

HAZİRAN 2025

Takvim ve Öngörüler

Ticaret Müzakerelerinin Sonuçları Bekleniyor

Küresel Sanayi ve Hizmetler Yavaşlıyor

Faizlerde Temkinli Yaklaşım

Enflasyon Sürprizi

Döviz Rezervleri Yeniden Yükseliyor

TCMB'den Faiz İndirimi Beklentisi

30 Haziran'da Yeni Şok Yaşanabilir

İçindekiler:

1 Beklentiler

2 Takvim

3 Öngörüler

4 Bilgi Yönetimi

Dünya Ekonomisinde Beklentiler

Ticaret Müzakerelerinde Belirsizlik
ABD uygulamaya koyduğu gümrük tarifelerini askıya alarak tüm ülkeler ile ticaret müzakerelerine başlamıştı. Mayıs ayı sonuna kadar sadece İngiltere ile anlaşma sağlanmış olup diğer ülkeler ile müzakereler sürmektedir. 90 günlük askı süreci ilerlerken özellikle Çin ve AB ile müzakerelerde yeterli ilerleme sağlanamamıştır. Müzakerelerin başarısız olması ve 2 Nisan tarihinde ilan edilen yüksek tarifelerin uygulanması halinde küresel ekonomide yavaşlama ve ticarete ise daralma senaryoları gerçekleşecektir. Haziran ayı müzakereler açısından önemli olup finansal piyasalarda da dalgalanmalar yaşanması olasıdır.

İktisadi Faaliyetler Yavaşlıyor
Küresel ekonomide iktisadi faaliyetler tarifelerin yarattığı belirsizlik ve ticaret müzakerelerinin uzaması nedeniyle giderek yavaşlamaktadır. Küresel sanayi PMI endeksi mayıs ayında 49,6 puana inerek daralma bölgesinde kalmıştır. Üretim ve yeni siparişler de daralmıştır. Sanayide tedarik zincirlerinde yeniden bozulmalar yaşanmaktadır. Yüksek tarife endişeleri ile siparişler ötelenmektedir. Hizmetler sektörü de yavaşlamaktadır. Sanayi ile yakından ilişkili hizmetler sektörlerinde talep sınırlandırılmaktadır. Yılın ikinci çeyreğinde küresel ekonomi ve ticarete yavaşlama daha belirgin hale gelmektedir.

Faiz İndirimleri Bekleniyor
Büyük merkez bankalarından faiz indirimleri devam etmektedir. Tarifelerin enflasyonist etkileri henüz görülmediği için AB ve ABD'de enflasyon gerilemektedir. Buna bağlı olarak Avrupa merkez bankasından haziran ayında da faiz indirimi beklenmektedir. AMB yılsonunda yüzde 2,0'nin altında faiz oranına ulaşabilecektir. ABD merkez bankası FED ise temkinli duruşunu korumaktadır. Tarifelerin netleşmesi ile faiz politikası yön bulacaktır. 2025 yılının geri kalanında FED'in de faiz indirme olasılığı bulunmaktadır. İngiltere merkez bankası ile diğer merkez bankaları da temkinli duruşlarına rağmen faiz indirimlerine daha yakın bulunmaktadırlar.

Türkiye Ekonomisinde Beklentiler

Finansal Şoklar Sonrası Toparlanma Çabası

Türkiye ekonomisi mart ayında yurtdışındaki siyasi gelişmeler ve yurtdışındaki ticaret kaosu içinde finansal şoklar yaşamaya başlamış ve Türk lirasında hızlı değer kaybı ortaya çıkmıştır. Finansal şokların yaşanmaya başlaması sonrası merkez bankası hızla önlemler almaya başlamıştır. Merkez bankasının ilave önlemleri mayıs ayı boyunca da devam etmiş ve parasal sıkılaşma artmıştır. Merkez bankasının önlemleri ile mayıs ayı sonu itibarıyla finansal şoklar kontrol altına alınmıştır. Ancak bunun için uygulanan ilave sıkılaşma önlemleri reel sektörü daha çok zorlamaktadır. Finansal piyasalarda normalleşme ve programda toparlanma çabası haziran ayında da sürecektir. Ancak finansal piyasalar ve program yeni siyasi şoklar karşısında daha açık hale gelmiştir.

Döviz Rezervleri Yeniden Yükseliyor

2023 haziran ayından itibaren uygulanan dezenflasyon programının ana hedeflerinden birisi merkez bankası rezervlerinin artırılmasıdır. 2025 mart ayı başına kadar bu konuda önemli başarı sağlanmıştır. Ancak 19 Mart tarihinden sonra yaşanan finansal şok içinde rezervler de önemli kayıplar oluşmuştur. Merkez bankası çok sayıda ilave sıkılaşma önlemi olarak rezerv kayıplarını durdurmuştur. Mayıs ayı boyunca ise rezervlerde artış gerçekleşmiştir. Döviz talebi

normalleşmiştir. Yurtdışı portföy girişleri yeniden başlamıştır. Yerlilerin DTH geçişleri de önemli ölçüde yavaşlamıştır. Yurtdışı borçlanmalar da yeniden başlamıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak merkez bankası brüt rezervleri mayıs sonunda 153,2 milyar dolar, net rezervleri ise 49,4 milyar dolara çıkmıştır. Rezerv artışı yavaşlayarak sürecektir.

Enflasyon Düşüşü ve Dezenflasyon Programının Geleceği

Yaşanan finansal şoklar ardından TL'deki değer kaybı ve diğer gelişmeler ile enflasyon beklentileri yeniden bozulmuş ve dezenflasyon programına olan güven azalmıştır. Enflasyonun özellikle nisan ve mayıs aylarında yükseleceği beklentisi ortaya çıkmıştır. Ancak özellikle mayıs ayında enflasyonun beklentilerin altında gelmesi ile enflasyon beklentileri yeniden iyileşmeye başlamıştır. Bununla birlikte TÜİK'in açıkladığı mayıs ayı verisi oldukça tartışmalıdır ve piyasa gerçeklerinden uzaktır. Mayıs ayı verisi ile yıllık enflasyon yüzde 35,41'e gerilemiştir. Yaz aylarında da enflasyonun en çok aylık yüzde 2 olması halinde yıllık enflasyon Eylül ayında yüzde 30'a yaklaşmış olacaktır. Diğer yandan enflasyondaki gerileme faiz indirim beklentilerini de ortaya çıkarmıştır.

Merkez Bankası Faiz Beklentileri

Merkez bankası finansal şoklar sonrası politika faizini yüzde 46'ya ve gecelik borç verme faiz oranını yüzde 49'a çıkarmıştır. Yükselen faizler ve diğer sıkılaşma önlemleri ile dövizde olan talep kontrol altına alınmıştır. Diğer yandan mayıs ayındaki enflasyon gerçekleşmesi sonrası merkez bankasından faiz indirimi beklentisi öne çekilmiştir. Merkez bankasının haziran ve temmuz aylarında toplantısı bulunmaktadır. Merkez Bankası muhtemelen haziran ayında gecelik faizde ve temmuz ayında ise politika faizinde indirimle giderek 19 Mart öncesi seviyelere geri dönecektir. Merkez bankası faiz indirimleri kararında enflasyon kadar dövizde oluşabilecek talep riskini de yakından izleyecektir.

30 Haziran Piyasalar İçin Kritik Tarih

19 Mart tarihinden sonra yaşanan finansal şokun nedeni siyasi gelişmeler olmuştu. 30 Haziran tarihinde Cumhuriyet Halk Partisinin 2023 yılı kurultayı hakkında açılan dava büyük ihtimalle karara bağlanacaktır. Kurultay'ın iptali, yeni yönetimin azledilmesi ve kayyım ataması gibi sonuçlar yeni finansal şoklara yol açacaktır. Bu nedenle gelişmeler ve beklentiler yakından izlenmelidir.

HAZİRAN 2025 Ekonomi-Dış Politika-Siyaset Takvimi						
Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma	Cumartesi	Pazar
2 TÜRKİYE, ÇİN, AB, ABD, JAPONYA MAYIS AYI PMI İSM İMALAT VERİLERİ	3 TÜRKİYE MAYIS AYI TÜFE-ENFLASYON YURT İÇİ ÜFE VERİSİ	4	5 ECB AVRUPA MB FAİZ KARARI	6 ABD MAYIS AYI İŞSİZLİK VERİSİ AVRUPA NİSAN AYI PERAKENDE SATIŞ VERİSİ	7	8
9	10	11 ABD MAYIS AYI TÜFE VERİSİ	12 TÜRKİYE NİSAN AYI SANAYİ ÜRETİM VERİSİ ABD MAYIS AYI ÜFE VERİSİ	13 AVRUPA NİSAN AYI SANAYİ ÜRETİM VERİSİ	14	15 G-7 LİDERLER ZİRVESİ - KANADA
16 TÜRKİYE NİSAN AYI PERAKENDE SATIŞ VERİSİ TÜRKİYE NİSAN AYI CARİ AÇIK VERİSİ	17 TÜRKİYE NİSAN AYI İNŞAAT VE HİZMET ÜRETİM VERİSİ ABD MAYIS AYI PERAKENDE SATIŞ VE SANAYİ ÜRETİM VERİSİ	18 TÜRKİYE MAYIS AYI MOTORLU KARA TAŞIT SATIŞ VERİSİ FED ABD MB FAİZ KARARI AVRUPA VE İNGİLTERE MAYIS AYI TÜFE VERİSİ	19 TCMB FAİZ KARARI TÜRKİYE MAYIS AYI KONUT SATIŞ VERİLERİ TÜRKİYE NİSAN AYI KV DIŞ BORÇ VERİLERİ BOE İNGİLTERE MB FAİZ KARARI	20 TÜRKİYE HAZİRAN AYI TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ	21	22
23 AVRUPA NİSAN AYI TÜFE VERİSİ	24 TÜRKİYE HAZİRAN AYI SEKTÖREL VE REEL KESİM GÜVEN ENDEKSLERİ TCMB HAZİRAN AYI KAPASİTE KULLANIM ORANI	25	26	27 TÜRKİYE HAZİRAN AYI EKONOMİK GÜVEN ENDEKSİ TÜRKİYE 2024 YILI SANAYİ ÜRÜN PRODCOM İSTATİSTİKLERİ	28	29
30 Pazartesi TÜRKİYE MAYIS AYI DIŞ TİCARET VERİSİ	30 Pazartesi TÜRKİYE MAYIS AYI İŞSİZLİK VERİSİ	30 Pazartesi TÜRKİYE TEMMUZ AYI ENERJİ FİYATLARI				

Mali Göstergelerde Öngörüler

Türk Lirasında Yeni Denge Arayışı

Finansal şokların en önemli sonucu TL'den kaçış ve döviz kurlarındaki artış olmuştur. Ancak Mayıs ayı sonuna kadar alınan ilave sıkılaştırma önlemleri sonucu TL'den kaçış ve dövize olan talep büyük ölçüde normalleşmiştir. Buna rağmen Mayıs ayı boyunca da TL'de kontrollü değer kaybı sürmüştür. Bu çerçevede TL'de yeni denge arayışı başlamıştır. Yaz aylarında döviz gelirleri daha yüksek olacaktır. Rekabetçilik için kura dönük gelişimin azaltıldığı görülmektedir. Merkez bankasının olası faiz indirimleri dövize talebi etkileyecektir. Ayrıca yeni siyasi gelişmelerin yol açacağı finansal şoklar riskleri bulunmaktadır. TL tüm bu gelişme ve beklentiler çerçevesinde denge arayışında olacaktır.

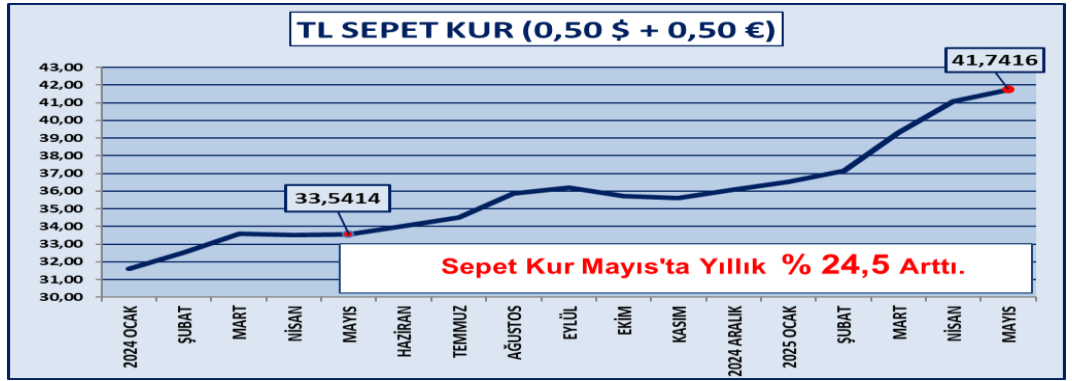
Türk Lirası Faizlerde Düşüş Beklentisi

Finansal şoklar ardından TL ve diğer TL varlıklarda değer kaybını sınırlamak için TCMB 3 kademeli önlemler almıştır. Politika faizi ve gecelik borç verme faizi 49'a yükseltilmiştir. TL'de değer kaybını önlemeye dönük faiz artışları mevduat ve özellikle kredi faizlerinde de sert artışlara neden olmuştur. Alınan önlemler ile TL ve dövizde arz ve talep yeniden kontrol altına alınmıştır. Mayıs ayı enflasyonu sonrası da merkez bankasından faiz indirimi beklentisi öne çekilmiştir. Piyasa faizleri de merkez bankası faiz indirimi beklentisini fiyatlamaya başlamıştır. Kredi ve mevduat faizleri sınırlı ölçüde düşmüştür. Ancak merkez bankası piyasa faizlerinin hızlı gevşemesine izin vermeyecektir.

Emtia Fiyatları Müzakereleri Bekliyor

Küresel emtia fiyatları önce ABD'nin açıkladığı tarifelerden sonra da müzakerelerden etkilenecektir. Tarifelerin açıklanması ile nisan ayında önemli ölçüde gerileyen emtia fiyatları Mayıs ayında müzakerelerin başlaması iyimserliği ile sınırlı ölçüde artmıştır. ABD'nin alüminyum ve çelik tarifelerini yüzde 50'ye çıkarması ise dalgalanma yaratmıştır. Ancak müzakerelerde istenen ilerleme sağlanamamaktadır. Talep tarafı ise giderek zayıflamaktadır ve emtia fiyatlarını aşağı yönlü baskılamaktadır. Emtia fiyatları müzakereleri beklenmektedir.

- **Türk Lirasında Denge Arayışı**
- **Piyasa Faizlerinde Düşüş Beklentisi**
- **Emtia Fiyatları Beklemede**
- **ABD Dolarında Zayıflama**



Reel Sektör ve İktisadi Faaliyetlerde Beklentiler

İkinci çeyreğin son ayında iktisadi faaliyetler üç ana gelişmeden etkilenecektir. Bunlardan ilki dış pazar koşullarında yaşanan gelişmeler olacaktır. İkincisi içeride dezenflasyon programındaki ilave sıkılaştırmaların etkileri belirleyici olacaktır. Üçüncü unsur ise yurtdışı kaynaklı yeni finansal şoklar yaratabilecek siyasi gelişmelerdir. İktisadi faaliyetler Haziran ayında da beklentilerin altında bir seyir izleyecektir. Ancak bayram alışveriş ve geleneksel yaz ayları talebinin katkısı görülecektir. Buna rağmen reel sektör için mali zorluklar ve talep sıkıntısı aynen devam edecektir.

Reel sektör için iç ve dış talep koşulları en sıkıntılı dönemindedir. Dış talep tarafında tarifelerin yarattığı belirsizlik Haziran ayında da sürecektir. Ancak ABD'nin müzakerelerin tamamlanması için öngördüğü 9 Temmuz tarihi yaklaşmaktadır. Bu nedenle Haziran ayında birçok müzakerenin tamamlanması ve belirsizliklerin azalması beklenmektedir. Muhtemelen müzakereler sonrası yeni tarifeler düzeninde Türkiye'nin avantajları daha çok olacaktır.

Mart ayında yaşanan finansal şokların iktisadi faaliyetlere bedeli ise 3 aşamalı ilave sıkılaştırma önlemleri sonucu iç

talepte ilave daralma ve finansman maliyetlerinde artış olmuştur. İç talepte toparlanma beklentisi ötelenmiştir. Finansmana erişimde de sıkıntılar sürmektedir.

İlave sıkılaştırma önlemlerinin yavaşlatıcı etkisi en belirgin hali ile imalat sanayinde görülmektedir. Özellikle Mayıs ayında imalat sanayine dönük iç talep zayıflamıştır. Ayrıca dış talep koşullarının da daralması ile imalat sanayinde yavaşlama daha belirgin hale gelmiştir. İstanbul Sanayi Odası satın alma yöneticileri endeksi verilerine göre imalat sanayinde daralma 13 ayı geride bırakmıştır. Mart ayında yaşanan finansal şoklar ve küresel pazarlardaki tarife savaşlarının da etkisi ile imalat sanayinde daralma 13. aya taşınmıştır. Finansal şoklar sonrası alınan ilave sıkılaştırma önlemleri ile imalat sanayinde daralma sürecinin uzayacağı görülmektedir. İmalat sanayinin bu daralmayı daha ne kadar sürdürebileceği ise belirsiz hale gelmiştir. Mayıs ayında reel sektörün yükünü azaltabilecek adımlar atılmamıştır. Kredi Garanti Fonundan 30 milyar TL kredi olanağı ise hem hayata geçmemiştir hem de çok sınırlı bir kaynaktır.

Dezenflasyon programının önceliği TL'de değer kaybının önlenmesine dönmüştür. Alınan sıkılaştırma önlemleri ile TL'de değer kaybı kontrollü hale gelmiştir. Buna bağlı olarak ihracat açısından rekabetçiliği sağlayacak kur seviyelerine ulaşılmasını veya yaklaşılmasını önemli bir süre daha engellenecektir. Reel sektörde rekabet gücü ve mali yapı göstergeleri itibarıyla en sıkıntılı firmalar ihracatçı firmalar olmaya başlamıştır.

Perakende sektörü, inşaat-konut sektörü ile beyaz eşya, tüketici elektroniği ve mobilya sektörleri gibi dayanıklı tüketim mali sektörleri de talep yetersizliği sıkıntısı ile karşı karşıyadır. Artan kredi faiz oranları tüketim talebini de sınırlamaya devam edecektir. Yaz aylarında turizm ve geleneksel hizmetler sektörlerinde hareketlenme beklentisi ise sürmektedir.

Reel sektör için artan olumsuz koşullar konkordato ve iflas başvurularını artırmaktadır. Konkordato başvuruları ve kabul sayılarındaki hızlı artış iktisadi faaliyet zincirlerinin de gevşemesine neden olmaktadır. Bu nedenle tedarikçi ve müşterilerin mali durumlarının izlenmesi giderek daha önemli hale gelmiştir. Reel sektör firmalarının ilk çeyrek bilançolarında zararlar daha çok sayıdadır. Bu eğilim ikinci çeyrekte de devam etmektedir. Bu süreçte finansal kaynaklara erişimin açık tutulabilmesi çok önemli olacaktır.

- **İlave Sıkılaştırma Önlemleri İktisadi Faaliyetleri Sınırlıyor**
- **İhracat Pazarlarında Tarife Belirsizliği**
- **Sanayide Daralma Sürüyor**
- **Reel Sektör İçin Zorlu Dönem**
- **Konkordatolarda Hızlı Artış**
- **Siyasi Gelişmeler Belirleyici Unsur Haline Geldi**

Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri

Sergül Sokak Saral Sitesi
C Blok Kat:3 Daire:10
Gayrettepe/İSTANBUL

TELEFON:
(212) 3528795

E-MAIL:
info@esdh.com.tr



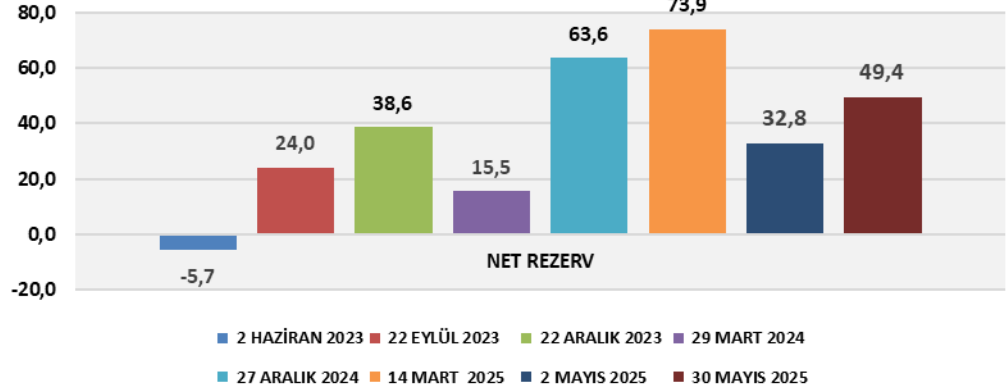
Web Adresi
www.esdh.com.tr

Dr.Can Fuat Gürleşel
can@esdh.com.tr

Bilgi Yönetimi

DÖVİZ REZERVLERİ VE SİYASİ ŞOKLAR

TCMB NET REZERVLERİ MİLYAR DOLAR



- 19 mart tarihinde yaşanan siyasi gelişmeler sonrasında TCMB rezervlerinde sert düşüşler gerçekleşmiştir. Yüksek maliyetler ile toplanan rezervler kısa sürede azalmıştır. Net rezervler 32,8 milyar dolara kadara inmiştir. Mayıs ayında ise ilave sıkılaşma önlemlerinin de etkisi ile rezervler yeniden artmaya başlamış ve mayıs sonunda net rezervler 49,4 milyar dolara yükselmiştir. Yaz aylarındaki geleneksel döviz fazlası ile rezervlerde artış sürecektir.
- Ancak, Merkez Bankası rezervleri için en önemli risk siyasi gelişmeler haline gelmiştir. Merkez Bankası bu amaçla da rezerv biriktirir hale gelmiştir. 30 haziran tarihinde CHP kurultayına ilişkin görülecek davada iptal ve kayyım kararı alınması halinde yen bir siyasi şok yaşanacaktır. Dövizde yeniden yüksek bir talep yaşanması olasıdır. Merkez Bankasının rezervleri devreye girecektir. Ancak bu kez rezervler yeterli olamayabilecektir.

TEMEL GÖSTERGELER

	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK	OCAK	ŞUBAT	MART	NİSAN	MAYIS
Dolar/TL	34,1825	34,2403	34,6417	35,3438	35,8274	36,4467	37,8337	38,4375	39,1329
Euro/TL	38,2402	37,1904	36,6131	36,8024	37,2130	37,8915	40,7753	43,7147	44,3503
Euro/Dolar	1,1137	1,0884	1,0579	1,0345	1,0361	1,0377	1,0828	1,1332	1,1348
MB Politika Faizi %	50,00	50,00	50,00	47,50	45,00	45,00	42,50	46,00	46,00
Gösterge Tahvil Faizi %	39,52	42,95	40,77	40,56	38,16	38,20	49,10	46,89	44,06
TÜFE Yıllık %	49,38	48,58	47,09	44,38	42,12	39,05	38,10	37,86	35,41
Türkiye CDS 5Y	268,14	263,28	254,21	260,50	253,54	252,00	312,79	338,94	319,18
Cari Açık/Fazla Yıllık Milyon \$	-9,103	-6,922	-7,113	-10,062	-11,659	-12,646	-12,610		
Türkiye PMI	44,3	45,8	48,3	49,1	48,0	48,3	47,3	47,3	47,2
Toplam Krediler Milyar TL	15.006	15.136	15.453	16.046	16.368	16.859	17.627	18.387	18.875
Brent Petrol Varil Dolar	71,70	72,81	71,84	74,64	75,67	72,81	74,77	61,06	62,78
Dow Jones Endeksi	42.330	41.763	44.911	42.544	44.545	43.841	42.002	40.669	42.270
BIST-100 Endeksi	9.666	8,864	9.652	9.831	10.004	9.659	9.659	9.078	9.020