OYAK YATIRIM

Ekonomik Gelişmeler: 2025 İkinci Yarı ve 2026 Görünümü

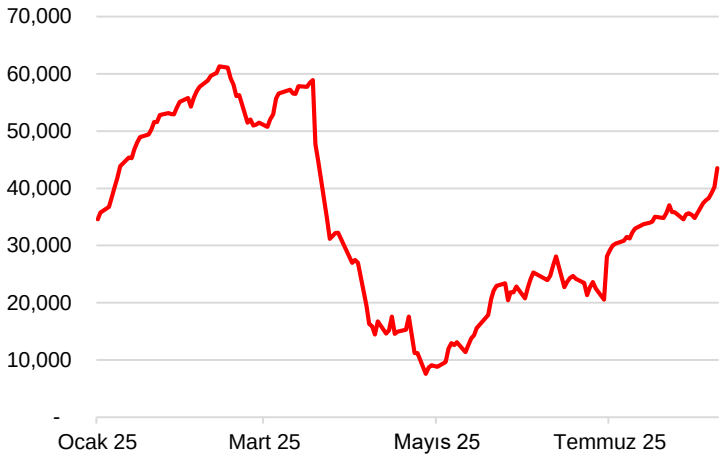
Ağustos 2025

Ekonomist - Alper Topkaya

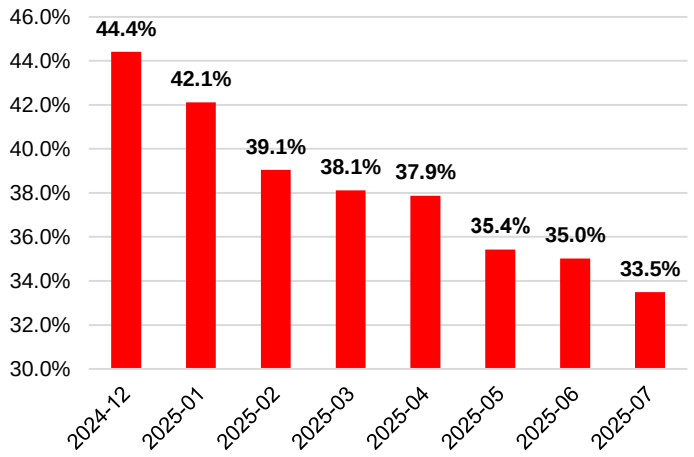
2025 Yılında Öne Çıkan Üç Grafik

OYAK YATIRIM

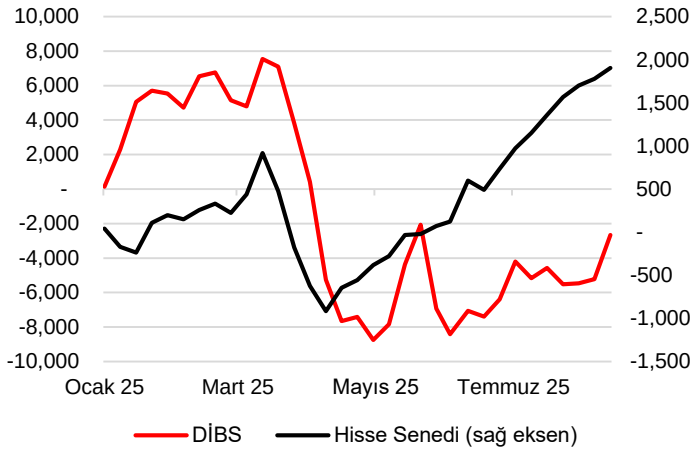
Swaplar Hariç Net Rezervler (mn, dolar)



TÜFE (y/y)



YBB Portföy Girişi (mn, dolar)



**Belgenin sonraki sayfalarındaki tablolar ve grafikler, TCMB, TÜİK, Türkiye Veri İzleme Merkezi, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Bloomberg, IMF, Refinitiv Eikon ve OYAK Yatırım'dan alınan veriler kullanılarak hazırlanmıştır.*

Yönetici Özeti

OYAK YATIRIM

- 2025 yılına, dezenflasyon süreci, artan rezervler ve güçlü portföy girişleri gibi olumlu gelişmelerle başlayan Türkiye ekonomisi, 19 Mart'tan sonra zorlu bir dönem yaşadı. O tarihten bu yana, yüksek iç döviz talebini ve yabancı portföy çıkışlarını dengelemek için 50 milyar dolardan fazla rezerv kullanıldı. Bu baskılara rağmen, enflasyon görünümü genel olarak değişmezken, “Ekonomi Programı” kesintisiz olarak devam etti. Bu raporda, piyasadaki dalgalanmalardan bu yana gelişmeleri değerlendirmek ve yıl sonuna kadar ve sonrası için beklentilerimizi paylaşmak istedik.

- Mart ve Nisan aylarında hızlı bir şekilde artan portföy çıkışları, TCMB'nin sıkı para politikası sayesinde Mayıs ayından itibaren tersine dönerek girişlere dönüştü. Ayrıca, yabancı yatırımcıların TL swap pozisyonları Ağustos ayı başından itibaren hızlanarak şok öncesi seviyeleri aştı. Öte yandan, piyasa artık TCMB'nin olası iç piyasa şoklarına yanıt olarak reel faiz oranlarının önemli ölçüde yüksek seyredeceğini öngörüyor.

- 2024 yılını %44,4 ile kapatan tüketici fiyat enflasyonu (TÜFE), bu yılın Temmuz ayında %33,5'e geriledi. Ağustos ayı Piyasa Katılımcıları Anketi'nde ise 12 aylık ileriye dönük enflasyon beklentileri 4,2 puan düşüşle %22,8'e geriledi. Bununla birlikte, yıl sonu enflasyon beklentileri %29,7'de sabit kalırken, ekonomistler gelecek yılın sonunda %20,4'lük bir enflasyon oranı öngörüyor. Bizim tahminlerimiz ise sırasıyla %28,5 ve %18,6 ile biraz daha iyimser.

- Devam eden deflasyonist eğilime rağmen, büyüme beklentileri nispeten dirençli olmaya devam ediyor. 2025 yılı için %3,3 GSYH büyümesi öngörürken, bunu takip eden yıllarda ise %4,3 ve %4,5'lik bir büyüme bekliyoruz. Büyüme, güçlü performans gösteren hizmetler ve inşaat sektörleri tarafından sürdürülürken, imalat sektörü geride kalmaya devam ediyor. Özellikle imalat sektörünün düşük katma değerli sektörleri, TL’deki reel değer kazancı ve zayıf verimlilikten kaynaklanan maliyet dezavantajlarından dolayı baskı altında kalmaya devam edecek.

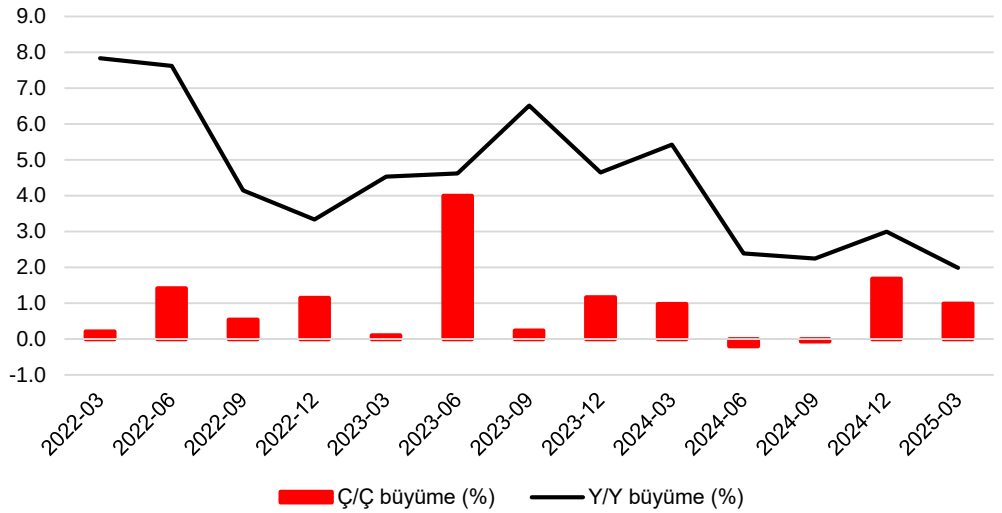
- Bütçe açığı, depremle ilgili harcamaların azalması (~ GSYH'nin %1,5'i) ve personel giderlerindeki ölçülü artışın desteğiyle GSYH'nin %4,3'üne geriledi. Ancak, yüksek faiz oranları borç servis maliyetleri üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor ve bu maliyetlerin 2025’in ikinci yarısı ve 2026 yıllarında da yüksek seviyelerde kalmasını bekliyoruz. Mevcut politika çerçevesi altında kademeli iyileşmeyi yansıtarak, bütçe açığının 2025 yılında GSYH'nin %4,0'ına, 2026 yılında ise %3,2'ye gerileyeceğini öngörüyoruz.

- Uygulanan sıkı para ve maliye politikalarına rağmen, yılın ilk yarısında cari işlemler açığı genişledi. Bunun başlıca nedenleri, tüketim malları ve altın ithalatındaki artış ve altın fiyatlarındaki yükseliş oldu. 2024 yılında GSYH'nin %0,8'i olarak gerçekleşen cari işlemler açığının, 2025 yılında %1,5 civarında ve 2026 yılında %2,3 civarına yükseleceğini öngörüyoruz.

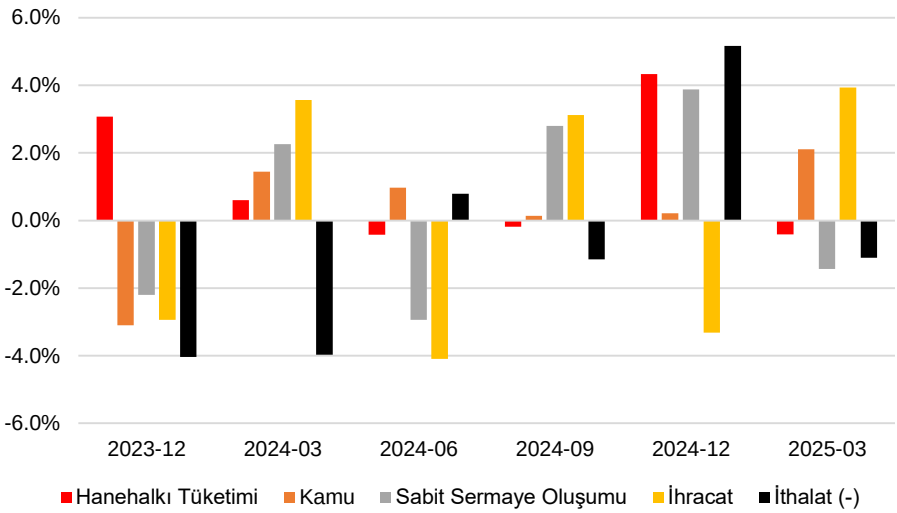
GSYH Büyümesi

OYAK YATIRIM

GSYH Büyümesi



GSYH Bileşenlerinin Büyümesi (ç/ç)



- TCMB'ye yönelik faiz indirim beklentilerinin desteklediği 4Ç24 ve 1Ç25'te GSYH büyüme oranı çeyreklik bazda hızlandı. Ancak, geçen yılın yüksek baz etkisi nedeniyle yıllık büyüme oranları zayıf seyretti. 2Ç25'ten itibaren düşük baz etkisiyle yıllık büyüme oranının %3'ü aşmasını beklerken, büyümenin 4Ç25'te daha da hızlanması bekliyoruz.

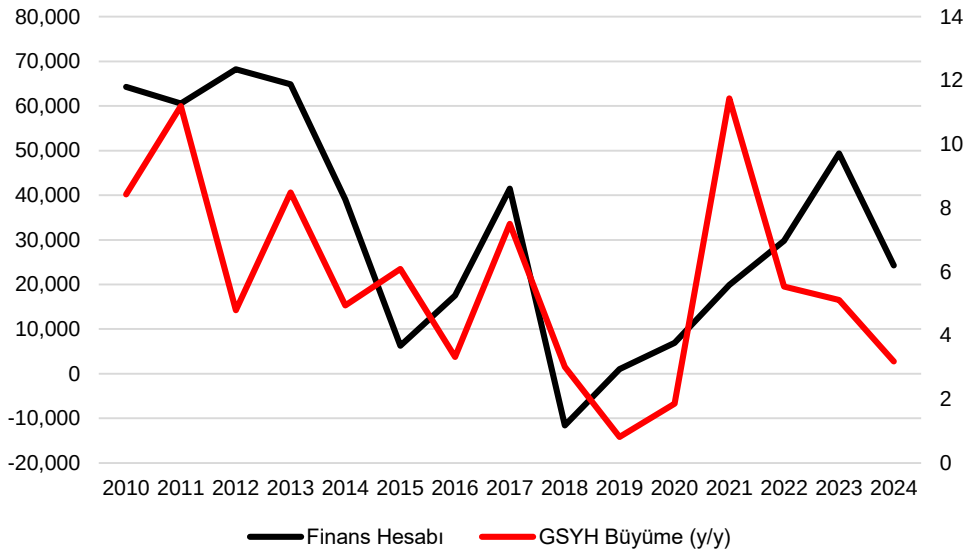
- Hanehalkı tüketimi, faiz indirimi beklentilerinin desteğiyle 4Ç24'te çeyreklik bazda %4,3 oranında artarak ana itici güç oldu. Tüketim iştahı ise ilk çeyrekte dirençli seyrini sürdürdü. Perakende satışlar 1Ç25'te yıllık bazda %9,9 ve çeyreklik bazda %3,1 oranında büyürken, reel kredi kartı satışları da benzer bir seyir izledi. Benzer şekilde, yatırım iştahı iki çeyrek üst üste büyümenin ardından 1Ç25'te zayıfladı.

- Bu arada, dış talep, tüketim malları ve altın ithalatındaki artış nedeniyle 2024 yılının 4. çeyreğinde GSYH büyümesini olumsuz etkiledi. 2025 yılının 1. çeyreğinde ihracat bir miktar toparlanma gösterirken, ithalat 4. çeyrekteki güçlü seyrin ardından kısmi durakladı.

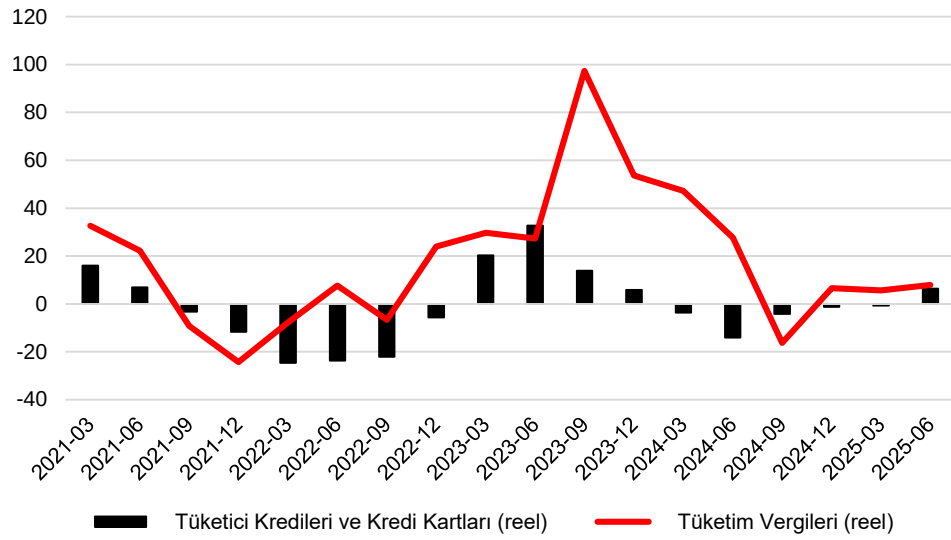
Büyüme Görünümü I

OYAK YATIRIM

Dış Finansman (milyar dolar) ve GSYH Büyümesi (yıllık, %)



Tüketici Kredisi Büyümesi ve Tüketim Vergisi Büyümesi (yıllık, %)



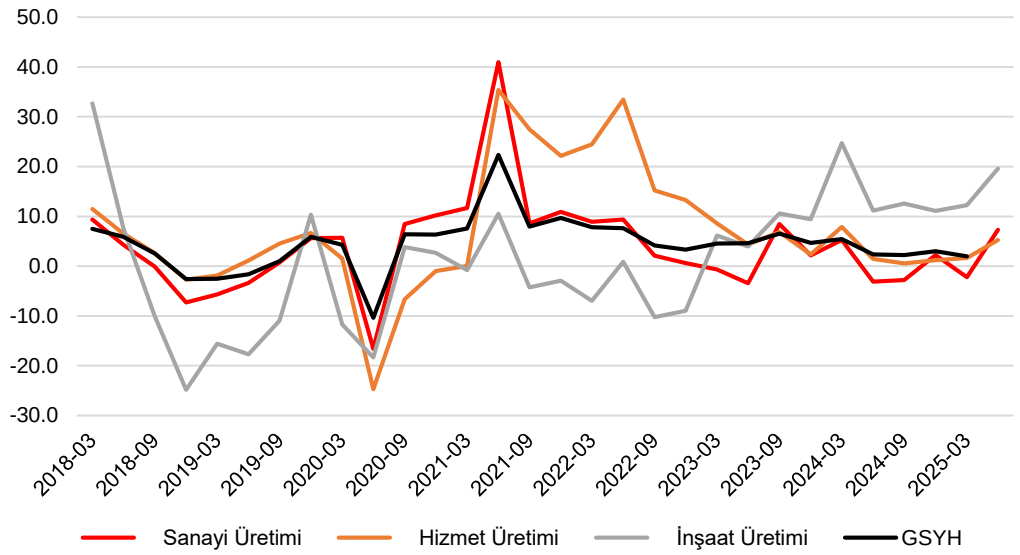
- Türkiye'nin tasarruf oranı yatırım oranının altında kalmaya devam ettiği için, dış finansman geçmiş dönemde GSYH büyümesinin temel itici gücü olmuştur. 2018 ile 2022 yılları arasında, portföy çıkışlarının devam etmesi nedeniyle dış finansman nispeten zayıf kalmıştır; ancak genel seçimlerin ardından hem portföy hem de kredi girişleri artmıştır. Sonuç olarak, TCMB'nin sıkı politika duruşuna rağmen, dış finansman Türkiye'nin büyüme performansını desteklemeye devam etmiştir.

- Tüketici kredisi büyümesi 4Ç24 ve 1Ç25'te dirençli seyrederken, bu da hanehalkı talebinin tüketim vergisi gelirlerini desteklemesini sağladı. 2025 yılının 1. çeyreğinde %-0,7 olan kredi büyümesi, yüksek faiz ortamına rağmen 2025 yılının 2. çeyreğinde yeniden pozitif hale gelirken, hanehalkının yüksek enflasyon beklentileri (12 aylık ileriye dönük beklenti: %54,5) göz önüne alındığında, pozitif seyirini sürdürmesi muhtemeldir.

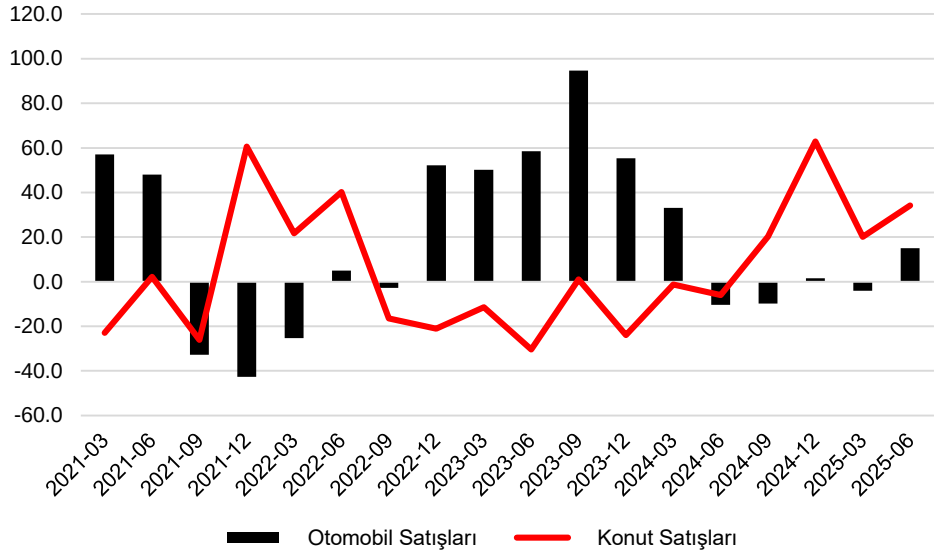
Büyüme Görünümü II

OYAK YATIRIM

Sanayi, Hizmetler, İnşaat Üretim Endeksleri ve GSYH Büyümeleri (yıllık, %)



Konut Satışları ve Otomobil Satışları (y/y, %)



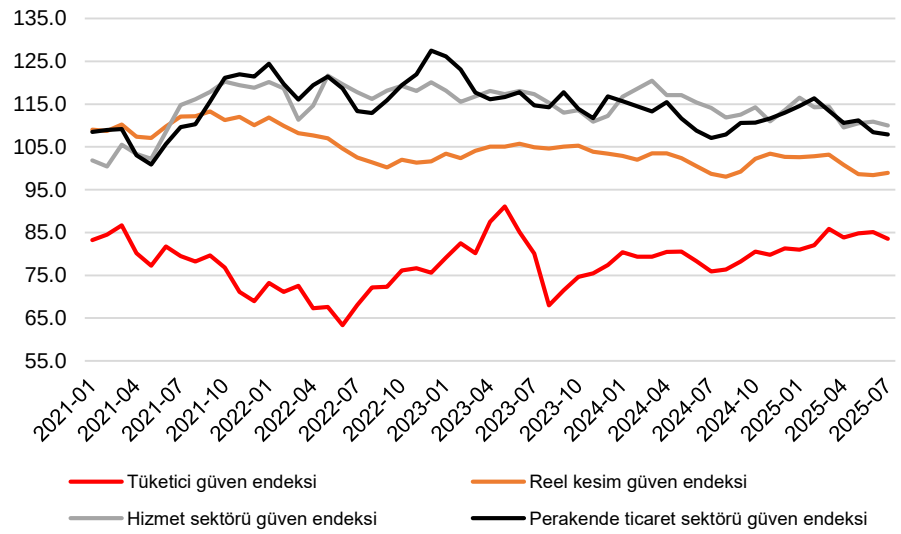
- TÜİK, 2024 yılında hizmetler ve inşaat üretim endekslerini yayınlamaya başlamış ve bu sayede GSYH büyüme hesaplamaları için daha güvenilir bir referans noktası sağlamıştır. İnşaat sektörü, depremden etkilenen bölgelerdeki yeniden inşa çalışmaları sayesinde son sekiz çeyreğin yedisinde çift haneli büyüme kaydetti, hizmet sektörü ise tek haneli düşük büyüme oranlarında kaldı. Buna karşılık, imalat sektörü son sekiz çeyrekte üç kez daraldı, bu durum yüksek faiz oranları ve reel TL'nin değer kazanmasının rekabet gücü ve performansa olumsuz etkisini yansıtıyor.

- Ekonominin bir diğer önemli yönü ise hanehalkı tüketim isteğidir. Kısıtlayıcı kredi ortamı ve yüksek faiz oranlarına rağmen, hem otomobil hem de konut satışları, yüksek baz rakamlara rağmen yıllık bazda güçlü bir büyüme kaydetti. Bu eğilimi tamamen temel faktörlerle açıklamak zor olsa da, yüksek TL mevduat faiz oranlarının dolaylı olarak tüketimi desteklemiş olabileceğini tahmin ediyoruz.

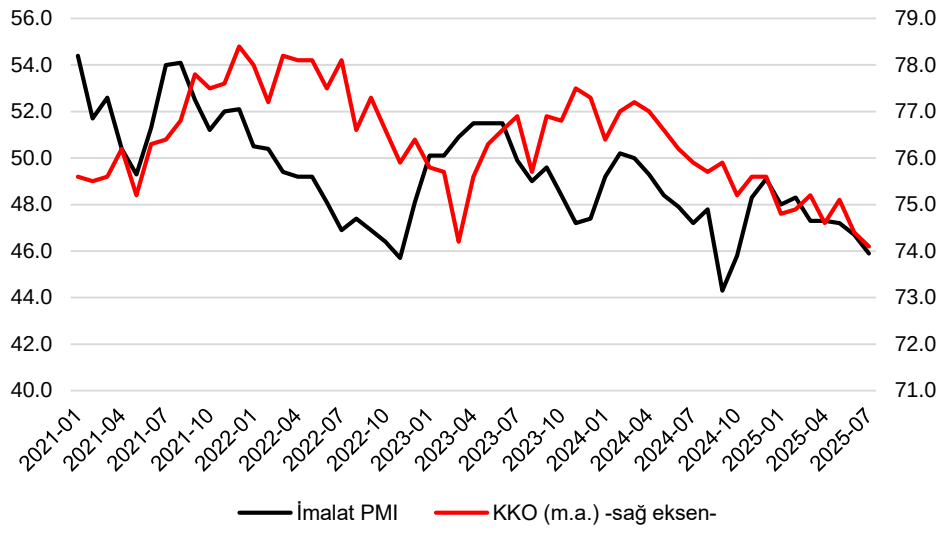
Büyüme Görünümü III

OYAK YATIRIM

Güven Endeksleri (mevsimsel ve takvim etkisinden arındırılmış)



İmalat PMI ve KKO (%)



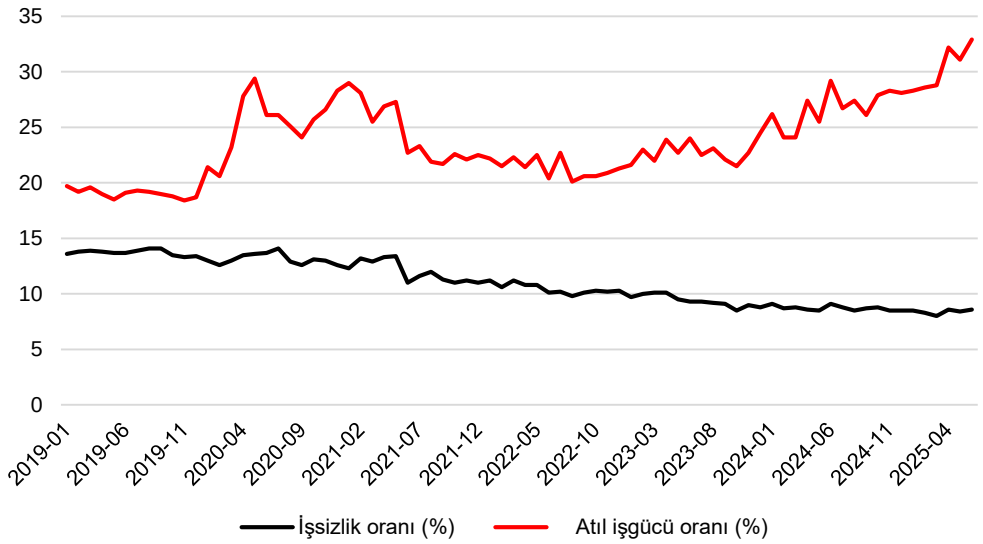
- Yayımlanan verilerde geniş tabanlı bir toparlanma işaretleri görülse de, anket verileri 2025 yılının ikinci çeyreğinden itibaren daha zayıf bir görünüm işaret ediyor. Ekonomik güven endeksi, önceki çeyrekteki 99,9 seviyesinden 2025 yılının ikinci çeyreğinde 96,7'ye geriledi. Tüketici güveni hariç, reel sektör, hizmetler, inşaat ve perakende dahil olmak üzere tüm önemli endeksler çeyrek bazda 3-4 puanlık bir düşüş kaydetti.

- Benzer şekilde, imalat PMI Temmuz ayında 45,9'a gerileyerek Ekim 2024'ten bu yana en düşük seviyeye ulaştı ve faaliyet koşullarında 16 ay üst üste daralma yaşandı. Tüm alt sektörler kritik 50 eşiğinin altında PMI rakamları kaydederken, zayıflığın devam ettiğine işaret etti. Bu arada, kapasite kullanımı Ağustos ayında %73,6'ya gerileyerek 10 yıllık tarihsel ortalamasının 2,5 puan altında kaldı.

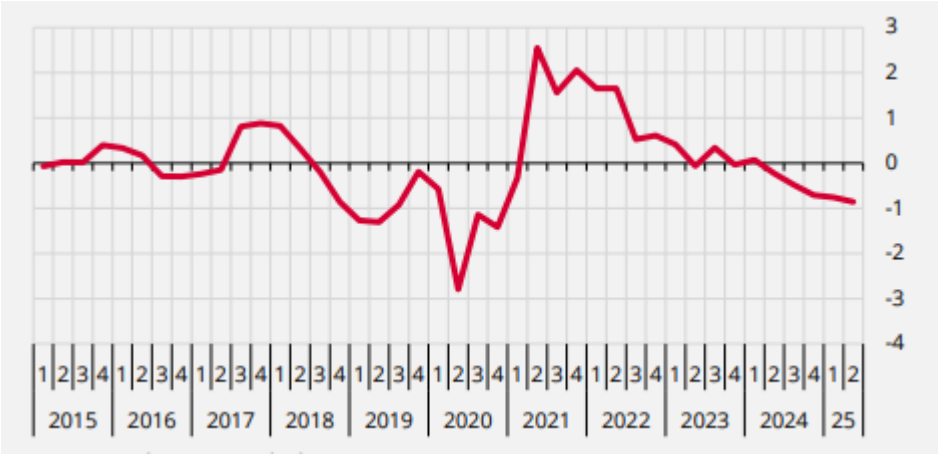
İstihdam Piyasası

OYAK YATIRIM

İşsizlik Oranı (%)



TCMB Bileşik İşgücü Piyasası Koşulları Endeksi



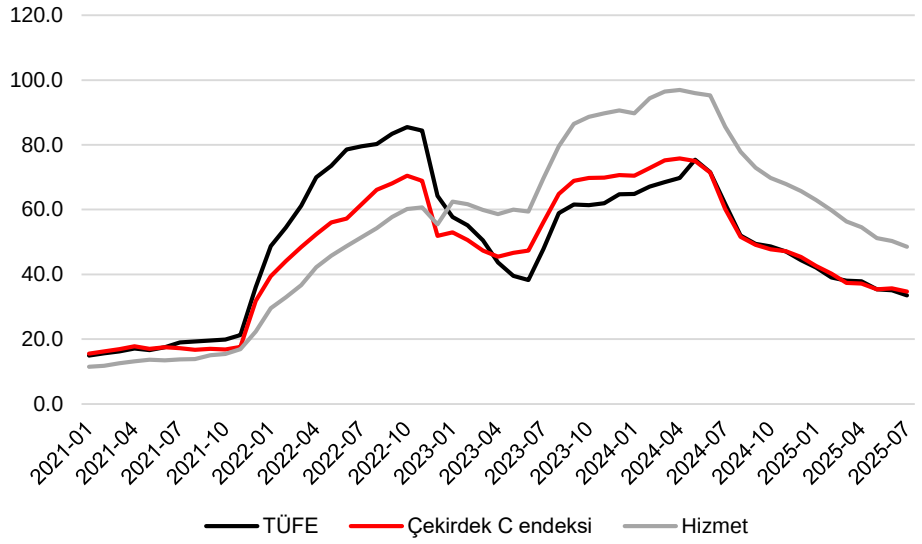
- İşsizlik oranı düşmeye devam ederken, daha geniş kapsamlı atıl işgücü oranı ise artış eğilimindedir. 2025 yılının ilk yarısında, atıl işgücü bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 1,9 milyon kişi artış gösterdi. 2023 yılından bu yana işsizlik ve atıl işgücü oranları arasında çok az bir korelasyon görülmekte olup, bu durum genel istihdam rakamlarının yorumlanmasını zorlaştırmaktadır.

- Bu sorunu çözmek için TCMB, Türkiye için 23 farklı işgücü piyasası göstergesini bir araya getiren ve bunların ekonomik faaliyetle olan bağlantısını değerlendiren Bileşik İşgücü Piyasası Koşulları Endeksi'ni kısa süre önce uygulamaya koydu. Endeks, işgücü piyasası koşullarının, sadece manşet işsizlik oranının gösterdiği kadar sıkı olmadığını ortaya koyuyor.

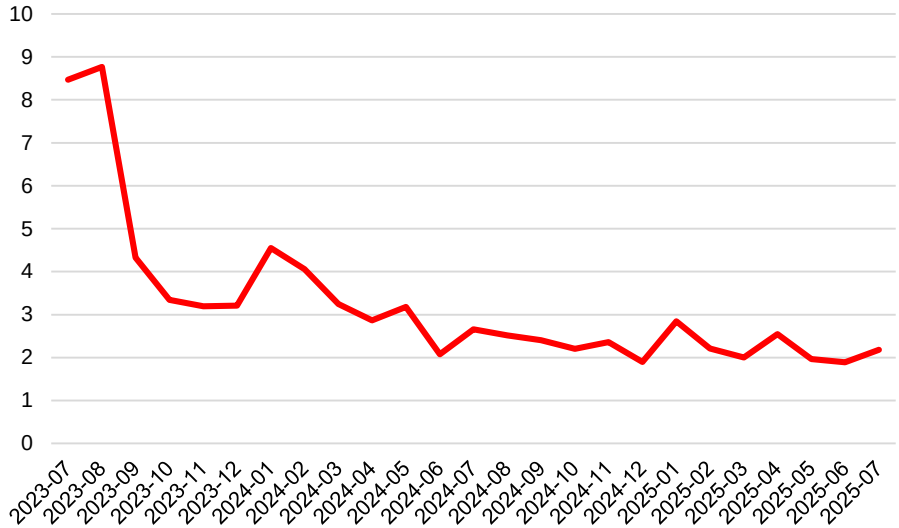
Enflasyon Görünümü I

OYAK YATIRIM

Yıllık Enflasyon (y/y, %)



Ana Eğilim (Mev. Ar., Aylık % Değişim, 3 Aylık Ortalama)



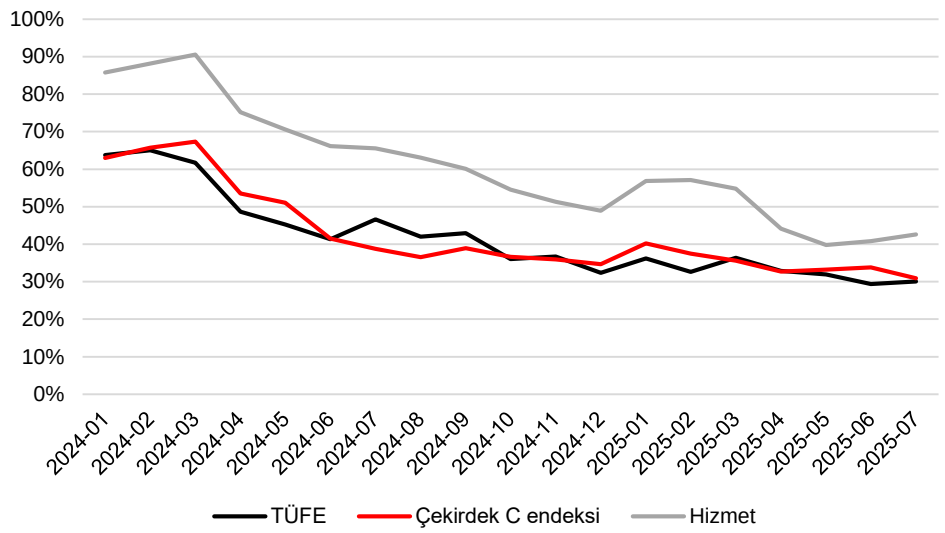
- 2024 yılını %44,4 ile kapatan yıllık TÜFE, hizmet ve mal enflasyonundaki yavaşlamanın desteğiyle Temmuz ayında %33,5'e geriledi. Bu dönemde hizmet enflasyonu 2024 sonu itibarıyla %62,7'den Temmuz ayında %48,5'e düşerken, mal enflasyonu %36,1'den %27,0'a geriledi. Özellikle, %25'lik kira sınırının kaldırılması ve ücret artışlarının daha ılımlı bir hızda gerçekleşmesi sonucunda kira ve restoran enflasyonu hızlı geriledi.

- Öte yandan, aylık trend enflasyon Mayıs ve Haziran aylarında %2,0'ye geriledikten sonra, mevsimsel faktörler ve yönetilen fiyatlardaki ayarlamalar nedeniyle Temmuz ayında %2,65'e yükseldi. Geçen yılın büyük bir bölümünde aylık trend enflasyonun %2,5 civarında seyrettiğini hatırlayalım. Dolayısıyla, son dönemde bazı iyileşmeler görülse de, TCMB'nin sıkı para politikası duruşu karşısında enflasyon ivmesi yüksek seviyelerde seyretmeye devam ediyor. Aylık trend enflasyonun 2025'in son çeyreğinde %1,5 civarında gerileyeceğini öngörüyoruz.

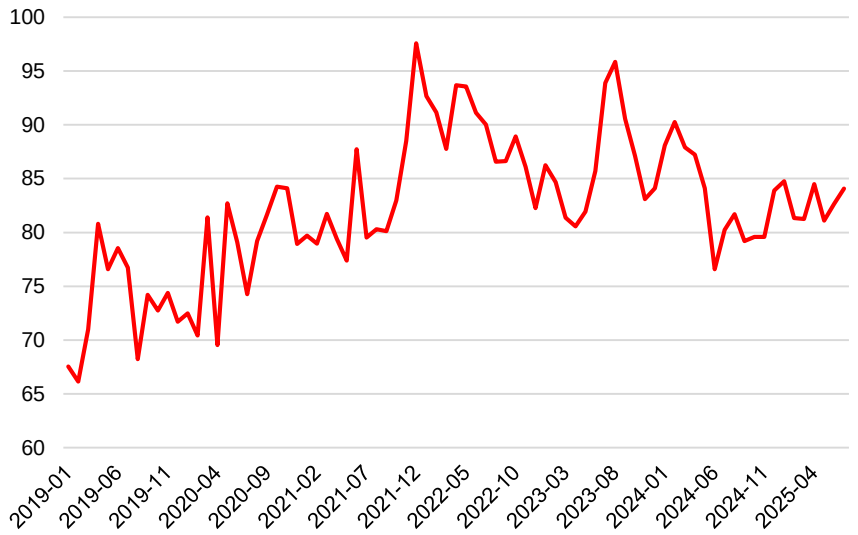
Enflasyon Görünümü II

OYAK YATIRIM

Enflasyon Trendi (3-aylık yıllıklandırılmış,%)



Yayılım Endeksi* (%, m.a.)



- 3 aylık yıllıklandırılmış enflasyon eğilimine göre, manşet ve çekirdek TÜFE sırasıyla %30,1 ve %30,9 olarak gerçekleşirken, hizmet enflasyonu %42,6 oldu. Enflasyonun tamamen kontrol altına alındığını ve TCMB'nin hedeflediği yolda devam ettiğini söylemek için henüz erken olsa da, sıkı para politikası sayesinde bir miktar yavaşlama sağlanmıştır.

- 2025 sonu enflasyon tahminimiz %28,5 iken, TCMB %27 tahmininde bulunuyor. 2026'ya baktığımızda, sıkı para politikası ortamının devam etmesi koşuluyla enflasyon oranının %18,6'ya gerileyeceğini öngörüyoruz. Modelimizde 2026 yılı için Brent petrol fiyatının ortalama 65 USD ve TTF doğal gaz fiyatının ortalama 35 EUR olarak kabul ederken, 2026 yılı gıda enflasyonu tahminimiz %18,3'tür.

- TÜFE yayılma endeksi de, TCMB'nin sıkı duruşuna rağmen, büyük ölçüde USD/TL döviz kurundaki devam eden değer kaybı ve gerek reel sektörün gerekse hanehalkının hala yüksek enflasyon beklentileri nedeniyle fiyat baskılarının sürdüğüne işaret etmektedir.

**yayılım endeksi, sepet içinde fiyatı artan veya pozitif momentum gösteren ürünlerin sayısını ölçer.*

Para Politikası

	2025-07	2025-09	2025-10	2025-12	2026-01	2026-03	2026-04	2026-06	2026-07
Güncel Enflasyon	33.5%	30.9%	30.1%	28.4%	27.3%	25.4%	24.3%	23.0%	22.1%
12-ay Sonraki Enflasyon	22.1%	20.7%	20.0%	18.6%	18.1%	17.9%	17.3%	16.5%	16.2%
Ortalama	27.8%	25.8%	25.0%	23.5%	22.7%	21.6%	20.8%	19.7%	19.1%
Politika Faizi	43.0%	40.0%	37.5%	35.0%	33.0%	31.0%	29.0%	28.5%	27.0%
FARK	15.2%	14.2%	12.5%	11.5%	10.3%	9.4%	8.2%	8.8%	7.9%
Bileşik politika faizi	53.7%	49.1%	45.5%	41.9%	39.1%	36.3%	33.6%	33.0%	31.0%

Ortalama Politika Faizi (basit)
32.6%
Ortalama Politika Faizi (bileşik)
38.7%

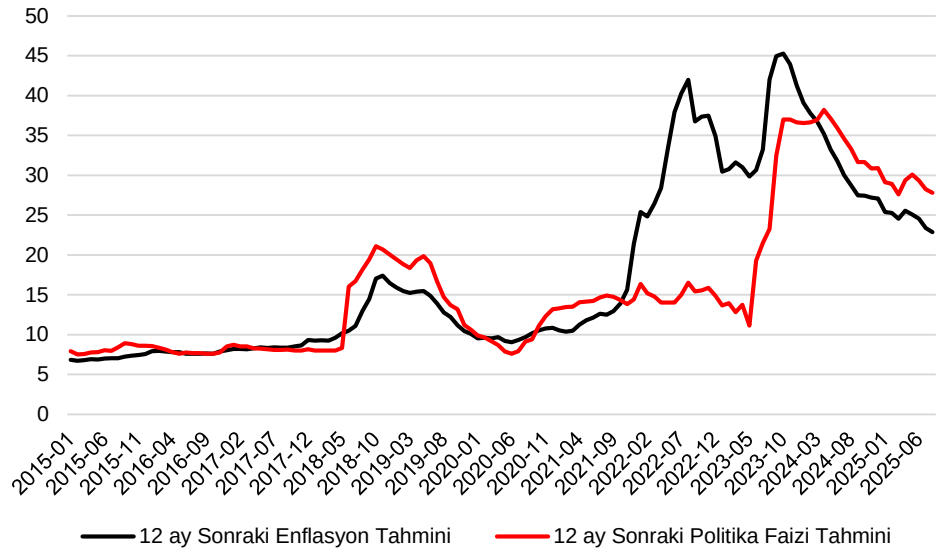
- Mart ayındaki dalgalanma ve ardından Nisan ayında yapılan faiz artırımının ardından, TCMB Temmuz ayı toplantısına kadar politika faiz oranını %46 seviyesinde tutarken, bu toplantıda 300 baz puanlık bir indirimle %43'e düşürdü. Mevcut politika duruşu, tüketim iştahı ve kredi talebinin dirençli seyrini sürdürmesine rağmen, hem ex-ante hem de ex-post bazında önemli ölçüde pozitif reel faiz oranı sağlamaya devam ediyor. TCMB'nin Eylül ayında politika faiz oranını 300 baz puan, Ekim ve Aralık aylarında ise 250 baz puan düşürerek yıl sonuna kadar politika faiz oranını %35'e indireceğini tahmin ediyoruz. 2026'ya girerken, gevşeme hızının belirgin şekilde yavaşlaması ve yıl boyunca toplam 1.250 baz puanlık indirim yapılması beklemekteyiz. Bu, 12 aylık ileriye dönük ortalama politika faiz oranının %38,7 (bileşik) olacağı anlamına geliyor ve bu oran, 12 aylık ileriye dönük enflasyon tahminimiz olan %21,5'in oldukça üzerinde. Ayrıca, mevduat ve para piyasası fonları üzerindeki stopaj vergisi oranının %17,5 olduğunu ve bunun önümüzdeki 12 ayda yaklaşık %32'lik bir net getiri anlamına geldiğini hatırlatmakta fayda var. Bu da TL varlıklarının cazibesinin yüksek kalmaya devam edeceğini işaret ediyor.

- İletişim açısından, TCMB artık tüm yıl için geçerli tek bir ara enflasyon hedefi yayınlayacağını, ancak bu hedefi revize etmeden her üç aylık Enflasyon Raporu'nda tahmin aralığını güncellemeye devam edeceğini açıkladı. 2026 sonu enflasyon hedefi %16 (aralık %13 ile %19 arasında) olarak belirlenirken, Piyasa Katılımcıları Anketi'nde beklenti %20,4 olarak ortaya çıkmıştı. Bu durum, TCMB önümüzdeki yıl boyunca nispeten sıkı bir para politikası izleyeceğini gösteriyor.

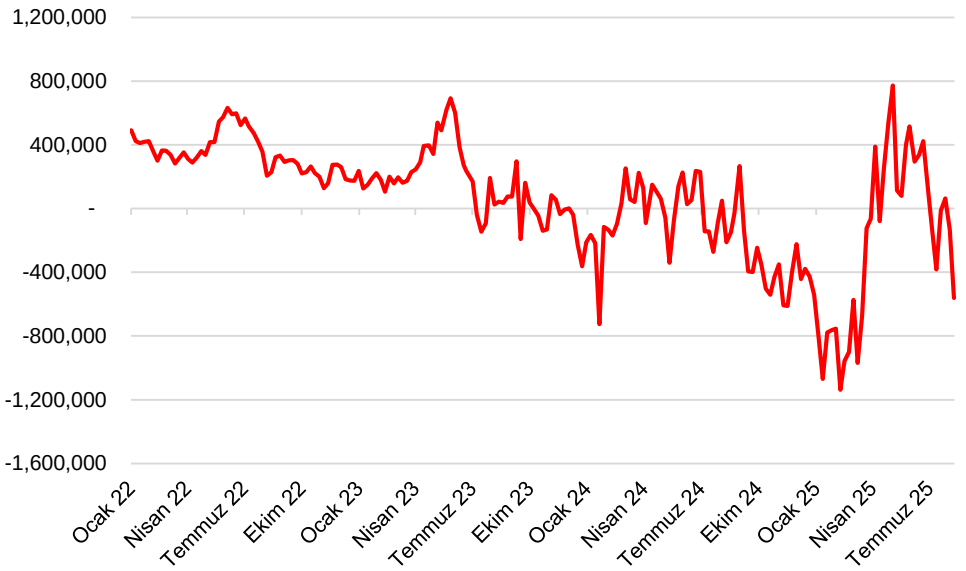
Para Politikası II

OYAK YATIRIM

Piyasa Katılımcıları Anketi Reel Faiz Oranı (%)



Açık Piyasa İşlemleri



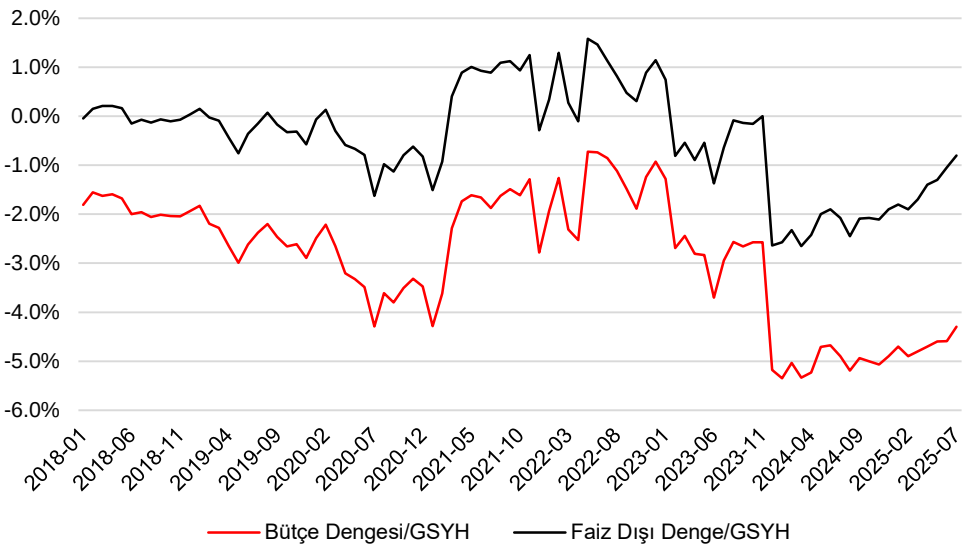
- Ağustos ayı Piyasa Katılımcıları Anketi, 12 aylık TÜFE enflasyon beklentisinin %22,8, 2026 sonu beklentisinin ise %20,4 olduğunu gösterdi. Merkez Bankası'nın %16'lık beklentisine kıyasla, bu rakam 4,4 puanlık bir kredibilite farkına işaret ediyor. Ayrıca, katılımcılar 19 Mart'taki piyasa şokunun ardından reel faiz oranlarının Mart ayı anketine kıyasla 1,5 puan daha yüksek olacağını bekliyorlar. Dolayısıyla, enflasyon beklentilerinde somut bir bozulma olmamasına rağmen, piyasalar çok daha yüksek faiz oranları fiyatlıyor ve bu da reel sektörün finansal tablolarında baskı yaratıyor.

- TCMB, Kur Korumalı Mevduat Programı (KKM) zararlarını karşılayıp piyasadan döviz satın aldığından, son 24 ayda fazla likidite ortaya çıktı ve bu durum para politikası aktarım mekanizmasının etkinliğini engelledi. Fazla likiditeyi sterilize etmek için TCMB, Temmuz 2023 ile Temmuz 2025 arasında defalarca zorunlu karşılık oranlarını artarak artırdı ve piyasadan 1,95 trilyon TL çekti. TCMB ayrıca fazla likiditeyi daha da çekmek için TL depo ihaleleri ve ters repo işlemleri gerçekleştirmektedir. Ancak likidite koşulları gevşekliğini korumakta ve Haziran başında 516 milyar TL olan net APİ fonlaması Ağustos ortasında -561 milyar TL seviyesindedir.

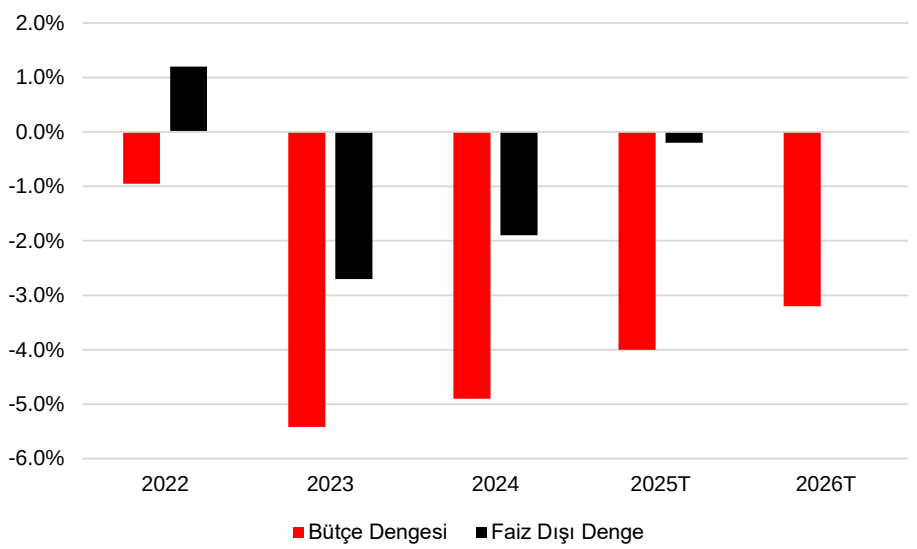
Bütçe Dengesi

OYAK YATIRIM

Bütçe Dengesi/GSYH



Bütçe Dengesi/GSYH Tahmini



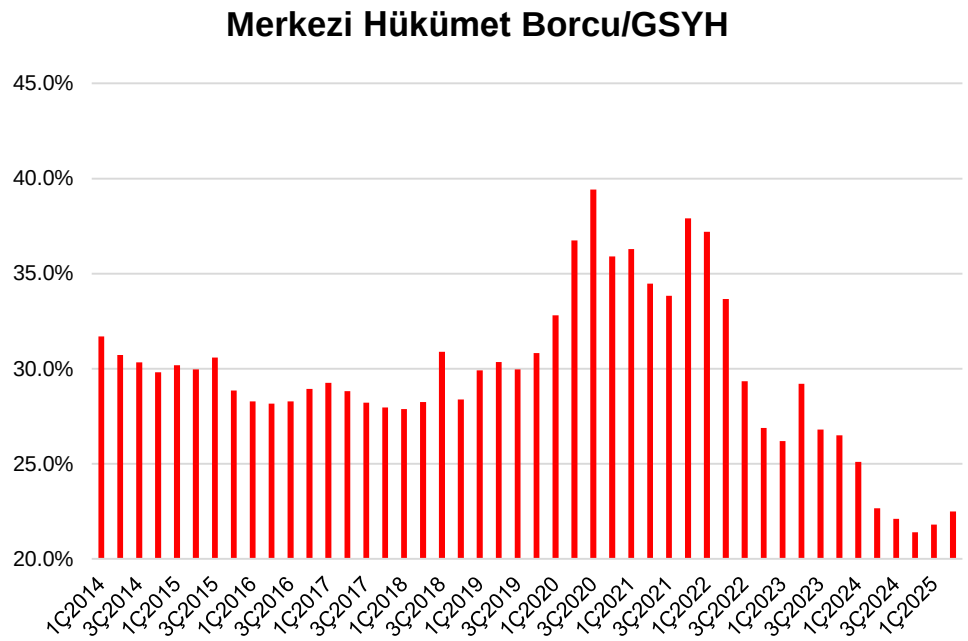
- Bütçe açığının GSYH'ye oranı, bir önceki yılın aynı dönemindeki %5,0'ın üzerindeyken, Temmuz ayında %4,3'e geriledi. Bu düşüşün temel nedeni, faiz dışı dengedeki iyileşmedir. Gelir tarafında, vergi tahsilatları, daha güçlü vergi uyumu çabaları (kayıt dışılığı azaltmaya yönelik önlemler yoluyla), daha yüksek stopaj oranları ve güncellenen ÖTV oranları ile desteklendi. Ayrıca, KDV gelirleri hizmet fiyatlarındaki artıştan faydalandı. Harcama tarafında, personel maliyetleri baskı altında kalmaya devam ederken, kamu iktisadi teşebbüslerine (EUAS ve BOTAS gibi) verilen sübvansiyonlar azaldı, mal ve hizmet alımları ise nispeten güçlü seyrini sürdürdü.

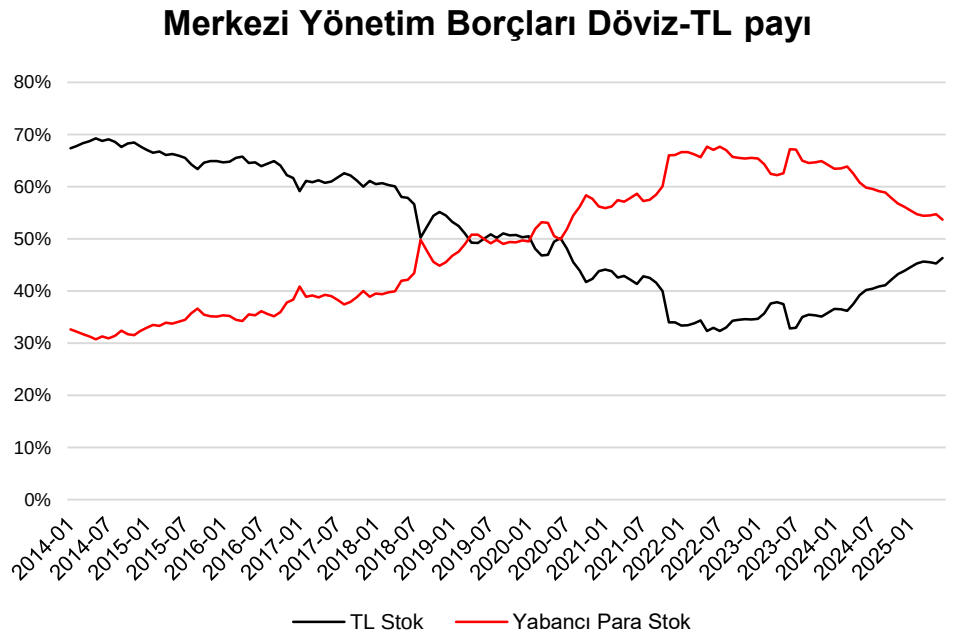
- Öte yandan, enflasyon muhasebesi ve düşük karlılık marjı nedeniyle kurumlar vergisi kayıpları, yıl başından bu yana reel olarak bir önceki yıla göre %16,3 azalırken, gelir vergisi aynı dönemde %42,6 arttı.

- Mali disiplin çabalarını rayından çıkaran ana etken faiz harcamalarıydı. Faiz harcamaları, 2025 yılının ilk yedi ayında nominal olarak %86,8 oranında artış gösterdi. Bu artış, hem yerel para birimi piyasalarındaki yüksek faiz ortamını hem de TL cinsinden borçlanmanın artan payını yansıtıyor. İleriye dönük olarak, bütçe açığının GSYH'ye oranının yıl sonuna kadar hükümetin %3,1'lik hedefinin aksine %4,0 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.

Kamu Borcu

OYAK YATIRIM





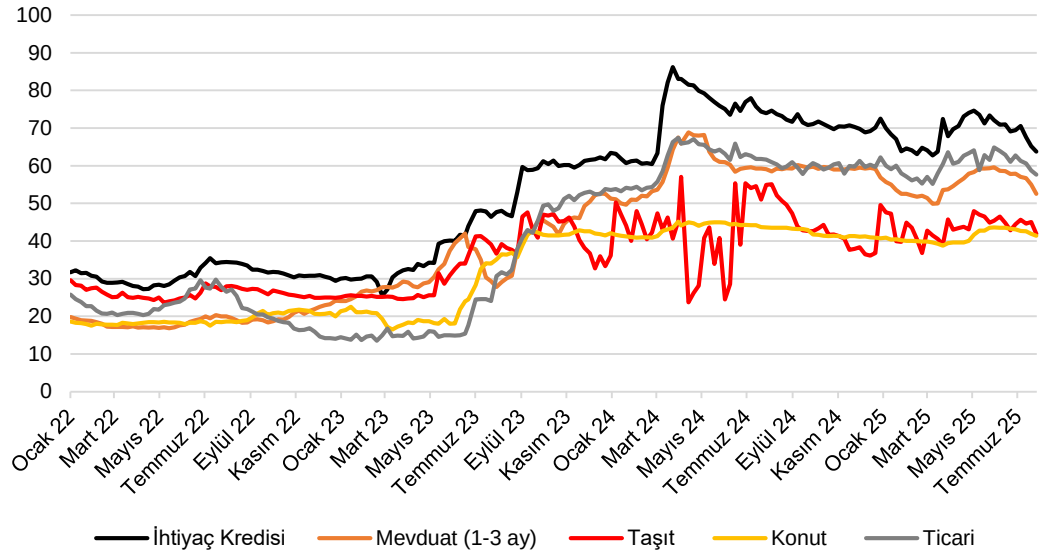
- Merkezi Yönetim Borç/GSYH oranı, yüksek enflasyonist ortam, TL'nin değer kazanması ve nispeten düşük faiz oranı ortamı (özellikle 2022 ve 2023 yıllarında) desteklemesiyle 2021 yılının 4. çeyreği ile 2024 yılının 4. çeyreği arasında önemli ölçüde geriledi. Bu dönemde oran, borçluluk oranı %37,9'dan %21,4'e düştü (tarihsel ortalamalar %30 seviyesinde). Ancak son zamanlarda, yüksek bütçe açıkları ve TL borçlanma maliyetlerindeki artışın etkisiyle bu oran %22,5'e yükseldi.

- Son dönemdeki bu artışa rağmen, Türkiye'nin kamu borcu oranı gelişmekte olan ülke ortalaması olan %70'in oldukça altında kalarak ekonomiye değerli bir tampon sağlıyor. Ayrıca, 2021 sonunda %70'e yakın olan ve borç sürdürülebilirliği üzerinde önemli bir döviz kuru riski oluşturan toplam borç içindeki döviz cinsinden borçların payı, 2025 yılının ikinci çeyreği itibarıyla %53,7'ye gerilemiştir. Bu, önceki yıllara kıyasla daha dengeli ve sürdürülebilir bir borç yapısı anlamına geliyor.

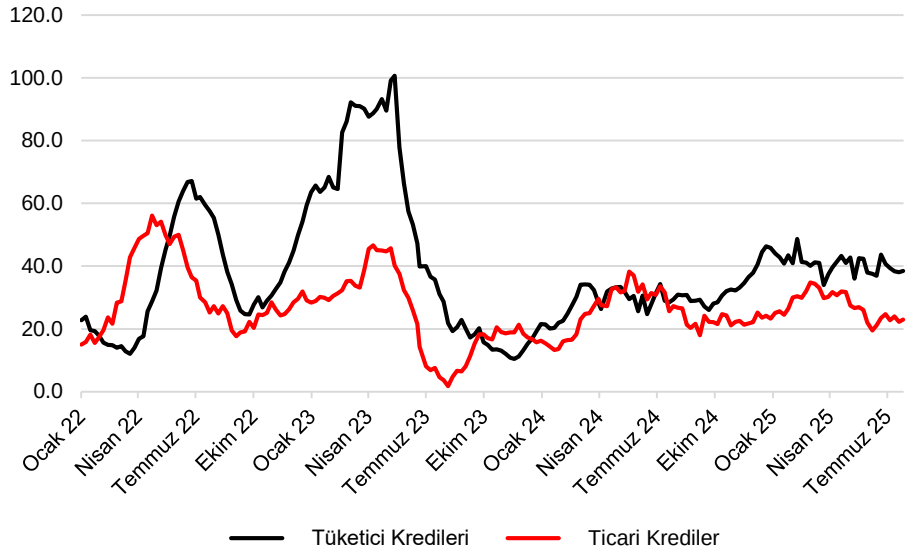
Kredi Piyasası

OYAK YATIRIM

Kredi ve Mevduat Faiz Oranları (%)



Kredi Büyümesi (yıllıklandırılmış 13 haftalık büyüme, %)



- Kredi piyasasında, borçlanma maliyetleri oldukça yüksek seviyelerde seyrederek şirketlerin ve hanehalkının mali yapısını zorlamaktadır. Ağustos ortası itibarıyla ticari kredi faiz oranları %58, bireysel ve konut kredisi faiz oranları ise sırasıyla %66 ve %41 seviyesindedir. Bu oranlar, 12 aylık ileriye dönük enflasyon beklentimiz olan %21,5'in oldukça üzerindedir. Karşılaştırma için, reel sektör ve hanehalkının 12 aylık enflasyon beklentileri sırasıyla %39,0 ve %54,5'tir. Buna göre, reel faiz oranları önemli ölçüde pozitif olup, bu durum borçlu şirketler üzerinde baskı yaratması beklenmektedir.

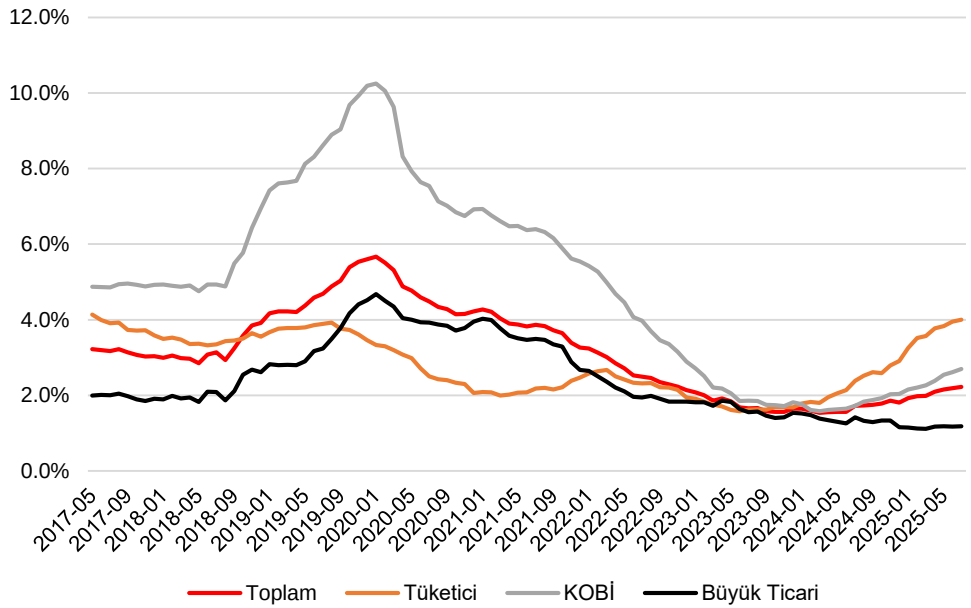
- Yüksek borçlanma maliyetlerine rağmen, kredi faaliyeti güçlü seyrini sürdürüyor. Ağustos ortası itibarıyla 13 haftalık yıllıklandırılmış kredi büyümesi %30 seviyesindeyken, ticari ve tüketici kredileri sırasıyla %22,8 ve %39,2 oranında büyümüştür. Liranın güçlü performansı, şirketleri döviz cinsinden borçlanmaya teşvik etmiş ve bu durum TCMB'yi müdahaleye sevk etmiştir. Son iki yılda, TCMB döviz kredilerinin aylık büyüme sınırını kademeli olarak %2'den %0,5'e düşürürken, Ocak 2025'te KOBİ'lere verilen TL ticari kredileri %2,0'dan %2,5'e artarak yükseltti, ancak kredi büyümesi ve kompozisyonunun enflasyonun düşüş eğilimine uygun olmasını sağlamak için diğer krediler için %2,0'dan %1,5'e düşürdü.

- Bu arada, para arzı hızla artmaya devam ediyor. M2 ve M3 büyüme oranları yıllık bazda %40 civarında büyüyerek, manşet enflasyonun üzerinde seyrediyor. Ancak, para arzı dinamikleri, mevcut yüksek faiz ortamı yerine, öncelikle kredi genişlemesi nedeniyle hareket ediyor. Bu durum, para arzındaki büyümeyi kontrol altına alma çabalarının, sadece faiz ayarlamaları yerine, kredi büyümesinin yönetimine öncelik vermesi gerektiğini gösteriyor.

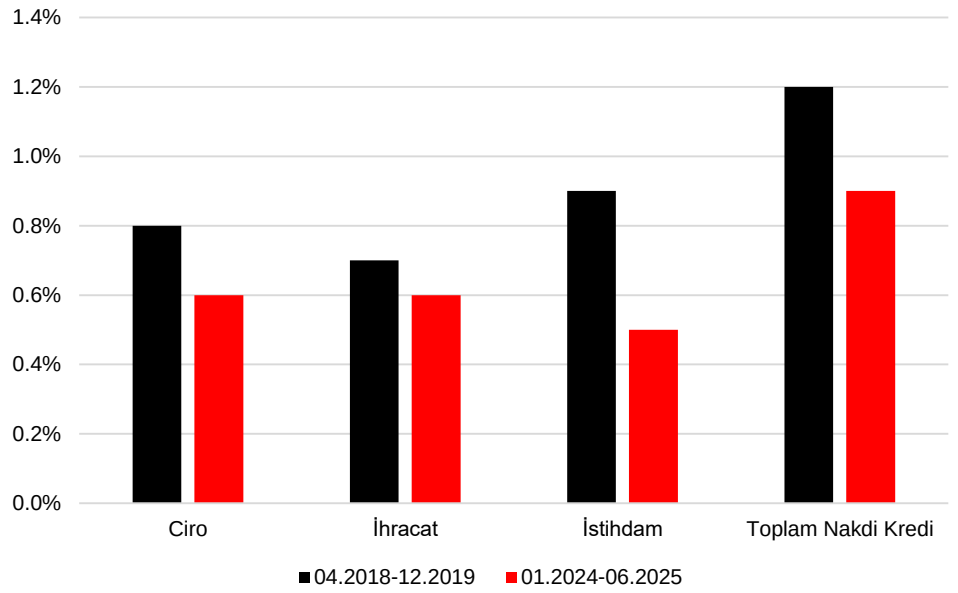
Bankacılık Sektörü

OYAK YATIRIM

Bankacılık Sektörü TGA Oranı



Konkordato Oranı



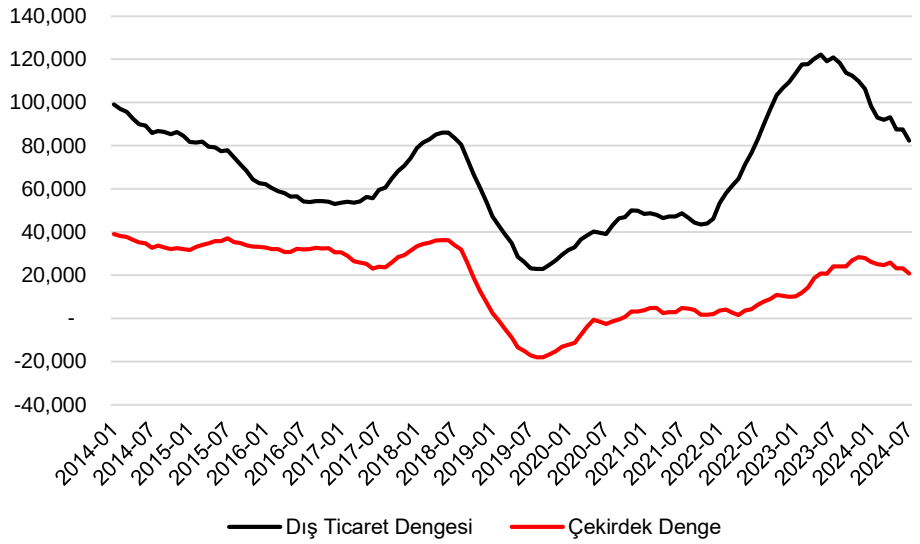
- Para politikasının sıkılaştırılmasına rağmen, düşük faiz dönemlerinde şirketlerin bilançolarındaki borç azaltma süreci sayesinde, sorunlu kredi artışları oldukça sınırlı kalmıştır. 2025 yılının Ağustos ayı itibarıyla, sistem genelindeki sorunlu kredi oranı %2,2 seviyesinde olup, bir başka sıkı para politikası dönemi olan 2019'da %5'in üzerinde olan orandan belirgin miktarda aşağıdadır. Yine de, belirli segmentlerde baskılar görülmektedir: Tüketici kredileri TGA oranı, yüksek borçlanma maliyetleri ve güçlü kredi genişlemesi altında %4,0'a yükselirken, KOBİ TGA oranı %2,7 civarında seyretmektedir.

- Buna ek olarak, kurumsal stres göstergeleri sınırlı kalmaya devam ediyor. TCMB'nin son sunumuna göre, konkordato oranı (toplam kredinin payı olarak) oldukça yönetilebilir seviyede kalmaya devam ediyor ve banka bilançoları için önemli bir risk oluşturmuyor. Haziran 2025 itibarıyla, konkordato kapsamındaki firmalar toplam satış, ihracat, istihdam ve kredinin %1'inden azını oluştururken, bu durum sistemik etkinin sınırlı olduğunu ortaya koyuyor.

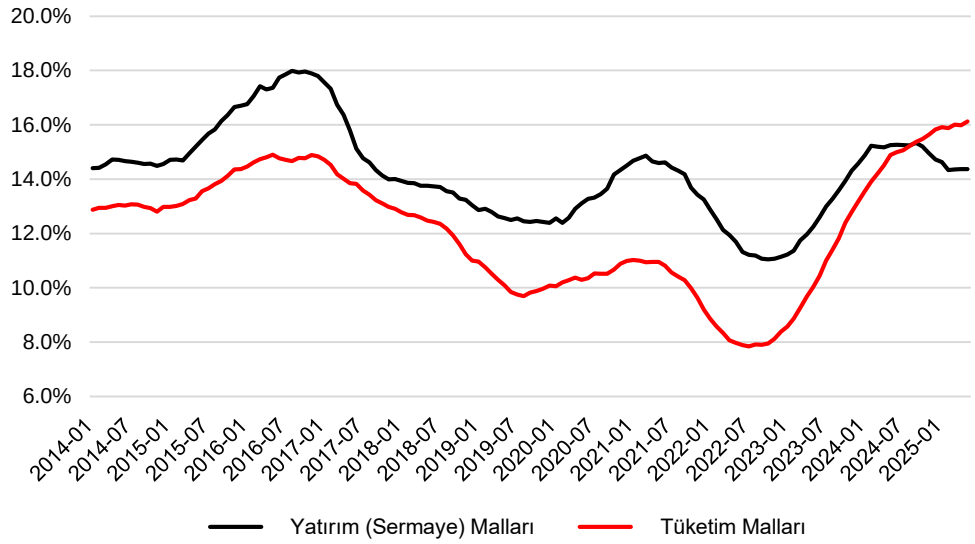
Ticaret Dengesi

OYAK YATIRIM

Ticaret Dengesi (12 aylık, milyon dolar)



İthalat (12 aylık kümülatif, milyon dolar)

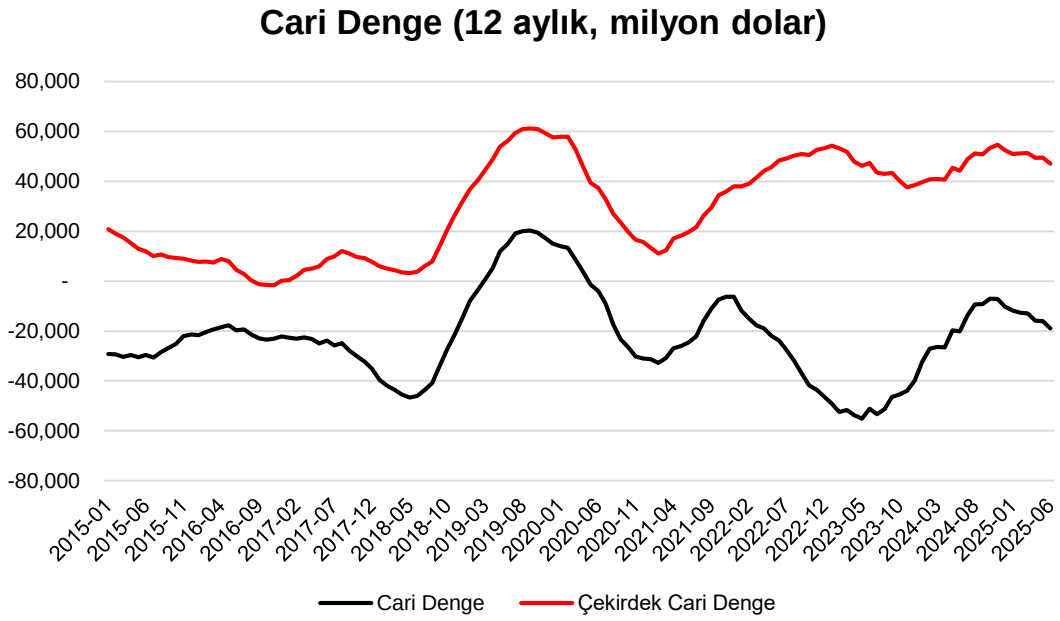


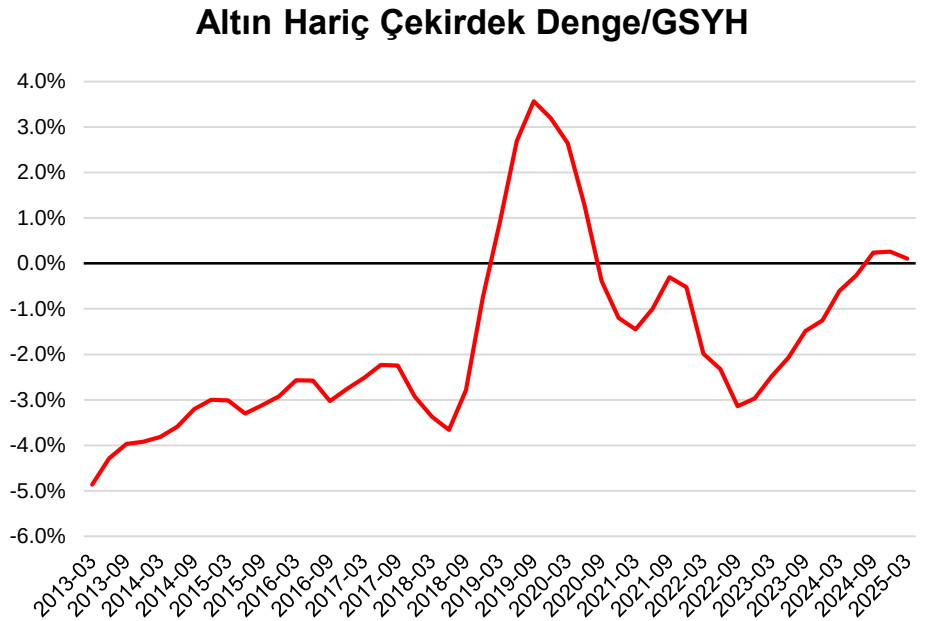
- Ticaret dengesi, yılın başından bu yana, büyük ölçüde artan tüketim malları ithalatı ve altın ithalatı nedeniyle bozulmaya başlamıştır. Özellikle altın talebi, yüksek küresel fiyatlar ve enflasyon beklentilerinin artmasıyla hanehalkının alternatif yatırım araçları arayışından kaynaklanmaktadır. Öte yandan, 2023 yılının başından bu yana artarak gerçekleşen tüketim malları ithalatı, hem TL'nin reel değer kazanmasının etkisini hem de altın kotasının getirilmesinin ardından mücevher ithalatının ikame etkisini yansıtmaktadır. Ayrıca, çoğu yurt dışından ithal edilen hibrit ve elektrikli araçlara olan talep nedeniyle otomotiv ithalatı da belirgin bir artış göstermiştir.

- 2023 yılının ikinci yarısında başlatılan yeni ekonomik program kapsamında, sermaye malları ithalatı yoğun bir yatırım döngüsünün ardından istikrar kazanırken, toplam ithalat içindeki payı %14,4 civarında gerçekleşti. Özellikle, sermaye yatırım kredileri TCMB'nin aylık %0,5'lik kredi büyüme sınırlamasından muaftır; bu nedenle, yüksek faiz ortamı ve zayıf iç talebe rağmen reel sektör yatırımlarına devam etmektedir.

Ödemeler Dengesi I

OYAK YATIRIM





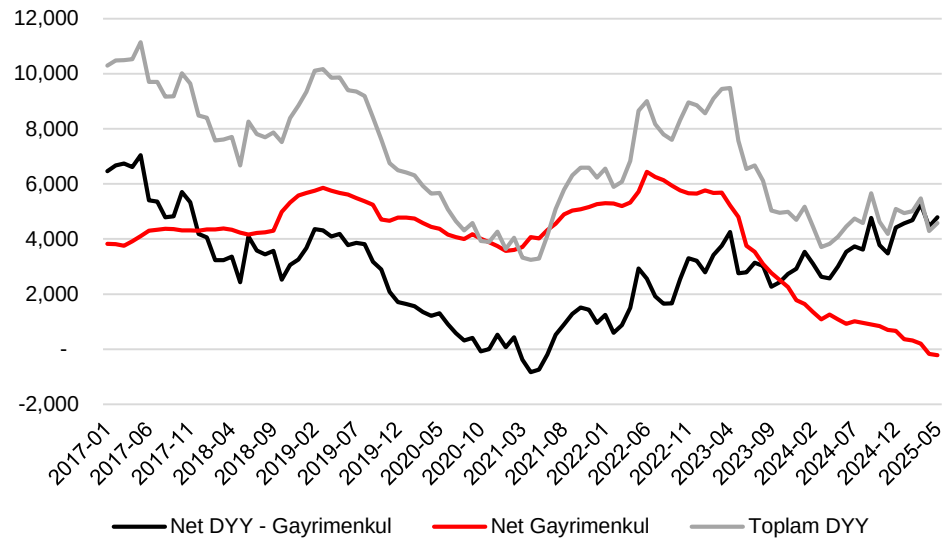
- 2025 Haziran ayı itibarıyla 89,2 milyar dolarlık ticaret açığı ile Türkiye ekonomisi, son 12 ayda 18,9 milyar dolarlık cari açık yarattı. Yıl başından bu yana, turizm gelirleri, gelen turist sayısındaki düşüş ve giden turist sayısındaki artışın etkisiyle sabit kalırken, ticaret dengesi belirgin şekilde kötüleşti. Ayrıca, artan faiz giderleri, birincil gelir dengesi altında çıkışları artarak cari açığı daha da baskı altına aldı.

- Özetle, cari işlemler açığının 2025 yılında 22,5 milyar dolara genişlemesini ve yıllık bazda 12,3 milyar dolarlık bir bozulma göstermesini bekliyoruz. Euro bölgesinde daha iyi bir ekonomik ortam beklentisi ve ortalama olarak daha yüksek EURUSD paritesi ile 2025 yılında ihracatın %3,8 artarak 272 milyar dolara ulaşmasını, ithalatın ise %6,8 artarak 368 milyar dolara ulaşmasını bekliyoruz. Modelimiz, 2025 yılında Brent petrol fiyatının ortalama 68 USD ve TTF doğal gaz fiyatının 37,5 EUR varsayımına dayalıdır. Ayrıca, net turizm gelirinin 49,5 milyar dolar seviyesinde sabit kalacağını öngörüyoruz.

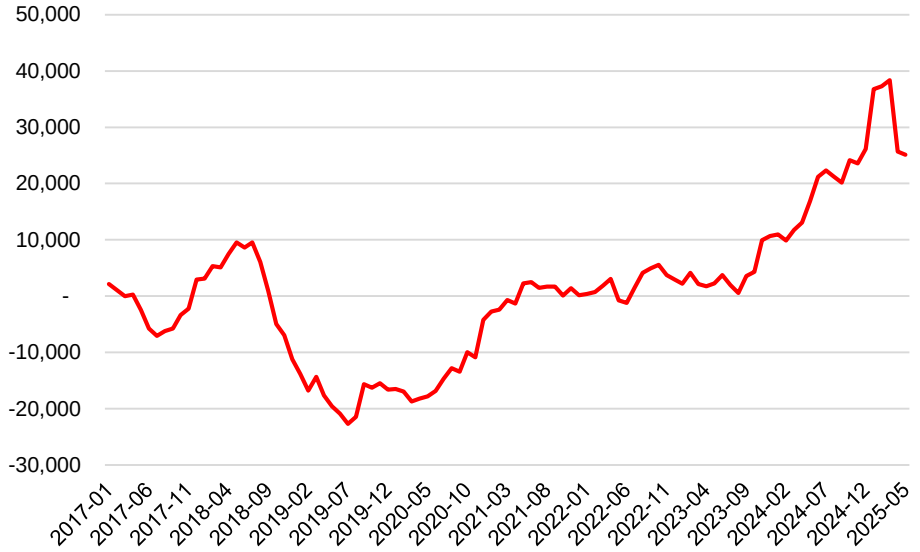
Ödemeler Dengesi II

OYAK YATIRIM

DYY Akımı (mn, dolar)



Kredi Akımı (mn, dolar)



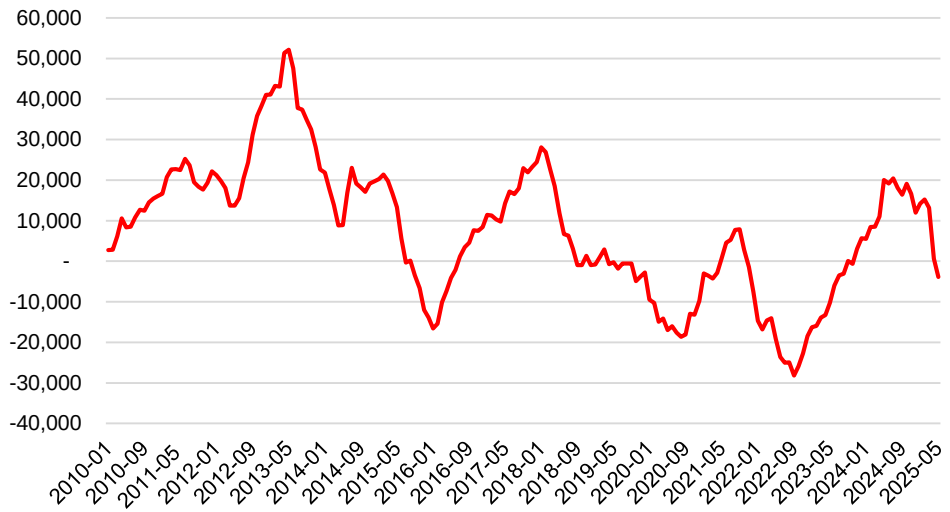
- Ortodoks politikalara geçiş ve CDS spreadlerinin düşmesine rağmen, doğrudan yabancı yatırımlar son iki yıldır yıllık 4-5 milyar dolar civarında seyrederek düşük seviyelerde kalmayı sürdürüyor. Türkiye'deki konut fiyatlarının yüksek seyri, yabancıların gayrimenkul alımlarına olan ilgisini önemli ölçüde zayıflatmıştır. Aynı zamanda, Türk vatandaşları hem vatandaşlık hakkı elde etmek hem de gelirlerini yurt içi risklere karşı korumak amacıyla yurt dışı gayrimenkullere yatırım yapma eğilimini artarak göstermektedir.

- Önümüzdeki dönemde, cari işlemler açığının finansmanı 2025 yılında yönetilebilir görünüyor. Doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve dış kredilerden gelen net girişlerin yeterli kapsamı sağlayacağı tahmin edilmektedir. Türk bankalarının sendikasyon yenileme oranları hem Nisan hem de Kasım dönemlerinde %100'ü aşarken, 12 aylık dönen kredi girişleri Haziran 2025 itibarıyla 25 milyar dolar düzeyindedir. Bu bağlamda, cari hesap finansman risklerinin yıl boyunca USD/TL döviz kurunda dalgalanmaya neden olacağını düşünmüyoruz.

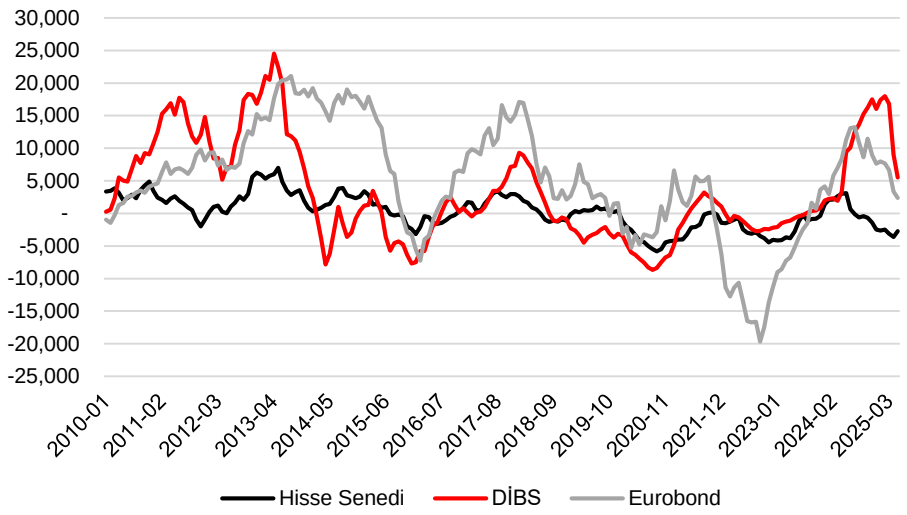
Portföy Akımı

OYAK YATIRIM

Portföy Akımları (12 aylık hareketli ortalama, milyon dolar)



Enstrümanlara Göre Portföy Akımları (12 aylık, milyon dolar)

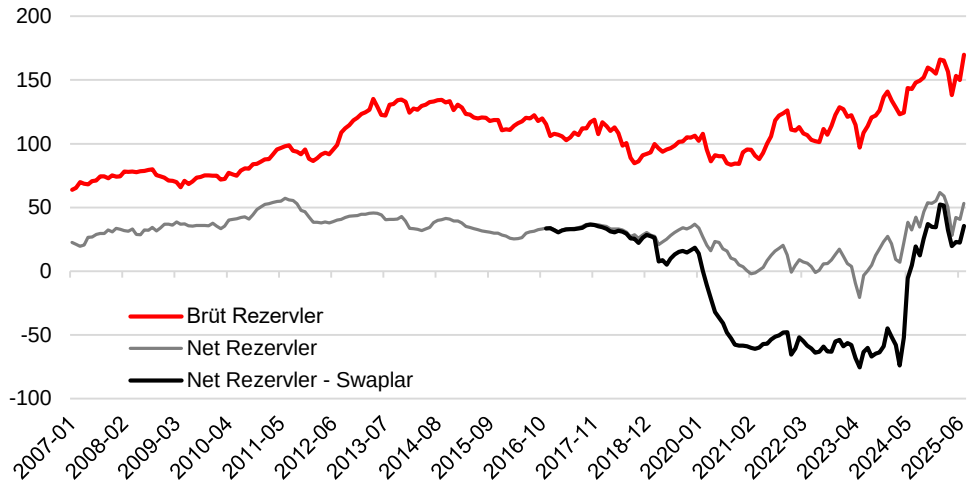


- Portföy girişleri, 19 Mart'a kadar nispeten güçlü seyrederken, bu durumun temel belirleyicisi devlet iç borçlanma senetlerine (DİBS) olan talep olmuştur. Eurobondlar aracılığıyla gerçekleşen girişler ise ılımlı seyrini sürdürmüştü. Ancak, Mart ayındaki şokun ardından, girişlerin yönü tersine çıkışa dönerken, 10 yıllık TL tahvil faizleri %35'in üzerine çıktı. Sonrasında, TCMB'nin kararlı tutumu ve enflasyonun gerilemesi, yatırımcıların güvenini geri kazanmaya yardımcı oldu ve yabancı yatırımcıların ilgisini yerel piyasalara geri çekti. Nisan ortasından bu yana, hem hisse senedi hem de DİBS piyasaları yaklaşık 2,4 milyar dolar yatırım çekerken, Eurobond piyasası sakin seyretti. İlerleyen dönemde, enflasyonun gerilemeye devam etmesi ve TCMB'nin politika faizini kademeli olarak düşürmesi ile DİBS yoluyla portföy girişlerinin hızlanmasını bekliyoruz.

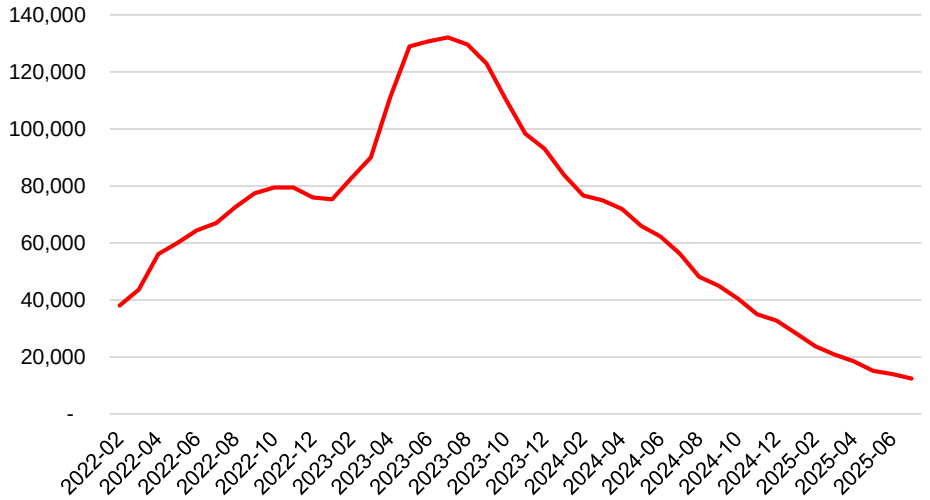
FX Pozisyonu

OYAK YATIRIM

TCMB Rezervleri (mlr, dolar)



KKM Tutarı (mn dolar)



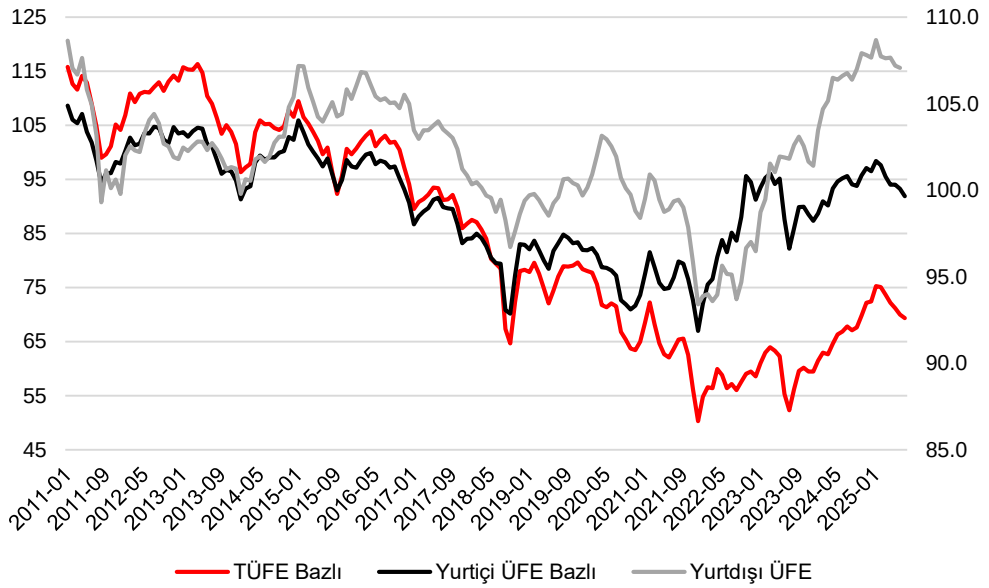
- TCMB'nin brüt rezervleri Ağustos ortası itibarıyla 176,5 milyar doların üzerine çıkarak yıl başından bu yana 21,5 milyar dolar artış kaydetti. Banka, Mayıs 2023'ten bu yana 75 milyar doların üzerinde rezerv biriktirirken, TCMB'nin bankalarla yaptığı swaplar da dahil olmak üzere açık döviz pozisyonu Mayıs 2023'teki -75,0 milyar dolardan Ağustos ayında 43,6 milyar dolara yükseldi. Faiz oranlarının düşmesi (ancak hala yüksek seviyelerde olması) ve cari açık nedeniyle rezerv birikiminin durağan seyrini sürdürmesini bekliyoruz.

- Geride kalan iki yılda, TCMB kur korumalı mevduat sisteminden (KKM) para çekilmesini sağlamak üzere çeşitli önlemler açıkladı. Buna bağlı olarak, KKM stoğu 2023 yılının Ağustos ayında 135 milyar doların üzerindeyken, 2025 yılının Ağustos ayında 12 milyar doların altına düştü. Standart döviz mevduatlarıyla birlikte, toplam mevduat hesaplarındaki payları 2024 yılının Ağustos ayında %47,3 iken, 2025 yılının Ağustos ayında %39,6 oldu.

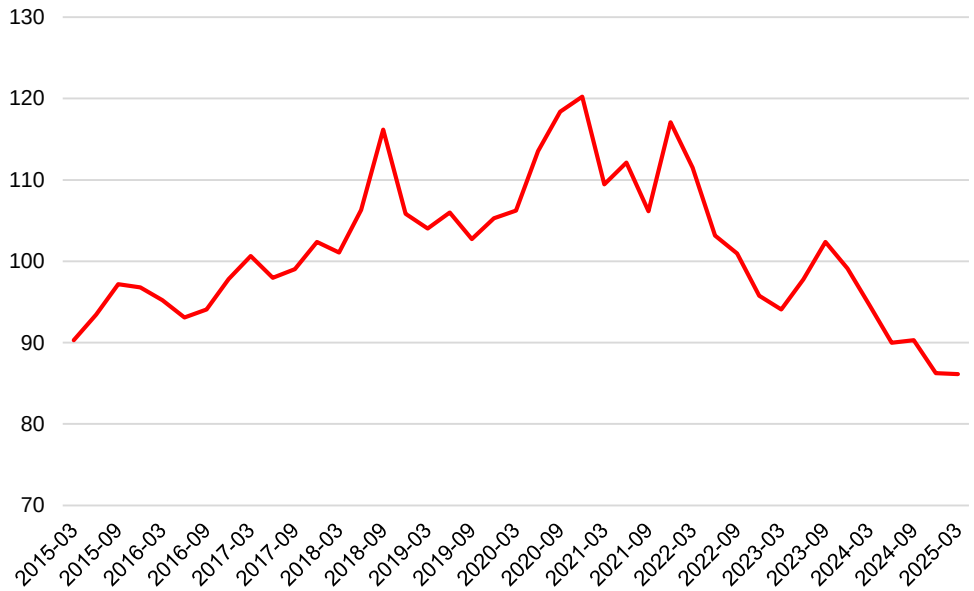
Türk Lirası Değeri

OYAK YATIRIM

TL REDK (2003=100)



TÜSİAD Maliyet Bazlı Rekabet Gücü Endeksi



- TL'nin değerini ölçmek oldukça zor, çünkü TÜFE bazlı REER gerçek durumu tam olarak yansıtmamaktadır. Bu nedenle, Türk ihracatçıları için TL'nin ne kadar değerli olduğunu belirlemek için yurt dışı ÜFE REER'i hesapladık. Mevcut seviyeler, TL'nin tarihsel ortalamalarına göre kısmen değerli olabileceğini göstermektedir. Bu durum işsizliğin artmasına neden olabilir. Ancak kaynakların daha katma değerli sektörlere kaydırılması, uzun vadede verimlilik artışına yol açacaktır.

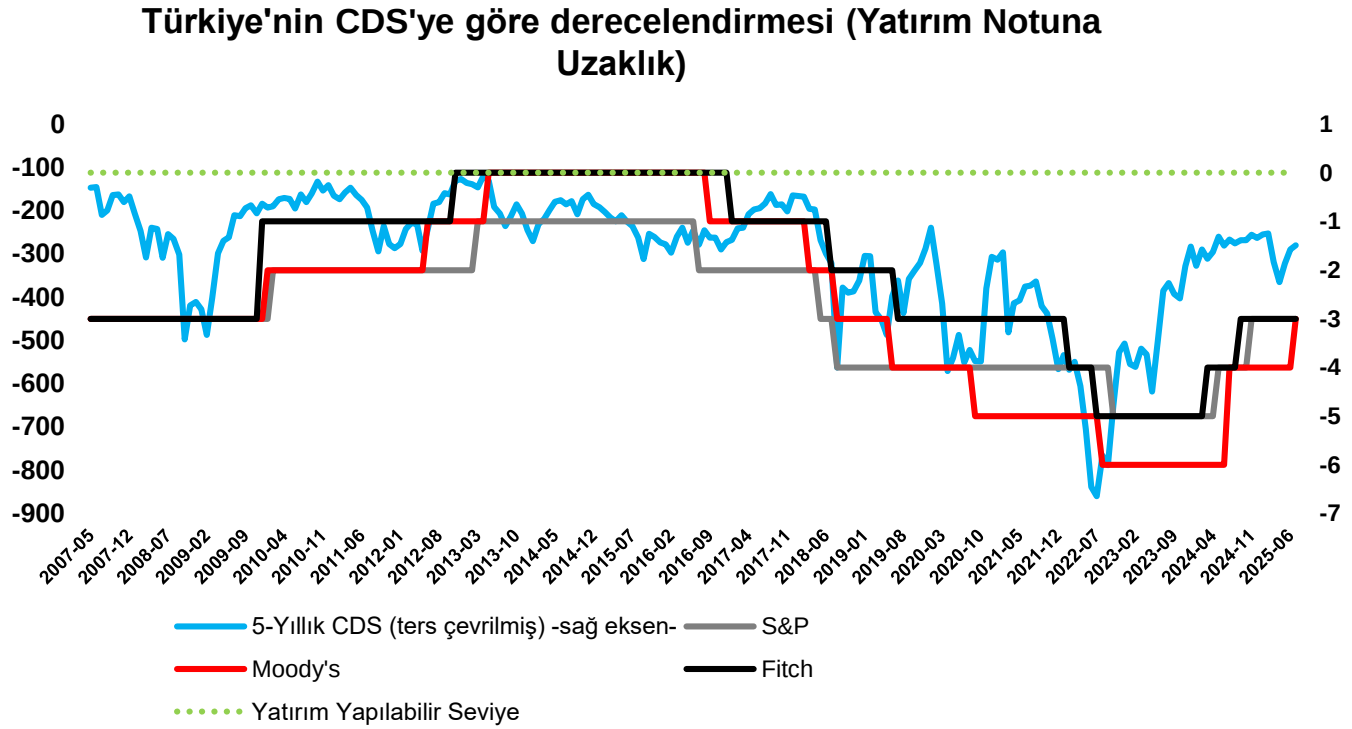
- TÜSİAD Maliyet Bazlı Rekabetçilik Endeksi, Türkiye'nin 10 ihracatçı imalat sektöründeki üretim maliyetleri (ara mallar, enerji, işgücü ve finansman) eğilimlerini rakip ülkelerin maliyetleriyle karşılaştırarak izlemek için geliştirilmiş bir endekstir. Buna göre, Türk ekonomisi, düşük verimlilik, yüksek enflasyon ve TL'nin reel değer kazanmasının etkisiyle 2020'nin 4. çeyreğinden bu yana rekabet gücünü kaybetmiştir.

- Yıl sonu USD/TL tahminimiz 43,8 seviyesindedir, bu da TL faiz oranlarının carry trade yatırımcıları için cazip fırsatlar sunmaya devam edeceğini göstermektedir. 2024 sonu ile karşılaştırıldığında, yıl sonu EUR/USD paritesinin 1,11 olacağı varsayımına dayanarak, USD/TL'de yıllık %23,7 nominal değer kaybı ve EUR/TL'de %32,5 artış öngörüyoruz.

Derecelendirme Görünümü

OYAK YATIRIM

S&P	Moody's	Fitch	Not
Durağan	Durağan	Durağan	
AAA	Aaa	AAA	Prime
AA+	Aa1	AA+	Yüksek Not
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	Üst Orta Not
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	Alt Orta Not
BBB	Baa2	BBB+	
BBB-	Baa3	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	Spekülatif
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	Çok Spekülatif
B	B2	B	
B-	B3	B-	
CCC+	Caa	CCC	Ciddi Risk
CCC	Caa2		Yüksek Risk
CCC-	Caa3		Batma Riski Yüksek
CC	Ca	CC	
C	C	C	
D		D	Batık



- Türkiye'nin 5 yıllık CDS spreadleri ile ülke notu arasındaki korelasyon, yıllar boyunca istikrarlı bir şekilde güçlü seyretmiştir. Ortodoks politikalar sayesinde, 5 yıllık CDS spreadleri son iki yılda önemli ölçüde azalmış, bu olumlu eğilim ülkenin notlarına da yansımıştır.

- Önümüzdeki dönemde, S&P tarafından 17 Ekim'de bir sonraki gözden geçirme yapılması planlanmaktadır. Fitch ve Moody's için yılın geri kalanında herhangi bir gözden geçirme planlanmamaktadır ve her iki kuruluş da Türkiye için şu anda durağan bir görünüm görüşünü sürdürmektedir. Bu nedenle, kısa vadede bir not artışı olası görünmemekle birlikte, dezenflasyon sürecinin devamı, bütçe dengesinde iyileşme ve dış dengelenme konusunda daha fazla ilerleme kaydedilmesi, 2026 yılında not artışları için zemin hazırlayacaktır.

OYAK Yatırım Projeksiyonları

OYAK YATIRIM

Orta Vadeli Beklentiler

	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T
MAKRO GÖRÜNÜM							
GSYH Büyümesi (%)	11.4	5.5	5.1	3.2	3.3	4.3	4.5
GSYH (mlr TL)	7,256	15,012	26,545	43,411	60,125	76,799	93,248
GSYH (mlr $)	808	906	1,130	1,322	1,503	1,581	1,681
İşsizlik Oranı (%)	11.0	10.2	8.8	8.5	9.6	9.5	9.2
TÜFE (%)							
Ortalama	19.6	72.3	53.9	58.5	34.0	22.6	16.2
Dönem sonu	36.1	64.3	64.7	44.4	28.5	18.6	13.9
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (mlr TL) 1/	-210.5	-139.1	-1375.0	-2016.1	-2405.0	-2457.6	-2704.2
GSYH'ye oran olarak	-2.8	-0.9	-5.2	-4.9	-4.0	-3.2	-2.9
sak: Faiz Dışı Denge (GSYH'ye oran olarak)	-0.3	1.2	-2.7	-1.9	-0.2	0.0	0.1
Cari Denge (mlr $)	-7.2	-46.6	-40.5	-10.0	-22.5	-36.9	-40.0
GSYH'ye oran olarak	-0.9	-5.1	-3.6	-0.8	-1.5	-2.3	-2.4
Dış Ticaret Dengesi (TUIK tanımı; mlr $)	-46.2	-109.5	-106.2	-82.2	-95.5	-111.8	-114.1
GSYH'ye oran olarak	-5.7	-12.1	-9.4	-6.2	-6.4	-7.1	-6.8
Merkez Bankası Haftalık Repo Faizi (Dönem sonu; b	14.00	9.00	42.5	47.5	35.0	22.5	17.0
FINANSAL GÖRÜNÜM	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025T**	**2026T**	**2027T**
Döviz Kuru							
US$/TL (ort.)	8.919	16.590	24.025	32.792	39.787	48.456	55.400
US$/TL (dönem sonu, Aralık)	13.341	18.715	29.473	35.380	43.769	52.001	58.280
% değişim (y/y)	79.7	40.3	57.5	20.0	23.7	18.8	12.1
EUR/TL (ort.)	10.504	17.409	25.953	35.490	44.472	52.907	59.618
EUR/TL (dönem sonu, Aralık)	15.100	17.390	32.744	36.675	48.584	56.421	62.359
% değişim (y/y)	65.5	15.2	88.3	12.0	32.5	16.1	10.5

Kaynak: TCMB, OYAK Yatırım, Maliye Bk, TUIK, t=tahmin

1/ Maliye tanımlı.

2/ Yıllık beklenen: (1+nominal faiz)/(1+dönem sonu enflasyon)

Uyarı Metni

OYAK YATIRIM

Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK YATIRIM ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK YATIRIM ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.

OYAK Yatirim Menkul Degerler A.S.
research@oyakyatirim.com.tr
+90 212 319 12 00

www.oyakyatirim.com.tr