

GENEL GÖRÜNÜM

ABD/İsrail-İran savaşının durması ve görüşmeler sürecinin başlaması petrol fiyatlarının belirgin düşmesine neden oldu.

Savaş öncesinde 70 ABD doları civarında olan aylık ortalama petrol fiyatları, Mart'ta 103, Nisan'da 117 ve Mayıs'ta 109 ABD doları civarında seyretmiş, küreselde ve Türkiye'de belirgin enflasyonist baskı yaratmıştı. Ancak, Haziran ayı ortalarında savaşın durması ve görüşmelerin başlamasıyla petrol fiyatları hızla gerilemiş, 75 ABD dolarının altına inmiştir.

Savaşa ilişkin belirsizlikler sürmektedir.

ABD seçimlerine kadar düşük petrol fiyatlarının amaçlanacak olması nedeniyle, savaşın kısa sürede tekrar başlama ihtimalini düşük görmekle birlikte, net bir anlaşma eğilimi olmaması, İsrail'in Lübnan'daki saldırganlıklarının devam etmesi piyasaların savaş öncesi normal döneme dönmesini engellemekte, risk algısını canlı tutmaktadır.

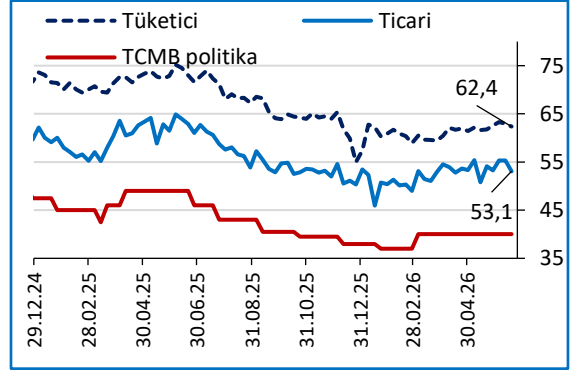
CHP kurultayı ile ilgili mutlak butlan kararı ekonomi açısından ikinci bir şok niteliğindedir. Karar sonrası piyasalar olumsuz etkilense de TCMB'nin kurlarda oynaklığa izin vermemesi, kısa vadeli etkilerini sınırlamıştır. Ancak bu kararın ve sonrasındaki gelişmelerin orta vadede olumsuz etkileri olacaktır.

Petrol fiyatlarındaki hızlı düşüş piyasalarda rahatlatma yaratmıştır. Bundan sonraki süreç hakkında net öngöründe bulunmak mümkün olmamakla birlikte, çatışmaların tekrar canlanmaması halinde, daha önceki öngörülerimize paralel olarak, enflasyonda ve faizlerde düşüş, büyümede ise hafif toparlanma eğiliminin başlayacağını düşünüyoruz. Ancak bu iyimserliğimizin temkinli bir iyimserlik olduğunu, düzelmenin kısmen ve yavaş olma olasılığının az olmadığını da belirtmeliyiz.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Faizler çok yüksek düzeylerde devam etmektedir. Ticari kredi bileşik faizleri yüzde 53,1, bireysel kredilerinki ise yüzde 62,4 düzeyindedir. Mevcut görünümde, ticari kredi faizleri TCMB faiz indirimlerine paralel düşmeye başlamakla birlikte, bu düşüşün yavaş olacağını ve 2026 yılı sonunda yüzde 40 civarına gerileyebileceğini öngörüyoruz.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)

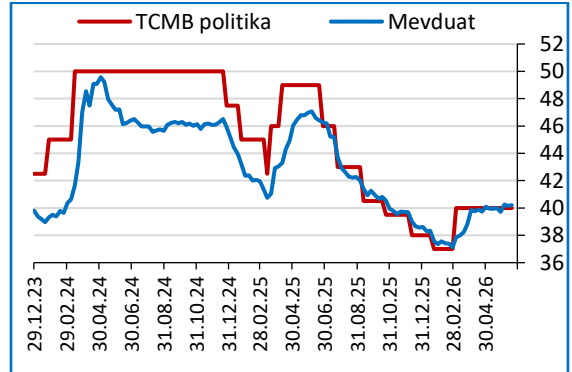


Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

2. Mevduat faizleri, TCMB fiili politika faizine yakın seyr etmektedir.

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)

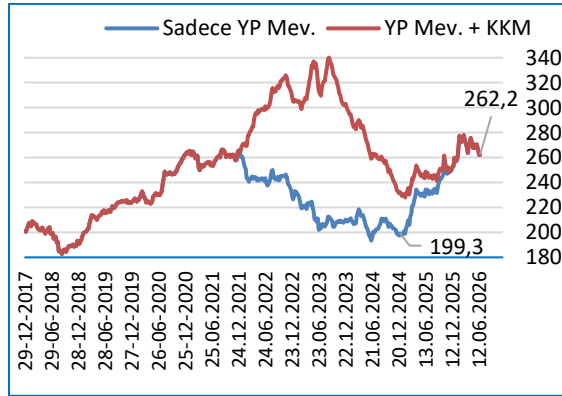


Kaynak: TCMB

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

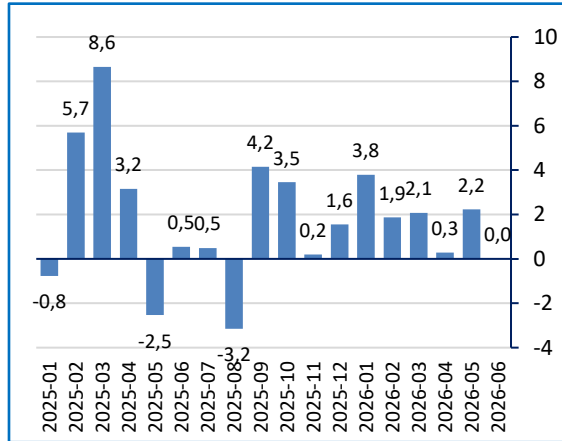
3. Savaş döneminde yerleşiklerin altın dahil yabancı para mevduat hesaplarında belirgin artış olmamıştır. Zaten savaş öncesinde de YP mevduatlardaki artış önemli ölçüde altın fiyatlarındaki yükseliş ve altın hesaplarındaki büyümeden kaynaklanmıştır. Fiyat (parite) hariç tutulduğunda altın dahil yabancı para mevduatlardaki yeni artış sınırlıdır. Parite ve altın fiyat etkilerinden arındırıldığında, yerleşiklerin 19 Haziran itibarıyla savaş dönemi YP (altın dahil) hesapları artışı sınırlı kalmıştır.

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



Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

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

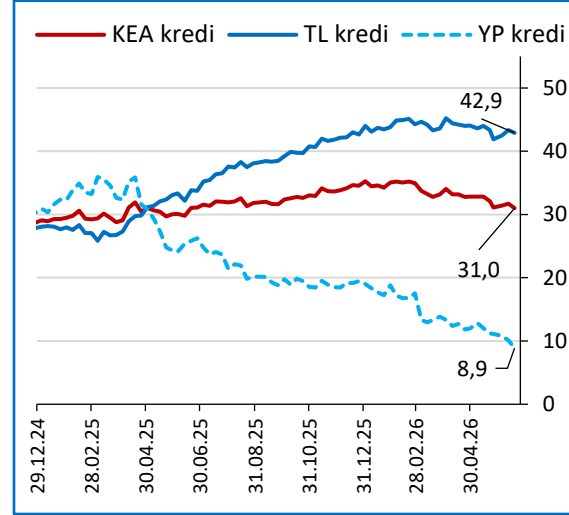


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

4. Savaş döneminde yıllık kredi artışı hafif yavaşlamıştır. TL krediler yaklaşık yüzde 42,9, YP krediler yüzde 8,9 artarken, kur etkisinden arındırılmış toplam kredi artışı yüzde 31 düzeyindedir. TL ticari kredilerdeki artış hızı yüzde 42,1 olmakla birlikte, bu yüksek oranlı

artış önemli ölçüde TL kredilerin yüksek faizlerinden kaynaklanmaktadır. Özetle, ciddi bir makul maliyetle krediye erişim sorunu olduğunu değerlendiriyoruz.

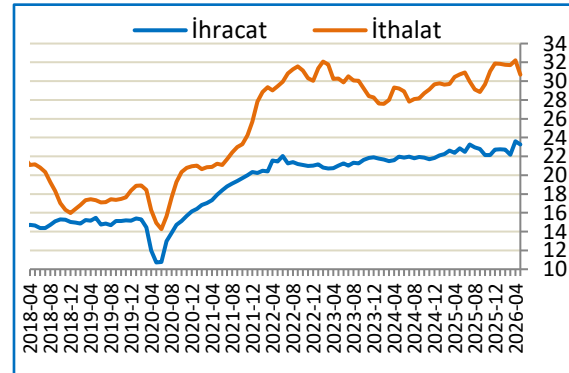
Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (%)



Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

5. Savaş, Mayıs ayı itibarıyla ihracatta herhangi bir düşüş, ithalatta da artış yaratmamıştır. Savaşın dış ticaretimizi beklentilerin aksine olumsuz etkilememesi savaşın Türkiye üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmıştır. Halbuki, genel piyasa görüşü, ihracatın düşeceği, ithalatın ise petrol fiyatları kaynaklı artış göstereceği yönündeydi.

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



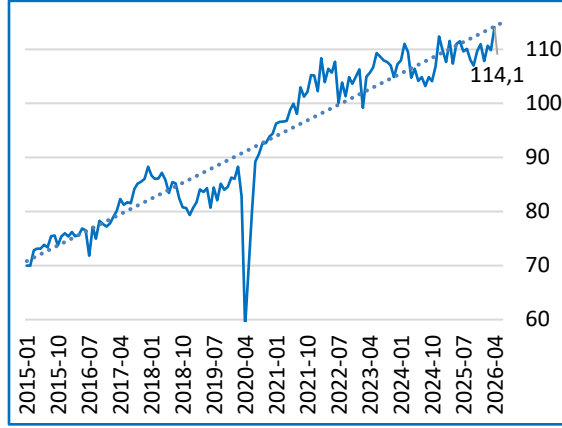
Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

6. Sanayi üretimi Nisan ayında toparlanmıştır. Savaş öncesi toplamda zayıf seyreden sanayi üretimi, Mart ayında hafif gerilemiş, Nisan ayında ise ihracatın desteğiyle sürpriz şekilde toparlanmıştır. Öncü veri niteliğindeki Mayıs ve Haziran kapasite

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

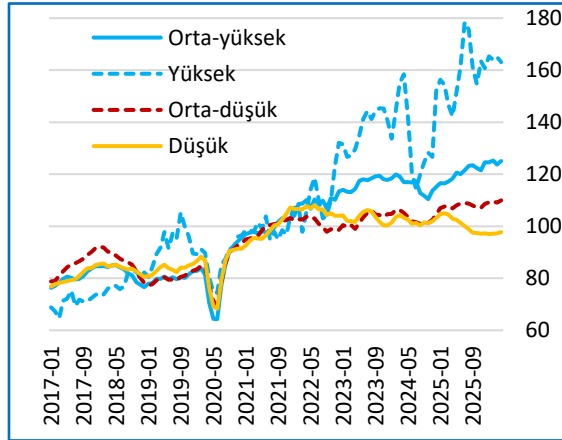
kullanım oranları, düşük düzeylerden hafif toparlanma işaretleri de vermektedir. Sanayi üretimi detayında ise tekstil-giyim-deri gibi emek-yoğun, düşük teknolojlili sektörler toplam sanayi üretimini aşağı çekerken savunma sanayi destekli yüksek teknolojlili sektörler büyümeye devam etmektedir.

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



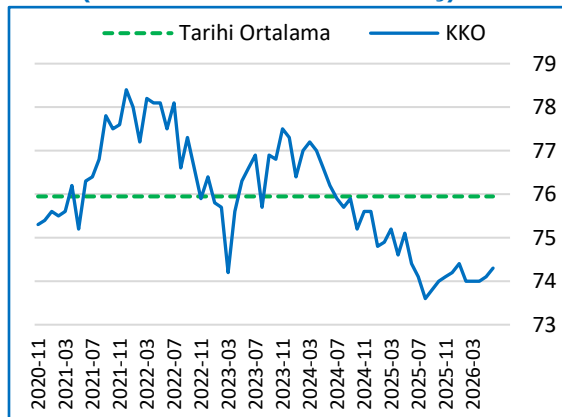
Kaynak: TÜİK

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



Kaynak: TÜİK

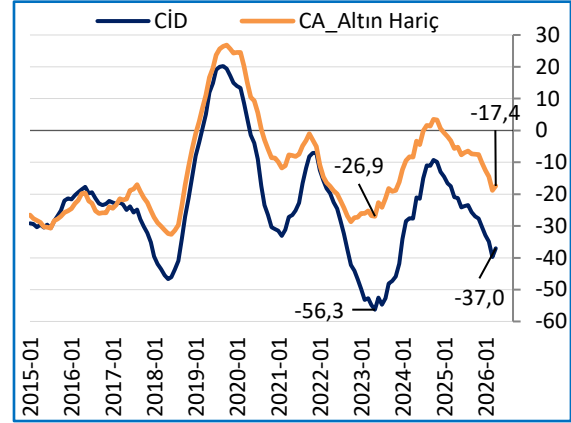
Grafik 6.c: İmalat sanayi kapasite kullanım oranı (mevsimsellikten arındırılmış)



Kaynak: TCMB

7. Nisan ayında, cari işlemler açığındaki hızlı bozulma durmuştur. Kırılganlıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler açığı savaş öncesinde artış eğilimine girmişti. Cari işlemler açığı Nisan ayında 37 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşti. Savaşın dış ticaretimizi olumsuz etkilememesi ve petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle cari işlemler açığında belirgin bir ilave bozulma beklemiyoruz.

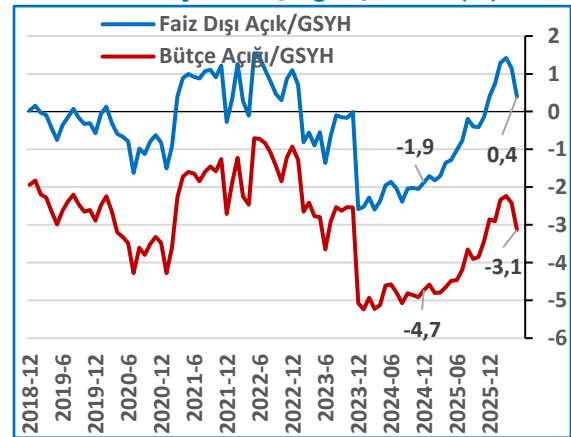
Grafik 7: 12 aylık cari işlemler dengesi (milyar ABD doları)



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 başlaması, yeni vergi teşviklerinin gündeme alınması ve iç talep yavaşlaması sonucu vergi gelirlerinin kısmen azalması nedenleriyle, kötüleşme eğilimini sürdürerek Mayıs ayı itibarıyla 12 aylık faiz dışı fazlanın GSYH'ye oranı yüzde 0,4, toplam açığın oranı ise yüzde 3,1 düzeyine düşmüştür.

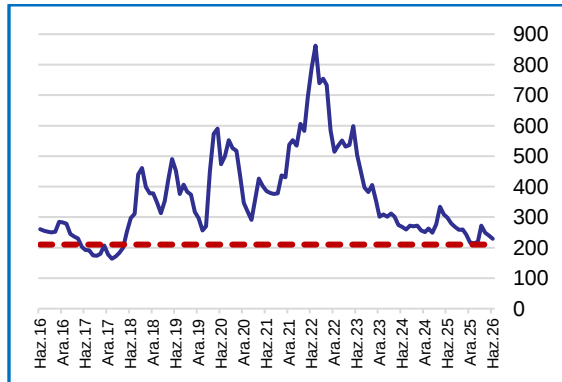
Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Türkiye'nin 5 yıllık risk primi, şubat sonu ABD-İsrail'in İran'a yönelik askeri operasyonlarıyla başlayan ve Nisan-Mayıs boyunca kademeli gerilemesine karşın yüksek seyrini koruyan jeopolitik baskıdan Haziran 2026'da belirgin ölçüde kurtulmuş; aylık ortalama 239,9 baz puandan 228,6 baz puana gerilemiştir. Ayın ilk iki haftasında CDS, 238-241 baz puan bandında nispeten yatay bir seyir izlemiş; geçici ateşkes haberlerine rağmen İran müzakerelerinin kırılma eğilimini ve küresel risk iştahının hâlâ temkinli kaldığını yansıtmıştır. Dönüm noktası, 12 Haziran'da 60 günlük ateşkesin imzalanmasıyla gelmiş; ABD ile İran arasındaki mutabakat metninin 17 Haziran'da resmileşmesiyle enerji fiyatlarındaki gerileme hız kazanmış ve Türkiye risk priminde sert bir düşüş tetiklenmiştir. 15-16 Haziran'da 221,7 ve 217,6 baz puana kadar inen CDS, ayın kalan bölümünde 217-221 bandında istikrar kazanmıştır. Bu düzey, Şubat 2026 ortalaması olan 219,1 baz puana yaklaşarak yılın en düşük seviyeleriyle örtüşmektedir. Petrol ithalatçısı kimliği ve bölgesel yakınlığı nedeniyle martta jeopolitik şoktan en çok etkilenen ülkeler arasında yer alan Türkiye, ateşkesle birlikte de en belirgin toparlanmayı kaydeden ülkeler arasına girmiştir. Bir yıl öncesine kıyasla CDS yaklaşık 70 baz puan gerilemiş olup, bu düşüş hem dış dengelenmenin hem de makro politikalarındaki rasyonelleşme sürecinin piyasa algısındaki birikimli etkisini yansıtmaktadır. Bununla birlikte 2018 öncesi uzun dönem ortalaması olan 210 baz puanın hâlâ yaklaşık 10-15 baz puan üzerinde seyredilmesi, güçlendirici yapısal adımlar atılmaksızın bu eşğin test edilmesinin güç olduğuna işaret etmektedir.

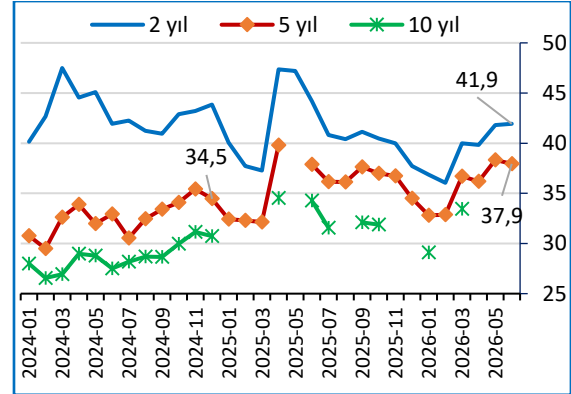
Grafik 9: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)



Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

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

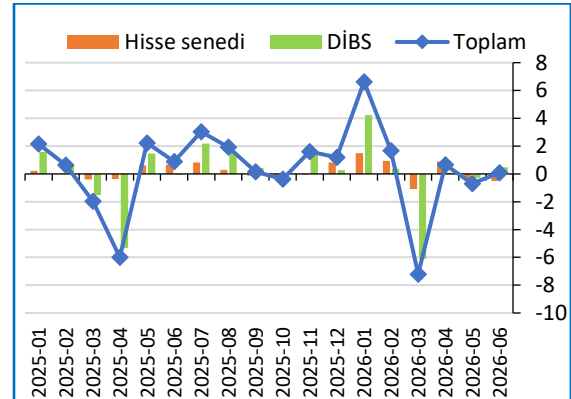
Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

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

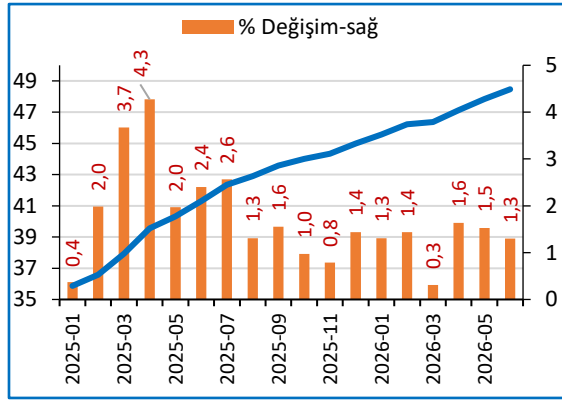
Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)



Kaynak: TCMB

12. TCMB, döviz satarak-alarak kur istikrarını gözetmeye devam etmekte, asıl olarak ABD doları kurundaki istikrara odaklanmaktadır. Kurlardaki istikrar, enflasyonun düşmesi için ön şarttır. Özellikle dışsal şoklar esnasında kur istikrarının gözetilmesi, bekleyişler ve finansal istikrar için de kritik önemdedir. Bu nedenle, TCMB, Nisan ayına kadar ABD dolarının aylık yüzde 1,2 civarında artışına izin vermiş, Mayıs ayında aylık artışı yüzde 1,5'e, Haziran ayında ise yüzde 1,8'e çıkartmış gözükmektedir. Euronun ABD doları karşısında değer kaybı nedeniyle sepet bazlı kur değişimi daha düşüktür. TCMB'nin kur istikrarını gözetmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

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



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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

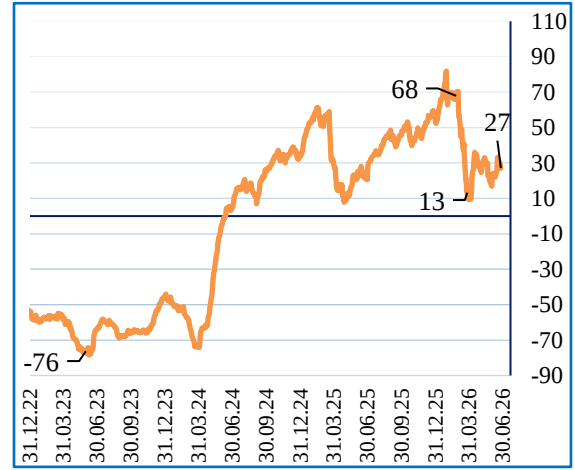
13. TCMB döviz rezervleri Mart ayında çok hızlı düşmüş, daha sonra toparlansa da altın fiyatlarındaki düşüş rezervleri olumsuz etkilemiştir. TCMB, Mart ayında tahminen 46 milyar ABD doları satmıştır. Bu satışların çok büyük kısmı yabancılara gerçekleşmiştir. Yerleşiklerin talebi çok sınırlı kalmıştır.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

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



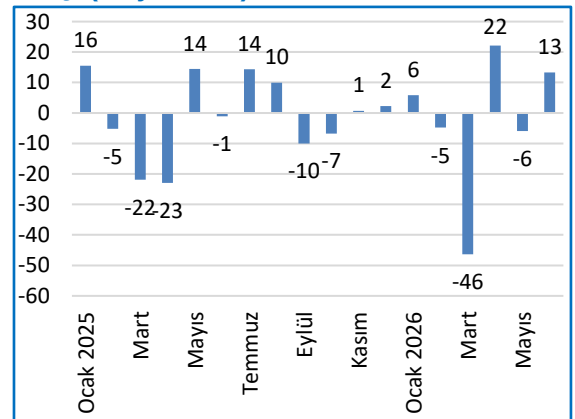
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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

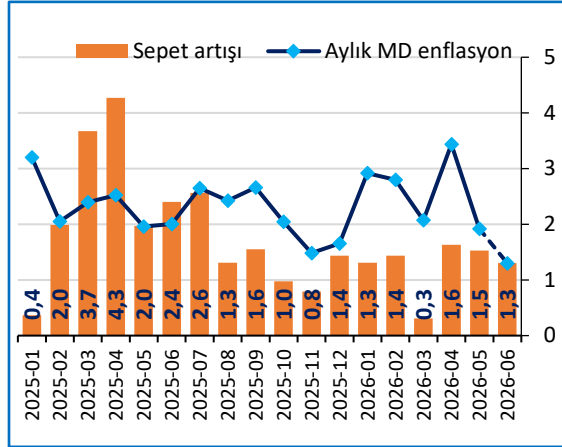


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

14. TCMB, savaş döneminde yoğun döviz müdahaleleri ile kur istikrarını gözetmiştir.

Kur istikrarı, özellikle dışsal şoklar esnasında; fiyat istikrarı yanında, bekleyişler ve finansal istikrar açısından da kritik önemdedir. Bu çerçevede, TCMB, ABD dolarındaki istikrarı gözetmeye ve Nisan ayına kadar ortalama bazda aylık yüzde 1,2 civarı artışı hedeflerken, Mayıs ayında aylık artışı yüzde 1,5'e çıkartmış, Haziran ayında ise yüzde 1,8'e çıkartmıştır. Böylece, "savaşın yarattığı enflasyonist baskı" önemli ölçüde frenlenmiştir.

Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)

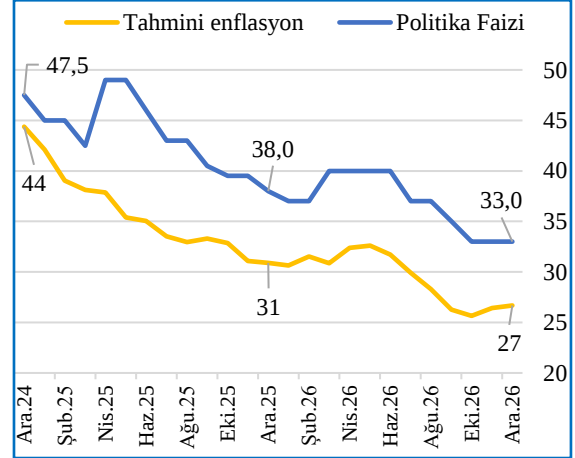


Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Fiili savaşın bitmiş olması enflasyonda ve TCMB politika faizinde düşüşü destekleyecektir.

Bu çerçevede, Mart ayındaki öngörülerimizi koruyoruz, ancak TCMB'nin fiili politika faizini Haziran ayında indirmemiş olması nedeniyle faiz indirim patikasını biraz geciktiriyoruz. Savaşın olumsuz etkilerinin yılın ikinci yarısında önemli ölçüde azalacağı varsayımıyla, 2026 yılında TÜFE enflasyonunun yüzde 27, politika faizinin de yüzde 33 civarına inebileceğini düşünüyoruz. Savaş sonrası petrol-gaz fiyatlarının hızla 70 ABD dolarının altına düşmesi söz konusu tahminlerin hafif aşağı yönlü, savaşın ve etkilerinin daha uzun sürmesi halinde ise yukarı yönlü güncellememize neden olabilecektir.

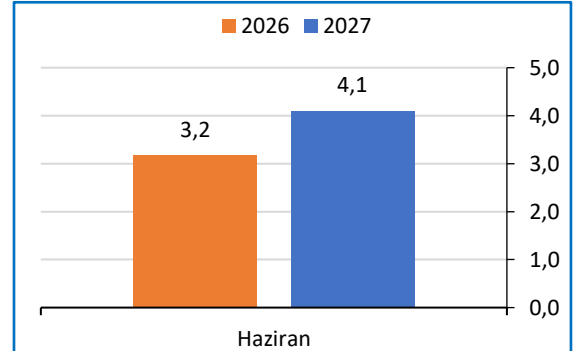
Grafik 15: Enflasyon tahminlerimiz (%)



Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri.

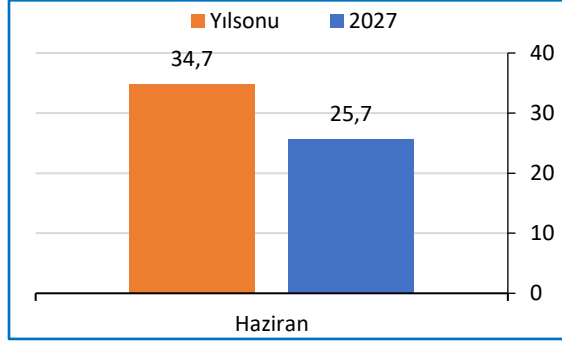
16. Piyasalar da 2026 yılına ilişkin enflasyon tahminlerini belirgin artırırken, büyüme tahminlerini düşürmüşlerdir. Ekonomi, 2025 yılında yüzde 3,6 büyümüştür. Piyasalar 2026 yılında yüzde 3,2, 2027 yılında ise yüzde 4,1 büyüme beklemektedir.

Grafik 16: Büyüme beklenti (%)

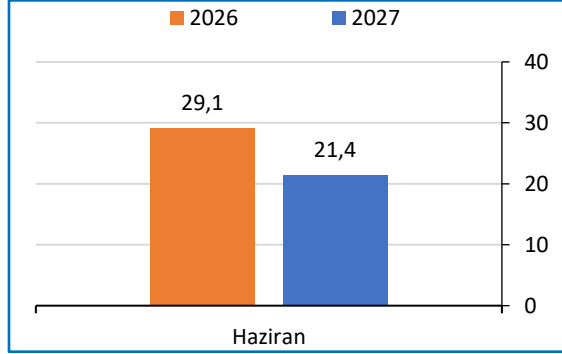


Kaynak: TCMB

17. Piyasaların enflasyon ve politika faiz tahminleri, Mart ayında yaptığımız, hala değiştirmedığımız öngörülerimizden de olumsuz hale gelmiştir. Piyasalar, 2026 yılında enflasyonun güncellenen yüzde 24'lük hedefin belirgin şekilde üzerinde kalarak yüzde 29,1, politika faizinin ise yüzde 35 civarına gerileyeceğini düşünmektedir.

Grafik 17.a: Politika faizi beklentileri (%)

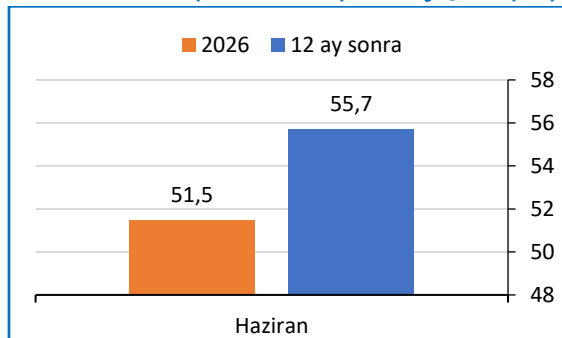
Kaynak: TCMB

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 gözeterek rezervlere sahip olduğunu düşünüyoruz.

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

Kaynak: TCMB

SONUÇ

9. Mevcut gelişmeler çerçevesinde;
 - a. Savaş, ekonomik görünümü olumsuz etkilese de etkiler sınırlı kalmıştır.
 - b. Çatışmaların bitmesi ve görüşmeler sürecinin başlaması, yılın ikinci yarısında daha olumlu piyasa koşullarının oluşmasına olanak sağlayacaktır.
 - c. Ancak, görüşmeler sürecinin zorlu geçmesi nedeniyle belirsizlikler azalmakla birlikte devam etmektedir. Dolayısıyla hala çatışmaların tekrar başlama ve piyasaları olumsuz etkileme riski mevcuttur.
 - d. Diğer bir risk de ABD’de enflasyonist baskıların belirginleşmesi nedeniyle FED’in faiz artırımı olasılığıdır. Ancak, savaşın tekrar canlanmaması kaydıyla; petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle, ABD’deki enflasyonist baskıların geçici olma ihtimalinin yüksek olduğunu, dolayısıyla FED’in faiz artırma olasılığının düşük olduğunu düşünüyoruz.
 - e. **Bu çerçevede, savaşın Haziran’da biteceği varsayımına dayalı önceki öngörülerimizi önemli ölçüde koruyoruz. Savaşın etkilerinin yılın ikinci yarısında belirgin azalacağı varsayımıyla, 2026 yılında;**
 - i. Kur istikrarının önemli ölçüde devam edeceğini,
 - ii. Enflasyonun yüzde 27, politika faizinin de yüzde 33 civarına gerileyebileceğini,
 - iii. Ekonominin yılın ikinci yarısında hafif toparlayacağını ve büyümenin yüzde 3 civarında gerçekleşeceğini,
 - iv. Görüşmeler sürecinin sorunsuz gitmesinin tahminlerimizi hafif iyileştireceğini, ancak çatışmaların tekrar başlamasının tahminlerimizin kötüleşmesine yol açacağını,
 - v. Reel sektörün “temkinli iyimser” yaklaşımla; yatırım, nakit yönetimi ve kredi kullanımında dikkatli ve temkinli olması gerektiğini değerlendiriyoruz.