

TEMMUZ 2025

## Takvim ve Öngörüler

- Ticaret Müzakereleri Uzayabilir
- Tarife Belirsizliği Kararları Öteliyor
- Faizlerde İndirim Baskısı
- Enflasyon Sürprizi
- Döviz Rezervleri Yükseliyor
- TCMB'den Faiz İndirimi Beklentisi

## İçindekiler:

- 1 Beklentiler
- 2 Takvim
- 3 Öngörüler
- 4 Bilgi Yönetimi

## Dünya Ekonomisinde Beklentiler

## Ticaret Müzakereleri Sonuçlanacak

ABD yeni yönetiminin gümrük tarifeleri uygulama hedefi küresel ekonomide ve ticarete yavaşlama beklentilerini de beraberinde getirmektedir. Vergilerin uygulanmasına dönük olarak başlatılan müzakerelerde ABD sadece İngiltere ve Vietnam ile anlaşma imzalamış, Çin ile de muğlak bir anlaşmaya varmıştır. Diğer ülkeler ile müzakerelerde henüz sonuç alınamamıştır. ABD müzakereler için belirlediği son tarih olan 9 Temmuz muhtemelen aşılabacaktır. Müzakere sürecinin 1 ağustos'a kadar uzaması beklenmektedir. ABD yönetimi 1 Eylül tarihine kadar da tüm ülkeler ile anlaşma yapmayı hedeflemektedir. Müzakereler ve yarattığı belirsizlikler yaz aylarında da sürecektir.

## İktisadi Kararlar Vergileri Bekliyor

ABD'nin uygulamayı hedefiği tarifeler ve bu amaçla başlattığı müzakereler ile önemli bir belirsizlik süreci oluşmuştur. Vergilerin 2 Nisan tarihinde açıklandığı gibi yüksek oranlarda uygulanması halinde ABD'de enflasyon ve küresel ekonomide ve ticarete yavaşlama senaryoları gerçekleşecektir. Belirsizlik ortamında şirketler ve hükümetlerin kararları da ertelenmektedir. Yüksek vergiler uygulanması endişesi ile yılın ikinci çeyreğinde siparişlerin ve tedariklerin öne çekildiği ve üretimlerde artış olduğu görülmektedir. Diğer yandan pariteler ve emtia fiyatları da müzakerelerin sonuçlanmasını ve uygulanacak vergi oranlarının belirlenmesini beklemektedir.

## Faiz İndirimleri Bekleniyor

Enflasyondaki gerilemelere bağlı olarak büyük merkez bankalarından faiz indirimi beklentileri devam etmektedir. Avrupa Merkez Bankası haziran ayında da faiz indirimine gitmiştir ve yılın ikinci yarısında faiz oranlarını yüzde 2,0'nin altına çekebilecektir. ABD'de ise yönetimin merkez bankası üzerindeki faiz indirim baskısı ve eleştirileri artmaktadır. Buna rağmen FED muhtemelen eylül ayına kadar faizleri değiştirmeyecektir. İngiltere merkez bankasının da yılın ikinci yarısında faiz indirimleri devam edecektir. Diğer merkez bankaları ise tarifelerin olası etkilerini bekleyerek temkinli durmaya devam edektedirler.

## Türkiye Ekonomisinde Beklentiler

## Dezenflasyon Programı ve Enflasyonda Gerileme

2023 haziran ayından itibaren uygulanmaya başlanan dezenflasyon programı 2024 yerel seçimlerinde ve 2025 yılı 19 Mart sürecinde iki kez akamete uğramıştır. Buna bağlı olarak enflasyon ve faizlerdeki düşüş gecikmiş ve program uygulaması eleştirilmeye başlanmıştır. 2025 mart ayında yaşanan siyasi gelişmelerin yol açtığı finansal şoklar nedeniyle program kapsamında ilave sıkılaştırma önlemleri alınmıştır. İlave önlemler reel sektörü daha zorlamaktadır. Haziran ayı sonu itibarıyla 24 ayını dolduran program ile tüketici yıllık enflasyonu yüzde 35,05'e gerilemiştir. Mayıs ve haziran aylarında TÜİK tarafından açıklanan enflasyon verileri beklentilerin oldukça altında kalmış ve eleştirilmiştir. Tüm bu gelişmeler çerçevesinde dezenflasyon programı uygulanmaya devam edecektir. Enflasyondaki gerçekleşen gerileme özellikle reel sektörün beklediği faiz indirimi ve gevşeme sürecine de yaklaştığını göstermektedir.

## Merkez Bankası'ndan Faiz İndirimi Bekleniyor

TCMB enflasyondaki düşüşe bağlı olarak 2024 Aralık ayında ilk faiz indirimini gerçekleştirmiş ve politika faizini 2025 mart

ayında yüzde 42,5'e çekmişti. Ancak yaşanan finansal şoklar nedeniyle banka gecelik faiz oranını yüzde 49'a ve politika faizini ise yüzde 46'ya yükseltmişti. 19 Mart sonrası alınan ilave önlemler ile finansal şokların etkileri azalmış ve TL'den kaçış durmuştur. Diğer yandan enflasyonda ve beklentilerinde de belirgin bir düşüş gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde TCMB temmuz ayında politika faizini yüzde 42,5'e kadar çekebilecektir. Gecelik faiz oranı da yüzde 44-45 bandına inecektir. Merkez bankası faiz indirimlerine başlayacak olmakla birlikte kredi, kredi kartı ve likidite alanındaki sıkışmalara muhtemelen devam edecektir. Bu alandaki gevşemeler eylül-ekim ayı gibi başlayacaktır. Yine merkez bankası faiz indirimi sonrası piyasada mevduat ve kredi faizlerinde de hızlı düşüşlere olanak vermeyecektir. Enflasyonun elverdiği ölçüde kademeli ve temkinli bir gevşeme uygulanacaktır.

## Döviz Rezervleri 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 sıkılaştırma önlemleri alarak rezerv kayıplarını durdurmuştur. Mayıs ve haziran 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 haziran sonunda 154,4 milyar dolar, net rezervleri ise 46,4 milyar dolara çıkmıştır. Rezerv artışı yavaşlayarak sürecektir.

## Dış Ticaret ve Bütçe Dengesi Sıkıntılı

Uygulanan dezenflasyon programı ile fiyat istikrarına ulaşılması hedeflenirken diğer yandan dış ticaret ve bütçe dengelerinde de iyileşmeler hedeflenmektedir. 2025 yılının ikinci çeyreğinde ilave sıkılaştırmaların da katkısı ile dış ticaret açığında iyileşme beklenmesine karşı ithalat artışı hızlanmış ve dış ticaret açığı yükselmeye başlamıştır. Yine finansal şoklar ve ilave sıkılaştırmalar sonucu daha da yavaşlayan iktisadi faaliyetler nedeniyle bütçe gelirleri performansı zayıflamakta ve bütçe açığı da artmaktadır.

| TEMMUZ 2025 Ekonomi-Dış Politika-Siyaset Takvimi             |                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                    |           |           |
|--------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------|
| Pazartesi                                                    | Salı                                                                                                           | Çarşamba                                                                                                                                                                                                           | Perşembe                                                                                                                                                                                                                 | Cuma                                                                                                                                                               | Cumartesi | Pazar     |
|                                                              | <b>1</b><br>TÜRKİYE, ÇİN, AB,<br>ABD, JAPONYA<br>HAZİRAN AYI<br>PMİ İSM<br>İMALAT VERİLERİ                     | <b>2</b>                                                                                                                                                                                                           | <b>3</b><br>TÜRKİYE<br>HAZİRAN AYI<br>TÜFE-ENFLASYON<br>YURT İÇİ ÜFE<br>VERİSİ                                                                                                                                           | <b>3 Perşembe</b><br>ABD<br>HAZİRAN AYI<br>İŞSİZLİK VERİSİ                                                                                                         | <b>5</b>  | <b>6</b>  |
| <b>7</b><br>AVRUPA<br>MAYIS AYI<br>PERAKENDE SATIŞ<br>VERİSİ | <b>8</b>                                                                                                       | <b>9</b>                                                                                                                                                                                                           | <b>10</b><br>TÜRKİYE<br>MAYIS AYI<br>SANAYİ ÜRETİM<br>VERİSİ                                                                                                                                                             | <b>11</b><br>TÜRKİYE<br>MAYIS AYI<br>PERAKENDE SATIŞ<br>VERİSİ<br><br>TÜRKİYE<br>MAYIS AYI<br>CARİ AÇIK VERİSİ                                                     | <b>12</b> | <b>13</b> |
| <b>14</b>                                                    | <b>15</b><br>ABD<br>HAZİRAN AYI<br>TÜFE VERİSİ<br><br>AVRUPA<br>MAYIS AYI<br>SANAYİ ÜRETİM<br>VERİSİ           | <b>16</b><br>TÜRKİYE<br>MAYIS AYI<br>İNŞAAT VE HİZMET<br>ÜRETİM<br>VERİSİ<br><br>İNGİLTERE<br>HAZİRAN AYI<br>TÜFE VERİSİ<br><br>ABD<br>HAZİRAN AYI<br>SANAYİ ÜRETİM VERİSİ<br><br>ABD<br>HAZİRAN AYI<br>ÜFE VERİSİ | <b>17</b><br>TÜRKİYE<br>MAYIS AYI<br>KV DIŞ BORÇ<br>VERİLERİ<br><br>TÜRKİYE<br>HAZİRAN AYI<br>KONUT SATIŞ<br>VERİLERİ<br><br>ABD<br>HAZİRAN AYI<br>PERAKENDE<br>SATIŞ VERİSİ<br><br>AVRUPA<br>HAZİRAN AYI<br>TÜFE VERİSİ | <b>18</b><br>TÜRKİYE<br>HAZİRAN AYI<br>MOTORLU KARA<br>TAŞIT SATIŞ VERİSİ                                                                                          | <b>19</b> | <b>20</b> |
| <b>21</b><br>AVRUPA<br>NİSAN AYI<br>TÜFE VERİSİ              | <b>22</b>                                                                                                      | <b>23</b><br>TÜRKİYE<br>TEMMUZ AYI<br>TÜKETİCİ GÜVEN<br>ENDEKSİ                                                                                                                                                    | <b>24</b><br><b>TCMB</b><br><b>FAİZ KARARI</b><br><br><b>ECB</b><br><b>AVRUPA MB</b><br><b>FAİZ KARARI</b>                                                                                                               | <b>25</b><br>TÜRKİYE<br>TEMMUZ AYI<br>SEKTÖREL<br>VE REEL KESİM<br>GÜVEN ENDEKSLERİ<br><br>FITCH VE STANDARD<br>AND POORS TÜRKİYE<br>KREDİ NOTU<br>DEĞERLENDİRMESİ | <b>26</b> | <b>27</b> |
| <b>28</b>                                                    | <b>30 Çarşamba</b><br>TÜRKİYE<br>HAZİRAN AYI<br>İŞSİZLİK VERİSİ<br><br>TÜRKİYE<br>TEMMUZ AYI<br>EKONOMİK GÜVEN | <b>30</b><br><b>FED</b><br><b>ABD MB</b><br><b>FAİZ KARARI</b>                                                                                                                                                     | <b>31</b><br>TÜRKİYE<br>MAYIS AYI<br>DIŞ TİCARET VERİSİ<br><br>TÜRKİYE<br>AĞUSTOS AYI<br>ENERJİ FİYATLARI                                                                                                                |                                                                                                                                                                    |           |           |

## Mali Göstergelerde Öngörüler

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

### Türk Lirasında Kontrollü Değer Kaybı

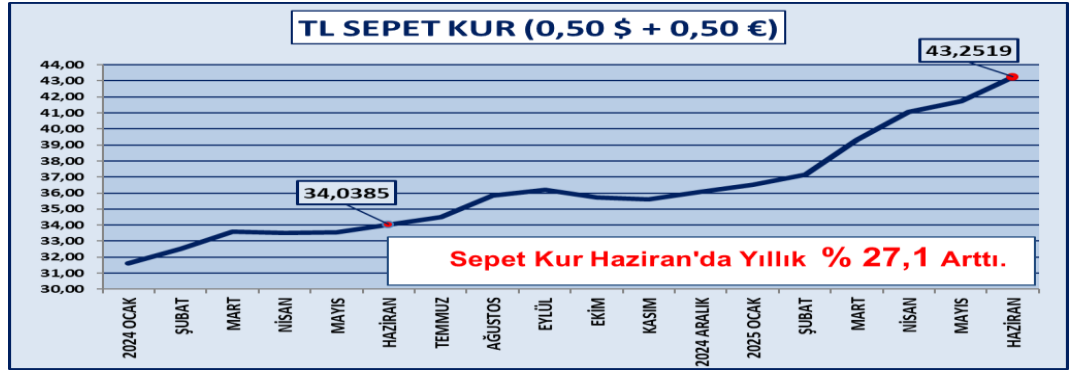
19 Mart sonrası Türk lirasında önemli bir değer kaybı yaşanmıştı. Ancak alınan ilave sıkılaştırma önlemleri ile TL'den kaçış sona ermiştir. Buna rağmen özellikle haziran ayında Türk lirasında kontrollü bir değer kaybı yaşanmıştır. Alınan önlemler ile 38,0 seviyesine inen dolar kuru haziran sonunda 40 TL'ye ulaşmıştır. Merkez Bankasının döviz rezervi biriktirmek için dövizde alıcı olduğu görülmektedir. Yine dışarıda jeopolitik gelişmeler ve içeride siyasi risklerin canlı kalması nedeniyle TL üzerinde baskı sürmektedir. TL'yi koruyan yüksek faizlerin kademeli olarak gerilemeye başlaması beklenmektedir. Ancak faiz indirimlerinin ilk aşamada TL'nin değer kaybı üzerinde etkisi sınırlı kalacaktır.

### TL Faizlerinde İndirim Beklentisi

TCMB'nin temmuz ayında faiz indirimlerine başlaması yüksek ihtimaldir. Buna bağlı olarak piyasa TL faiz oranlarında da gerileme beklentisi oluşmuştur. Haziran ayı sonu itibarıyla yıllık bileşik mevduat oranları yüzde 55'in ve kredi faiz oranları ise yüzde 60'ın üzerindedir. Temmuz ayındaki olası 3,5 puanlık politika faizi indirimi ile mevduat ve kredi faiz oranlarında da 4-5 puanlık düşüşler olabilecektir. Ancak TCMB mevduat ve kredi faizlerinde hızlı ve yüksek düşüşlere olanak vermeyecektir. Buna bağlı olarak piyasa faiz oranları da kademeli bir gerileme eğilimi içinde olacaktır. Merkez Bankasının bir sonraki toplantısı eylül ayındadır ve piyasa faizleri bu tarihe kadar sınırlı düşüşü sürdürecektir.

### ABD Dolarında Değer Kaybı Baskısı

ABD yeni yönetiminin uyguladığı politikalar ABD dolarını zayıflatmaya devam etmektedir. İlk olarak yüksek tarifelerin açıklanması ile dolarda yön değişmiştir. Ardından vergi indirimleri hedeflerine bağlı olarak mali görünüm daha da bozulmuş ve ABD'nin kredi notu düşürülmüştür. Son dönemde ise yönetimin merkez bankası üzerindeki faiz indirim baskısı ve eleştirileri doları zayıflatmaktadır. FED başkanının görev süresi 2026 şubat ayında bitmektedir. Yönetimini faiz indirimlerine gidecek yeni bir başkan seçmek istemesi de dolarda değer kaybına yol açmaktadır. ABD doları kademeli bir değer kaybı sürecine girmiş bulunmaktadır.



## Reel Sektör ve İktisadi Faaliyetlerde Beklentiler

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

Yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyetler üç ana gelişmeden etkilenecektir. Bunlardan ilki dış pazar koşullarında yaşanan gelişmeler olacaktır. İkincisi içeride merkez bankasından beklenen faiz indirimleri ve dezenflasyon programındaki ilave sıkılaştırmaların etkileri olacaktır. Üçüncü unsur ise yurtdışı kaynaklı yeni finansal şoklar yaratabilecek siyasi gelişmelerdir.

Reel sektör için iç ve dış talep koşulları en sıkıntılı dönemini yaşamaya devam etmektedir. Dış talep tarafında tarifelerin yarattığı belirsizlik temmuz ayında müzakerelerin sonuçlanması ile azalabilecektir. Muhtemelen müzakereler sonrası yeni tarifeler düzeninde Türkiye'nin avantajları daha çok olacaktır. AB'ye ve ABD pazarındaki rakiplerimize uygulanacak vergi oranları belirleyici 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 ve haziran aylarında imalat sanayine dönük iç talep zayıflamıştır. Ayrıca dış talep koşullarının da daralması ile imalat sanayinde daralma daha belirgin hale gelmiştir. İstanbul Sanayi Odası satın alma yöneticileri endeksi verilerine göre imalat sanayinde daralma 14 ayı geride bırakmıştır. Mart ayında yaşanan finansal şoklar ve küresel pazarlardaki tarife savaşlarının da etkisi ile imalat sanayinde daralma 14. 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.

Reel sektör ve iktisadi faaliyetler açısından temmuz ayındaki en önemli beklenti TCMB'nin faiz indirimleri olacaktır. TCMB kademeli ve temkinli bir faiz indirimine başlayacaktır. Ancak ilk faiz indiriminin kredi ve mevduat faizleri üzerindeki etkisi sınırlı olacaktır. Bu nedenle temmuz ayındaki faiz düşüşünün iç talep ve finansman

maliyetleri üzerindeki iyileştirici etkisi de ilk aşamada sınırlı olacaktır. Buna karşın faiz indirimleri reel sektörde beklentiler ve moral tarafında önemli katkı sağlayacaktır.

Perakende sektörü, inşaat-konut sektörü ile beyaz eşya, tüketici elektroniği ve mobilya sektörleri gibi dayanıklı tüketim mali sektörleri talep yetersizliği sıkıntısı ile karşı karşıyadır. Faiz oranlarındaki düşüşler tüketim talebine sınırlı katkı verecektir. Yaz aylarında turizm ve geleneksel hizmetler sektörlerinde hareketlenme ise henüz beklentilerin altındadır. Satın alma gücünün azalmış olması turizm ve hizmetler sektörlerini olumsuz etkilemeye başlamıştır.

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 üçüncü çeyrekte de devam edecektir. Bu süreçte finansal kaynaklara erişimin açık tutulabilmesi çok önemli olacaktır.

## 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 ABD DOLARININ GELECEĞİ

### ABD DOLAR ENDEKSİ 1973=100



- ABD yeni yönetiminin politikaları para birimi dolarda değer kaybı baskısı yaratmaya devam etmektedir. 2 nisan tarihinde açıklanan yüksek gümrük tarifeleri ile dolarda değer kaybı ve dolar cinsi varlıklardan çıkış eğilimi başlamıştır. ABD'nin kredi notunun düşürülmesi dolarda değer kaybını hızlandırmıştır. Son olarak merkez bankasına dönük eleştiriler ve faiz indirim baskısı da doları zayıflatmaktadır.
- ABD dolarının önümüzdeki dönemde kademeli olarak değer kaybetmeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Merkez Bankasında şubat ayında görev süresi dolacak olan başkanın yerine faiz indirimlerini savunan adayların açıklanması dolar üzerinde baskıyı daha da artıracaktır. ABD dolarında eylül ayında yeni bir kırılma olasıdır.

### TEMEL GÖSTERGELER

|                                  | EKİM    | KASIM   | ARALIK  | OCAK    | ŞUBAT   | MART    | NİSAN   | MAYIS   | HAZİRAN |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Dolar/TL                         | 34,2403 | 34,6417 | 35,3438 | 35,8274 | 36,4467 | 37,8337 | 38,4375 | 39,1329 | 39,8124 |
| Euro/TL                          | 37,1904 | 36,6131 | 36,8024 | 37,2130 | 37,8915 | 40,7753 | 43,7147 | 44,3503 | 46,6913 |
| Euro/Dolar                       | 1,0884  | 1,0579  | 1,0345  | 1,0361  | 1,0377  | 1,0828  | 1,1332  | 1,1348  | 1,1789  |
| MB Politika Faizi %              | 50,00   | 50,00   | 47,50   | 45,00   | 45,00   | 42,50   | 46,00   | 46,00   | 46,00   |
| Gösterge Tahvil Faizi %          | 42,95   | 40,77   | 40,56   | 38,16   | 38,20   | 49,10   | 46,89   | 44,06   | 40,13   |
| TÜFE Yıllık %                    | 48,58   | 47,09   | 44,38   | 42,12   | 39,05   | 38,10   | 37,86   | 35,41   | 35,05   |
| Türkiye CDS 5Y                   | 263,28  | 254,21  | 260,50  | 253,54  | 252,00  | 312,79  | 338,94  | 319,18  | 284,36  |
| Cari Açık/Fazla Yıllık Milyon \$ | -6,923  | -7,115  | -10,074 | -11,645 | -12,611 | -12,780 | -15,815 |         |         |
| Türkiye PMI                      | 45,8    | 48,3    | 49,1    | 48,0    | 48,3    | 47,3    | 47,3    | 47,2    | 46,7    |
| Toplam Krediler Milyar TL        | 15.136  | 15.453  | 16.046  | 16.368  | 16.859  | 17.627  | 18.387  | 18.937  | 19.450  |
| Brent Petrol Varil Dolar         | 72,81   | 71,84   | 74,64   | 75,67   | 72,81   | 74,77   | 61,06   | 62,78   | 66,74   |
| Dow Jones Endeksi                | 41.763  | 44.911  | 42.544  | 44,545  | 43,841  | 42,002  | 40.669  | 42.270  | 44.095  |
| BIST-100 Endeksi                 | 8,864   | 9.652   | 9.831   | 10.004  | 9.659   | 9.659   | 9.078   | 9.020   | 9.949   |