

GENEL GÖRÜNÜM

ABD/İsrail-İran savaşının sınırlı çatışmalarla devam etmesi 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, küreselde ve Türkiye’de belirgin enflasyonist baskı yaratmıştır. Haziran ayı ortalarında savaşın durması ve görüşmelerin başlamasıyla petrol fiyatları hızla gerilemiş, 75 ABD dolarının altına inmiştir. Temmuz ayında sınırlı çatışmalı gerginliğin tekrar başlaması petrol fiyatlarının 90 ABD doları civarına çıkmasına neden olmuş, gelecek döneme ilişkin belirsizlikleri artırmıştır.

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

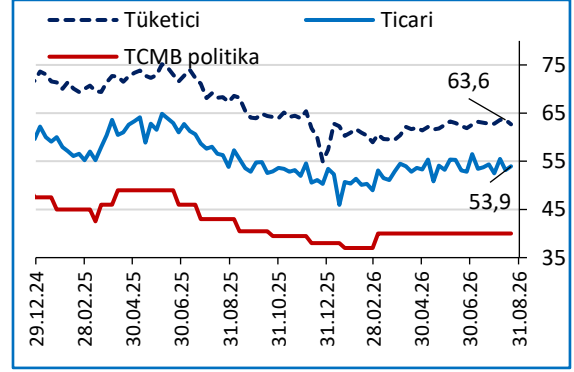
Petrol fiyatlarının yeniden yükselişi haziranda başlayan olumlu gidişati bozmuştur. Petrol fiyatlarındaki yükseliş; enflasyonu ve bekleyişleri olumsuz etkilerken, TCMB’nin faiz indiriminde gecikmesine yol açmış, ekonomik aktivitede zayıflığın devam etmesine neden olmuştur.

TCMB, ağustos ayında fiili faizleri yüzde 40’tan yüzde 37’ye indirse de ilave indirim alanı sınırlıdır. Petrol fiyatlarında önemli düşüş olmaması halinde, politika faizinin yüzde 35’e kadar indirilebileceğini, enflasyonist baskıların, yüksek kredi faizlerinin ve zayıf ekonomik aktivitenin devam edeceğini öngörüyoruz.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Faizler çok yüksek düzeylerde devam etmektedir. Ticari kredi bileşik faizleri yüzde 53,9, bireysel kredilerinki ise yüzde 63,6 düzeyindedir. Mevcut görünümde, ticari kredi faizlerinin TCMB faiz indirimlerine paralel düşmeye başlayacağını, ancak bu düşüşün yavaş olacağını ve 2026 yılı sonunda ancak yüzde 45 civarına gerileyebileceğini öngörüyoruz.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)

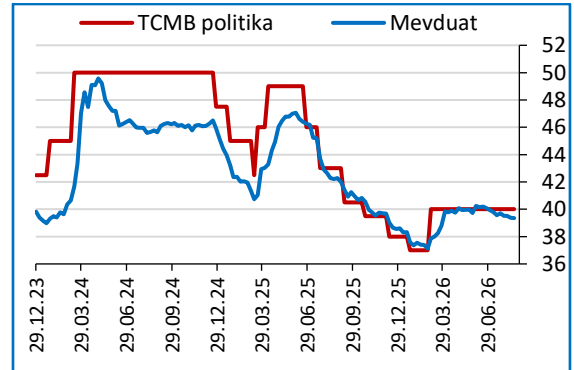


Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

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

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)

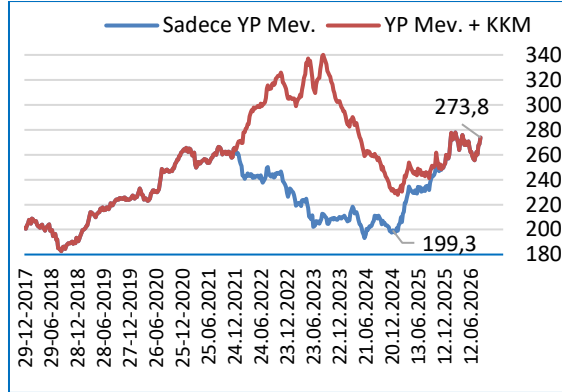


Kaynak: TCMB

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

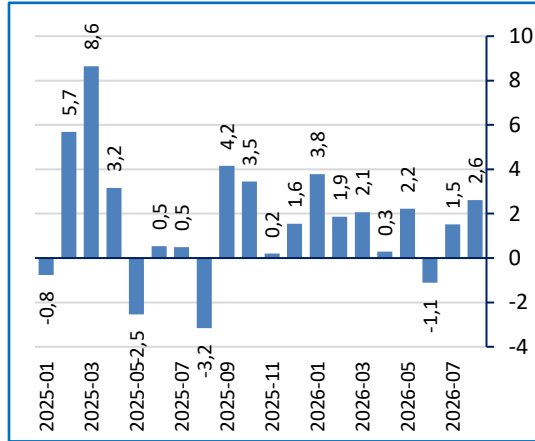
3. Savaş döneminde yerleşiklerin altın dahil yabancı para mevduat hesaplarında belirgin artış olmazken, son dönemde tekrar hafif artış başlamıştır. Ancak, son dönemdeki yerleşiklerin döviz ve altın talebindeki bu artış sınırlıdır. Altın dahil yabancı para mevduatlarındaki değişimler önemli ölçüde altın fiyatlarındaki değişimden kaynaklanmaktadır.

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



Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

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

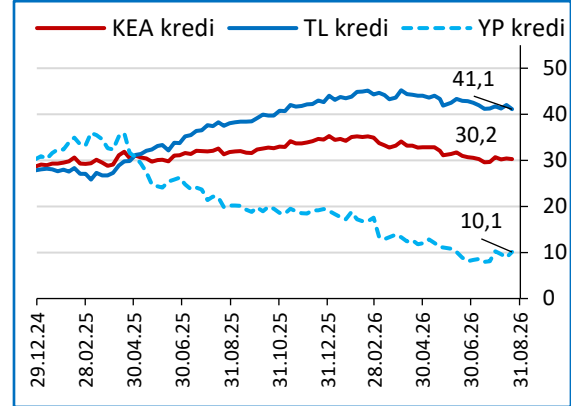


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

4. Kredi artış hızı yatay seyretmektedir. TL krediler yaklaşık yüzde 41,1, YP krediler yüzde 10,1 artarken, kur etkisinden arındırılmış toplam kredi artışı yüzde 30,2'ye gerilemiştir. TL ticari kredilerdeki artış hızı yüzde 42 olmakla birlikte, bu yüksek oranlı artış önemli ölçüde TL kredilerinin yüksek faizlerinden kaynaklanmaktadır. Özetle, ciddi bir makul

malîyetle krediye erişim sorunu olduğunu değerlendiriyoruz.

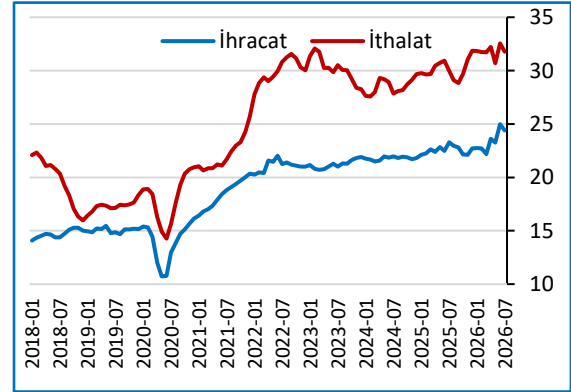
Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (%)



Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

5. Savaş, temmuz 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 gidişatın önemli ölçüde küreseldeki tedarik sorunları nedeniyle talebin geçici olarak ülkemize kaymasından kaynaklanma ihtimali yüksektir.

Grafik 5: Aylık ihracat-ithalat (milyar ABD doları, mevsimsellikten arındırılmış, 3 aylık hareketli ort.)



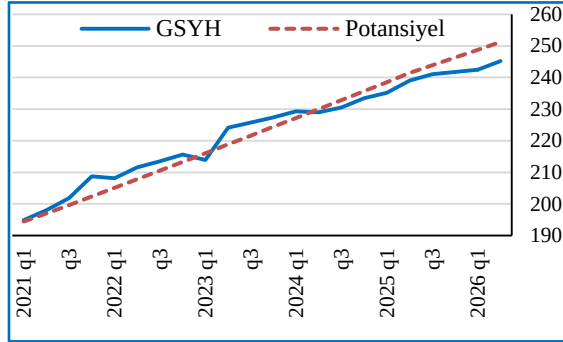
Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

6. Ekonomi, 2026 yılı ikinci çeyreğinde, sınırlı büyüme de potansiyelin altındaki zayıf seyrini sürdürmüştür. Savaş öncesinde zayıf seyreden ekonomi, ihracatın ve tarımın desteği ile savaş döneminde sınırlı büyümüştür. İkinci çeyrekte, yıllık GSYH yüzde 2,3 büyürken, mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik büyüme yüzde 1,1 olmuştur. Ancak, üçüncü çeyrekteki

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

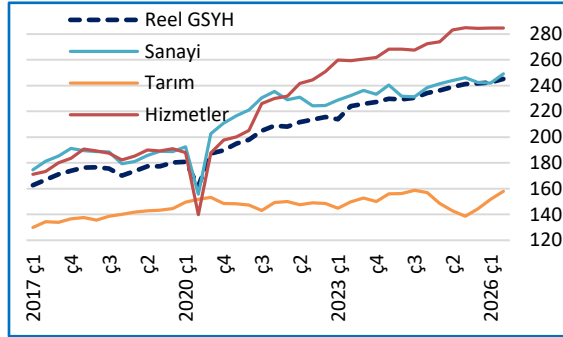
kapasite kullanım oranı ekonomik aktivitenin zayıf olduğuna işaret etmektedir.

Grafik 6.a: GSYH gelişimi (2009=100, mevsimsellikten arındırılmış)



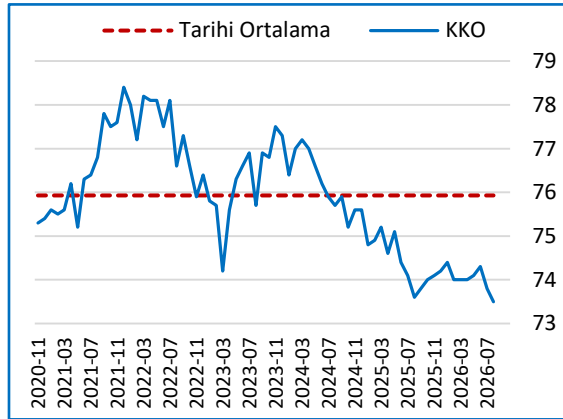
Kaynak: TÜİK

Grafik 6.b: GSYH'nın alt kalemleri



Kaynak: TÜİK

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

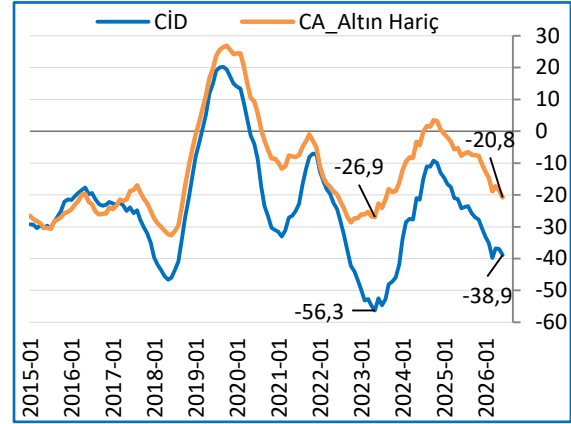


Kaynak: TCMB

7. Cari işlemler açığında, yüksek enerji fiyatlarına karşın, iç talepteki zayıflama ve olumlu ihracat performansı sonucu önemli bir bozulma gözlenmemektedir. Kırılganlıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler açığı savaş öncesinde artış eğilimine girmişti. Cari işlemler açığı haziran ayında 38,9 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir. Savaşın tekrar başlamasının ve petrol fiyatlarındaki artışın cari işlemler açığı

üzerinde sınırlı da olsa ilave artışa neden olacağını öngörüyoruz.

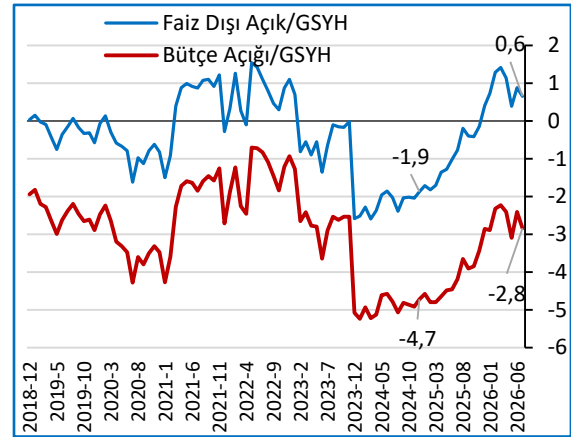
Grafik 7: 12 aylık cari işlemler dengesi (milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB

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 başlamasının yarattığı gelir kaybına karşın bütçe açığında şimdilik önemli bir bozulma gözlenmemektedir. Temmuz ayı itibarıyla 12 aylık faiz dışı fazlanın GSYH'ye oranı yüzde 0,6, toplam açığın oranı ise yüzde 2,8 olarak gerçekleşmiştir. Ancak bütçede yılın ikinci yarısında bozulma olasılığı yüksektir.

Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)

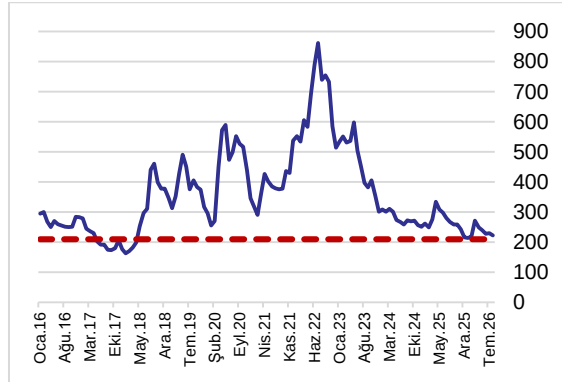


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Ağustos ayında risk priminin seyrini büyük ölçüde küresel risk iştahındaki iyileşme belirlemiştir. Orta Doğu'da İran-ABD hattındaki gerilimin nispeten yatışması ve uluslararası tahvil piyasalarındaki alıcılı seyrir, TCMB'nin ay içinde attığı likidite adımlarıyla birleşerek Türkiye'nin borçlanma maliyetlerinde belirgin bir gerilemeye yol açmıştır. Ay başında

225 baz puan civarında seyreden CDS, ay boyunca istikrarlı bir düşüş eğilimi izleyerek 27 Ağustos'ta 217,35 baz puan ile ayın en düşük seviyesini görmüş ve 18 Şubat'tan bu yana kaydedilen en düşük düzeye ulaşmıştır. Ağustos ortalaması 222,77 baz puan olarak gerçekleşmiş, bu da risk priminin haziran ayında görülen ~225 baz puanlık dip seviyenin de altına inerek son altı ayın en düşük aylık ortalamasını oluşturduğu anlamına gelmektedir. Ayın sonlarına doğru ise tablo kısmen tersine dönmeye başlamış, Fed Başkanı Kevin Warsh'ın Jackson Hole konuşmasının ardından piyasaların Eylül ayı için faiz artırımı ihtimalini yeniden fiyatlaması ve beklentilerin altında kalan ikinci çeyrek büyüme verisi, risk priminin daha fazla gerilemesini sınırlandıran unsurlar olarak öne çıkmıştır. Yine de içeride TCMB'nin faiz indirim döngüsüne yönelik beklentilerin canlı kalması, dışarıda ise jeopolitik gerilimlerin nispeten kontrol altında tutulması, ağustos ayının Temmuz'a kıyasla daha olumlu bir CDS tablosuyla tamamlanmasını sağlamıştır.

Grafik 9: 5 yıllık risk primi (CDS, aylık ort.)

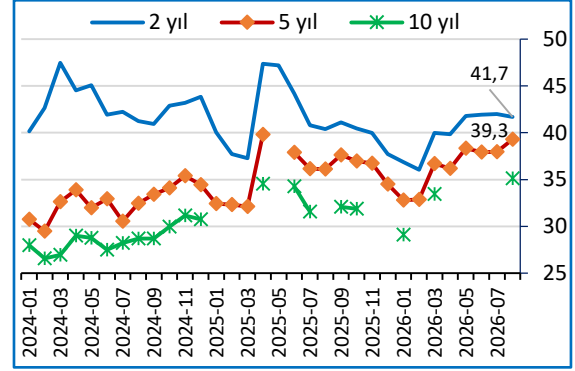


Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

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 TCMB faiz indirimlerinin bir yansıması olarak kısmi bir düşüş eğilimi beklemekteyiz. Tahvil faizlerinin yüksek seyretmesi, kredi faizlerini de olumsuz etkilemektedir.

Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)

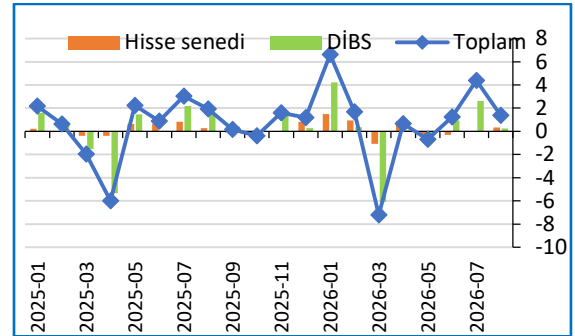


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

11. Savaşın ilk ayında Türkiye'den yoğun olarak çıkan yabancı yatırımcı, sonraki aylarda aşamalı olarak 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 özellikle çok kısa vadeli sıcak para girişleri tekrar yoğunlaşırken, tahvil piyasasına girişler de hafif canlanmıştır.

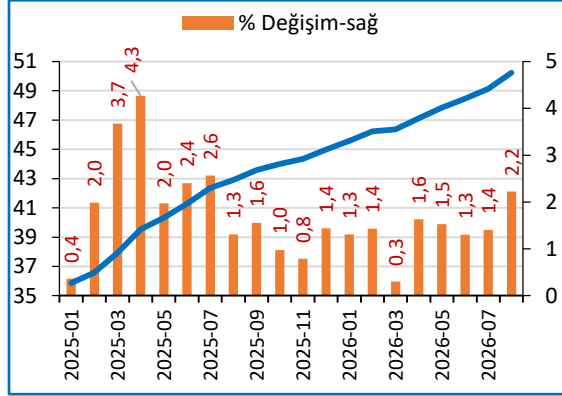
Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar ABD doları)



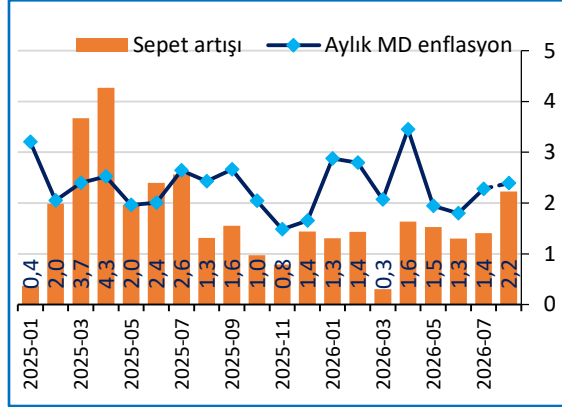
Kaynak: TCMB

12. TCMB, döviz satarak-alarak kur istikrarını gözetmeye devam etmekte, asıl olarak ABD doları kurundaki istikrara odaklanmaktadır.

Kurlardaki istikrar, enflasyonun düşmesi için ön şarttır. TCMB son aylarda ABD dolarının ortalama aylık %1,8 civarı artmasına izin vermiş, Euro'nun ABD doları karşısında değer kaybı nedeniyle sepet bazlı kur değişimi ağustos ayına kadar daha düşük kalmıştır. Ancak, ağustos ayında Euro'nun değer kazanması sonucu sepet bazlı artış daha yüksek olmuştur. TCMB'nin kur istikrarını gözetmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

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

Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)

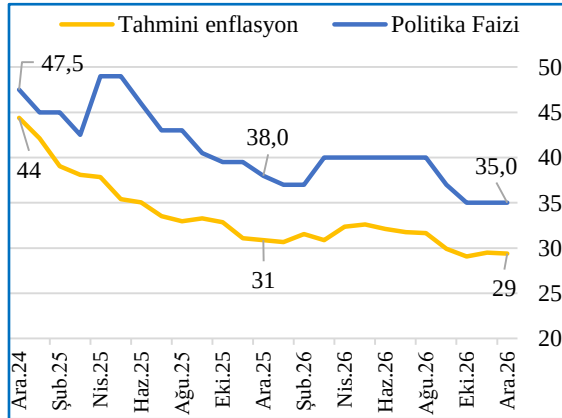


Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Mevcut koşullarda TCMB faiz indirim alanı sınırlıdır.

Savaş şiddetlenmese de petrol fiyatlarında çok belirgin bir düşüş ya da yükseliş olmayacağı varsayımıyla, 2026 yılında TÜFE enflasyonunun yüzde 29'lu seviyede kalacağını, politika faizinin de yüzde 35'e 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 (%)

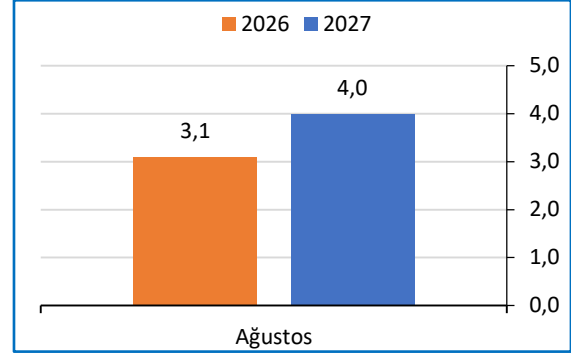


Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri

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 4,0 büyüme beklemektedir.

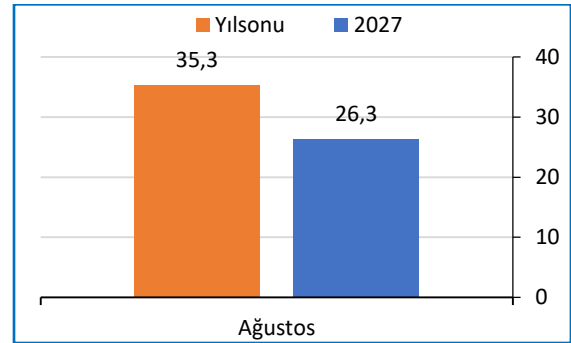
Grafik 16: Büyüme beklendiği (%)



Kaynak: TCMB

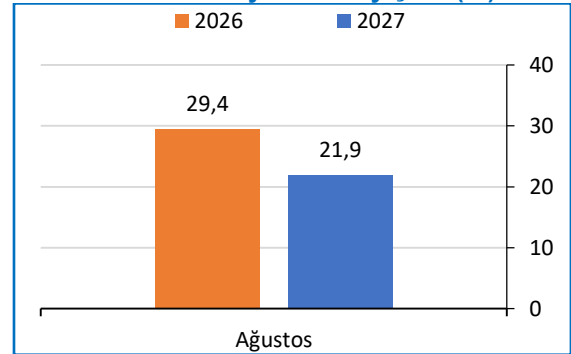
17. Piyasaların TCMB politika faizi ve enflasyon konusundaki olumsuz beklentileri devam etmektedir. Piyasalar, 2026 yılında enflasyonun güncellenen yüzde 24'lük hedefin belirgin şekilde üzerinde kalarak yüzde 29,4 olacağını, politika faizinin ise yüzde 35 civarına gerileyeceğini düşünmektedir.

Grafik 17.a: Politika faizi beklentileri (%)



Kaynak: TCMB

Grafik 17.b: Enflasyon beklentileri (%)

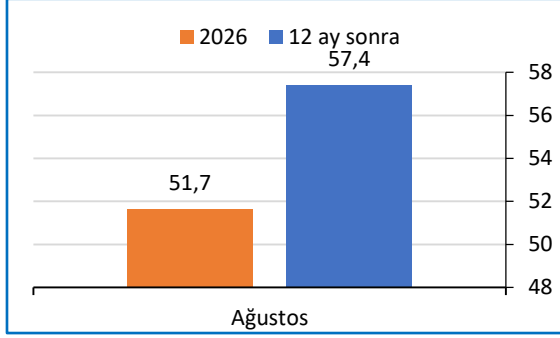


Kaynak: TCMB

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

19. Mevcut gelişmeler çerçevesinde;

- a. ABD-İran gerginliğinin devam etmesi ve anlaşmalara olan güvenin kaybolması petrol fiyatlarını ve bekleyişleri olumsuz etkilemektedir.
- 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 göstermiş, FED’in Eylül’de faizleri artırabileceği bekleyişi artmıştır.
- c. Kısa sürede tekrar anlaşma sağlanamaması ve petrol fiyatlarının yüksek seyretmesi halinde küresel gelişmelerin Ülkemiz ekonomisi üzerindeki olumsuz etkileri de kalıcı olabilecektir.
- d. GSYH savaşa rağmen ikinci çeyrekte ilk çeyreğe göre yüzde 1,1 büyüse de, öncü göstergeler ağustos ayı itibarıyla zayıf seyrini sürdürmektedir.
- e. Diğer yandan, TCMB’nin savaşın başlangıcında yoğun döviz talebi nedeniyle yüzde 37’den yüzde 40’a yükselttiği fiili politika faizini gecikmeli olarak ağustos ayında tekrar yüzde 37’ye çekmesi kredi faizlerine olumlu yansıtacaktır.
- f. **Bu çerçevede, savaşın etkilerinin yılın ikinci yarısında da kısmen devam edebileceği varsayımıyla, 2026 yılında;**
 - i. Kur istikrarının önemli ölçüde devam edeceğini,
 - ii. Enflasyonun yüzde 29’lu seviyelere, politika faizinin de yüzde 35 civarına gerileyebileceğini,
 - iii. Ekonomide yılın ikinci yarısında beklediğimiz hafif toparlanmanın gecikerek büyümenin yüzde 3’ün altına düşebileceğini,
 - iv. Tekrar anlaşma olmasının tahminlerimizi hafif iyileştireceğini, ancak çatışmaların tekrar daha da şiddetlenmesinin tahminlerimizin kötüleşmesine yol açacağını,
 - v. Reel sektörün “temkinli” yaklaşımla; yatırım, nakit yönetimi ve kredi kullanımında dikkatli ve temkinli olması gerektiğini değerlendiriyoruz.