkisi sürmüştü; risk primi 2026'nın en düşük seviyelerine yakınsamış ve 2018 öncesi uzun dönem ortalaması olan 210 baz puan eşliğinin artık deneme mesafesinde olduğu görülmüştür. Ancak bu görünüm kalıcı olmamış; İran'ın Hürmüz Boğazı'nı yeniden kapalı ilan etmesiyle birlikte enerji arzına ilişkin endişeler hızla yeniden fiyatlanmaya başlamış ve CDS 225 baz puanın üzerine çıkmıştır. Gerilimin sürmesiyle risk primi temmuzun ikinci yarısında kademeli bir yükseliş sergilemiş; Brent petrolün mayıs sonundan bu yana ilk kez 100 doları aşmasıyla ve TCMB'nin art arda dördüncü kez faizi sabit tutmasıyla çakışan günde 244 baz puanla ayın zirvesini görmüştür. Ay sonunda kısmi bir geri çekilmeyle 239 baz puana inen CDS, temmuz ortalamasını 230,5 baz puan olarak kaydetmiştir. Bir yıl öncesinin yaklaşık 50 baz puan altında seyreden bu düzey kalıcı bir iyileşmeyi yansıtmakla birlikte, dış kaynaklı enerji şokları ve iç para politikası belirsizliğinin her ikisinin de aynı anda devreye girebilmesi, 210 baz puan eşğine kalıcı bir geçiş için dış dengelerin ve enflasyonla mücadele sürecinin senkronize ilerlemesinin ne denli kritik olduğunu bir kez daha ortaya koymuştur.

Grafik 9: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)

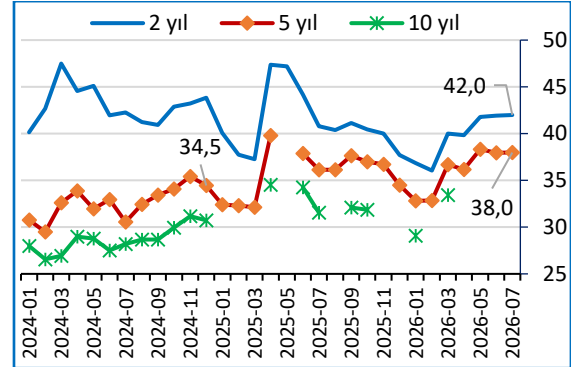


Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

10. Savaşla birlikte artan Hazine borçlanma faizleri yüksek düzeylerini korumaktadır. Savaşın yarattığı gerginlik sonucu tahvil piyasasından yoğun yabancı çıkışı olmuş, faizler 5-6 puan artmıştır. Tahvil faizleri ve hazine borçlanma maliyetinde önümüzdeki dönemde kısmi bir düşüş eğilimi beklemekteyiz.

Tahvil faizlerinin yüksek seyretmesi, kredi faizlerini de olumsuz etkilemektedir.

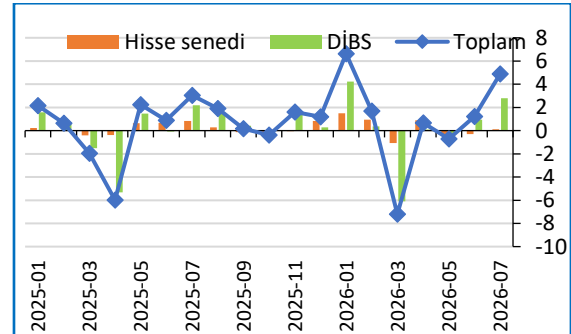
Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

11. Savaşın ilk ayında Türkiye'den yoğun olarak çıkan yabancı yatırımcı, tekrar dönmüştür. Mart ayı itibarıyla, savaş dönemi yabancı portföy (hisse senedi + tahvil) çıkışı 7,2 milyar ABD doları olmuştur. Ancak, asıl çıkış swap ve benzeri kısa vadeli para piyasası işlemlerinde gerçekleşmiş, bu tutar tahminen 30 milyar ABD dolarını aşmıştır. Nisan ayından itibaren ise çok kısa vadeli sıcak para girişleri tekrar yoğunlaşırken, tahvil piyasasına girişler de canlanmıştır.

Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)

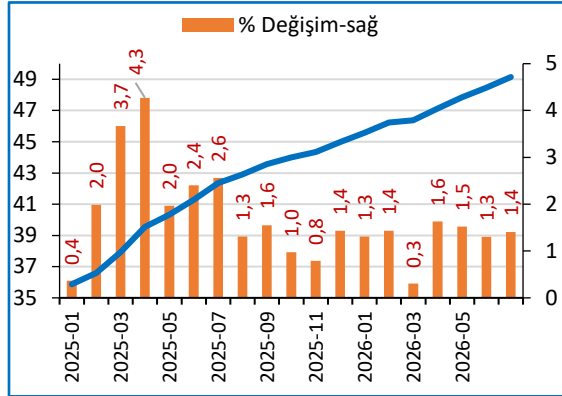


Kaynak: TCMB

12. TCMB, döviz satarak-alarak kur istikrarını gözetmeye devam etmekte, asıl olarak ABD doları kurundaki istikrara odaklanmaktadır. Kurlardaki istikrar, enflasyonun düşmesi için ön şarttır. Özellikle dışsal şoklar esnasında kur istikrarının gözetilmesi, bekleyişler ve finansal istikrar için de kritik önemdedir. Bu nedenle, TCMB, mayıs ayına kadar ABD dolarının aylık yüzde 1,2 civarında artışına izin vermiş, mayıs ayında aylık artışı yüzde 1,5'e, haziran ve temmuz aylarında ise yüzde 1,8'e çıkartmış gözükmektedir. Euronun ABD doları karşısında

değer kaybı nedeniyle sepet bazlı kur değişimi daha düşüktür. TCMB'nin kur istikrarını gözetmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Grafik 12: Sepet kur (TL) ve değişimi (%)

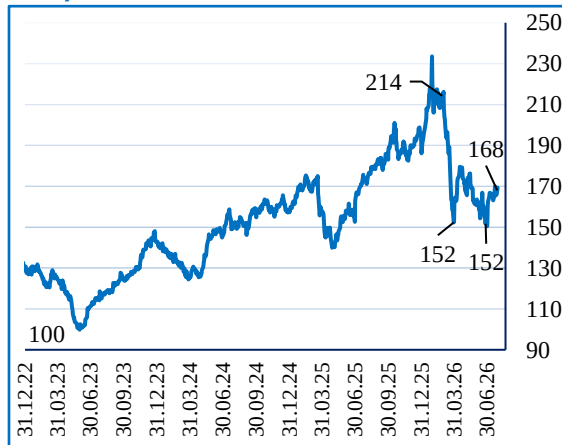


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

Not: Sepet kur, yüzde 67 ABD doları ve yüzde 33 Euro'dan oluşmaktadır.

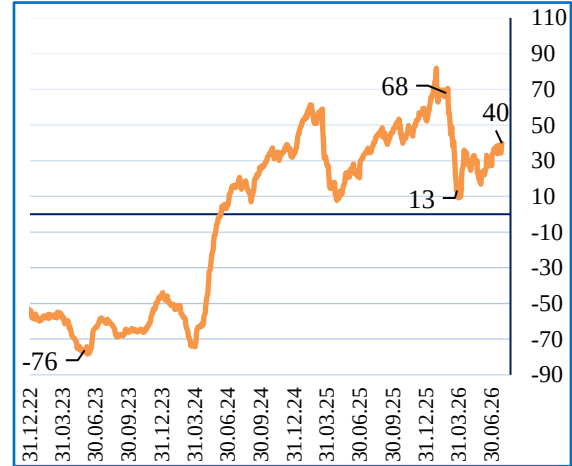
13. TCMB döviz rezervleri mart ayında çok hızlı düşmüş, daha sonra toparlansa da altın fiyatlarındaki düşüş rezervleri olumsuz etkilemiştir. TCMB, mart ayında tahminen 46 milyar ABD doları satmıştır. Bu satışların çok büyük kısmı yabancılara gerçekleşmiştir. Yerleşiklerin talebi çok sınırlı kalmıştır. Nisan ayından başlayarak TCMB genelde döviz almaya devam etmektedir. Toplam net alışlarının 40 milyar ABD doları civarında olduğunu hesaplıyoruz. Mevcut durumda, TCMB hala kur istikrarını gözetemek için güçlü döviz rezervine sahiptir.

Grafik 13.a: Brüt döviz varlıkları (milyar USD)



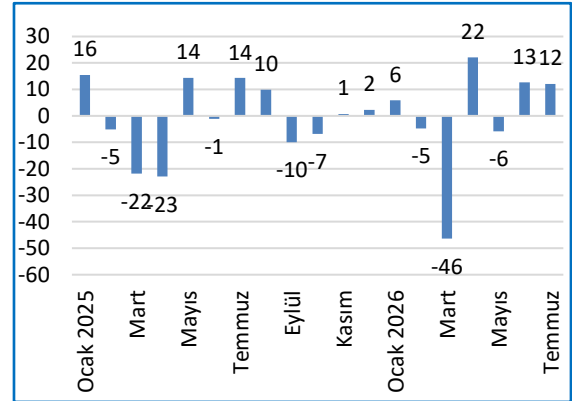
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

Grafik 13.b: Net döviz varlıkları (milyar USD)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

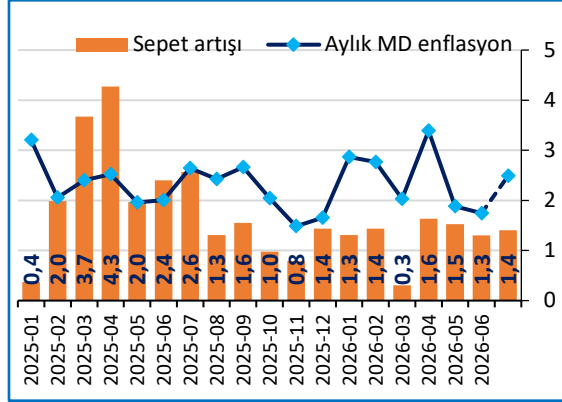
Grafik 13.c: TCMB tahmini net döviz alış-satışı (milyar USD)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

14. TCMB, döviz müdahaleleri ile kur istikrarını gözetmektedir. Kur istikrarı, özellikle dışsal şoklar esnasında; fiyat istikrarı yanında, bekleyişler ve finansal istikrar açısından da kritik önemdedir. Bu çerçevede, TCMB, ABD dolarındaki istikrarı gözetmeye ve nisan ayına kadar ortalama bazda aylık yüzde 1,2 civarı artışı hedeflerken, mayıs ayında aylık artışı yüzde 1,5'e çıkartmış, haziran ayında ise yüzde 1,8'e çıkartmıştır. Ancak, sepet bazlı artış çok daha düşük kalmıştır. Böylece, "savaşın yarattığı enflasyonist baskı önemli ölçüde frenlenmiştir.

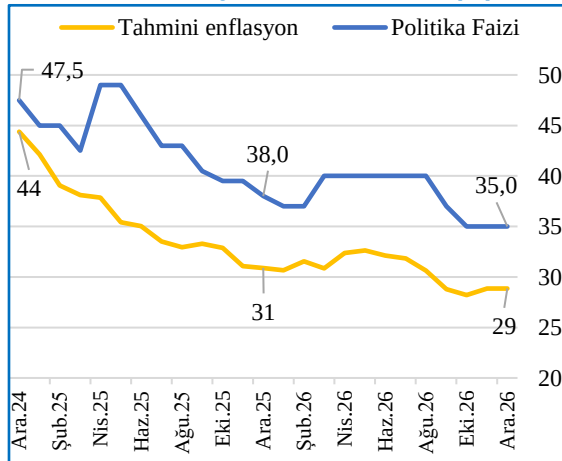
Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)



Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Temmuz ayında ABD-İran çatışmalarının tekrar başlaması ve belirsizliklerin artması, enflasyon ve TCMB faiz görünümünü olumsuz etkilemiştir. Bu çerçevede, mart ayından itibaren koruduğumuz enflasyon ve TCMB faiz politikası öngörülerimizi artırıyoruz. Savaş şiddetlenmese bile petrol fiyatlarında çok belirgin bir düşüş olmayacağı varsayımıyla, 2026 yılında TÜFE enflasyonunun yüzde 29, politika faizinin de yüzde 35 civarına inebileceğini düşünüyoruz. Savaş sonrası petrol-gaz fiyatlarının hızla 80 ABD dolarının belirgin altına düşmesi söz konusu tahminlerin hafif aşağı yönlü, savaşın ve etkilerinin daha uzun sürmesi halinde ise yukarı yönlü güncellememize neden olabilecektir.

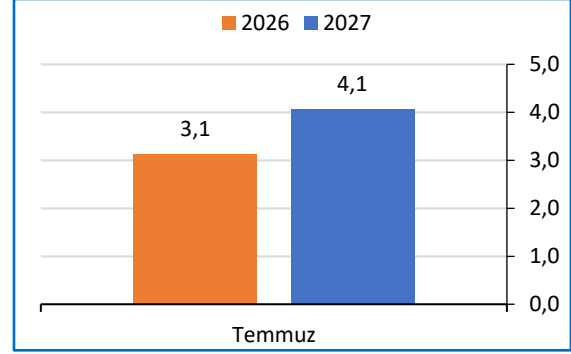
Grafik 15: Enflasyon tahminlerimiz (%)



Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri.

16. Piyasalar 2026 yılına ilişkin büyüme tahminlerini hafif düşürmüşlerdir. Ekonomi, 2025 yılında yüzde 3,6 büyümüştür. Piyasalar 2026 yılında yüzde 3,1, 2027 yılında ise yüzde 4,1 büyüme beklemektedir.

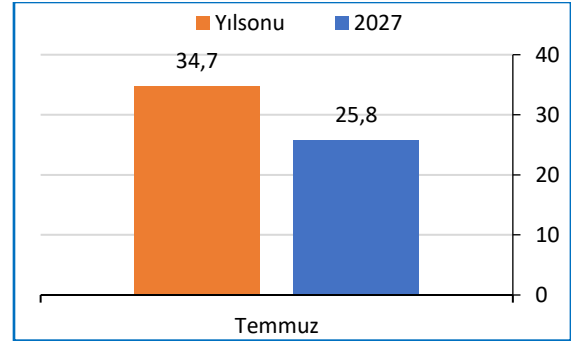
Grafik 16: Büyüme beklenti (%)



Kaynak: TCMB

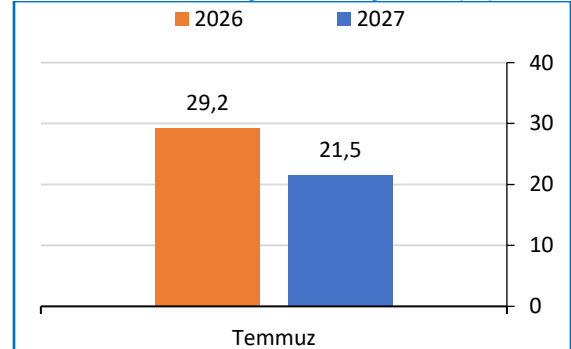
17. Piyasaların TCMB politika faizi ve enflasyon konusundaki olumsuz beklenti devam etmektedir. Piyasalar, 2026 yılında enflasyonun güncellenen yüzde 24'lük hedefin belirgin şekilde üzerinde kalarak yüzde 29,2, politika faizinin ise yüzde 35 civarına gerileyeceğini düşünmektedir.

Grafik 17.a: Politika faizi beklentileri (%)



Kaynak: TCMB

Grafik 17.b: Enflasyon beklentileri (%)

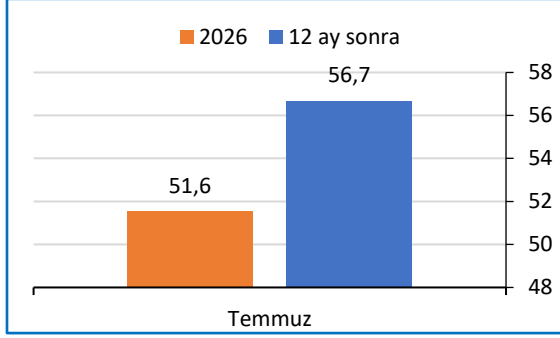


Kaynak: TCMB

18. Piyasalar, orta vadede, kurlarda aylık yüzde 1,5'e yakın artış beklemektedir.

Piyasalar da TCMB'nin kur istikrarını gözetmeye devam edeceğini düşünmektedir. Zira, kurlardaki artışın hızlanması halinde enflasyonist baskılar daha da artabilecektir. TCMB'nin kur istikrarını gözetecek rezervlere sahip olduğunu düşünüyoruz.

Grafik 18: Kur (ABD doları) bekleyişleri (TL)



Kaynak: TCMB

SONUÇ

Mevcut gelişmeler çerçevesinde;

- a. Savaşın tekrar başlaması ve anlaşmalara olan güvenin kaybolması petrol fiyatlarını ve beklentileri olumsuz etkilemiştir.
- b. Diğer bir risk de ABD’de enflasyonist baskıların belirginleşmesi nedeniyle FED’in faiz artırımı olasılığıdır. Nitekim, FED, temmuz ayı toplantısında faizleri değiştirmese de ABD uzun vadeli tahvilleri belirgin artış göstermiştir.
- c. Kısa sürede tekrar anlaşma sağlanamaması ve petrol fiyatlarının yüksek seyretmesi halinde küresel gelişmelerin ülkemiz ekonomisi üzerindeki olumsuz etkileri de kalıcı olabilecektir.
- d. Diğer yandan, TCMB’nin savaşın başlangıcında yoğun döviz talebi nedeniyle yüzde 37’den yüzde 40’a yükselttiği fiili politika faizini döviz girişlerine rağmen haziran ayında tekrar yüzde 37’ye çekmemesi faizlerin yukarıda asılı kalması riskini artırmıştır.
- e. **Bu çerçevede, savaşın Haziran’da biteceği varsayımına dayalı önceki faiz ve enflasyon öngörülerimizi 2’şer puan artırıyoruz. Savaşın etkilerinin yılın ikinci yarısında da kısmen devam edebileceği varsayımıyla, 2026 yılında;**
 - i. Kur istikrarının önemli ölçüde devam edeceğini,
 - ii. Enflasyonun yüzde 29, politika faizinin de yüzde 35 civarına gerileyebileceğini,
 - iii. Ekonomide yılın ikinci yarısında beklediğimiz hafif toparlanmanın gecikerek büyümenin yüzde 3’ün altına düşeceğini,
 - iv. Tekrar anlaşma olmasının tahminlerimizi hafif iyileştireceğini, ancak çatışmaların tekrar şiddetlenmesinin tahminlerimizin kötüleşmesine yol açacağını,
 - v. Reel sektörün “temkinli” yaklaşımla; yatırım, nakit yönetimi ve kredi kullanımında dikkatli ve temkinli olması gerektiğini değerlendiriyoruz.