

EYLÜL 2025

Takvim ve Öngörüler

- Tarifelerin Yarattığı Belirsizlik Azalıyor
- Merkez Bankaları Rahatladı
- Küresel İktisadi Faaliyetlerde Toparlanma
- Enflasyonda Düşüş Yavaşlayarak Sürüyor
- TCMB Faiz İndirimi Sürecek
- Siyasi Riskler Artıyor

İçindekiler:

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

Dünya Ekonomisinde Beklentiler

Küresel Belirsizlik Azalacak

ABD yeni yönetimin uygulamayı hedeflediği ticaret tarifeleri 2025 yılının ilk sekiz ayında önemi bir belirsizlik yaratmıştır. Belirsizlik ortamında firmaların kararları ötelenmiş, buna bağlı olarak iktisadi faaliyetler de yavaşlamıştır. Ağustos ayı başında tarifelerin netleşmesi ile yaşanan belirsizlikler de en aza inmiştir. Buna bağlı olarak dünya ekonomisi ve ticaretine ilişkin olarak da büyüme tahminleri öne çıkmaya başlamıştır. Ağustos ayında iktisadi faaliyetlerde özellikle sanayi alanında siparişlerin ve tedariklerin yeniden artmaya başladığı görülmektedir. Tarifeler alanında kalan 2 belirsizlik ise Çin ile tarifelerin henüz belli olmaması ile ABD mahkemenin tarifeleri yasalara uygun bulmamasıdır.

Merkez Bankaları İçin Riskler Azaldı

2022 yılında Rusya-Ukrayna savaşının yol açtığı küresel enflasyon ile mücadele için başlayan sıkı para politikaları küresel ekonomide önemli yavaşlamaya yol açmıştı. 2024 yılı sonlarından itibaren ise enflasyonlardaki düşüş eğilimi ile merkez bankaları faiz indirimlerine başlamıştı. Ancak ABD'nin tarife politikası küresel ekonomi için yeniden enflasyon riskini doğurmuştu. Ağustos ayı başında açıklanan nihai tarifeler ardından enflasyon endişeleri önemli ölçüde azalmıştır. Endişe ABD için ise geçerli kalmaya devam etmektedir. Bu koşullar altında büyük merkez bankalarının faiz indirimlerine devam edecekleri öngörülmektedir. Faiz indirimleri iktisadi faaliyetleri destekleyecektir.

Küresel Sanayide Toparlanma İşaretleri

Yılın ilk yarısındaki belirsizlik ortamında sıkıntılı bir dönem geçiren küresel sanayide ağustos ayında toparlanma işaretleri kuvvetlenmiştir. Küresel sanayi PMI verisi 50,9 puan ile büyüme alanına geçmiştir. En önemli gelişme Euro bölgesinde sanayi PMI verisinin 2022 haziran ayından bu yana 50,7 puan ile ilk kez büyüme göstermiş olmasıdır. Çin sanayi PMI verisi 50,5 puan ABD sanayi PMI verisi ise 53,0 puan olmuştur. Hindistan'da sanayi PMI 59,3 puan olarak ölçülmüştür. Asya ülkelerinde sanayi PMI verileri büyümenin hızlanmaya başladığını göstermektedir. Tarifelerin netleşmesi ile belirsizliği atlatan sanayi sektörleri toparlanmaktadır.

Türkiye Ekonomisinde Beklentiler

Enflasyonda Gerileme Sürüyor

Dezenflasyon programı kapsamında enflasyonda gerileme devam etmektedir. Ağustos ayında yıllık tüketici enflasyonu yüzde 32,95'e gerilemiştir. Ancak ağustosta aylık tüfe yüzde 2,04 ile beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Özellikle hizmetler, ulaştırma, gıda, eğitim ve kira enflasyonu yüksek kalmaya devam etmektedir. Üretici yıllık enflasyonu ise ağustosta aylık yüzde 2,48 ve yıllık yüzde 25,16 olmuştur. Kur artışları kaynaklı bir maliyet enflasyonu görülmüştür. Üretici fiyatları da beklentilerin üzerinde gelmiştir ve bundan sonra tüketici enflasyonuna düşüş yönünde katkısı daha sınırlı olacak gibi görünmektedir. Enflasyonda kesintisiz bir düşüş yaşanmakla birlikte düşüş hızı yavaş seyretmektedir. Bu da merkez bankasının faiz indirimlerini sınırlayacaktır.

Türkiye Ekonomisi 2025 İkinci Çeyrekte Yüzde 4,8 Büyüdü

Türkiye ekonomisi 2025 yılı ikinci çeyrekte yüzde 4,8 büyümüştür. 2025 yılı ikinci çeyrekte dezenflasyon programı ve sıkı para politikasının büyüme üzerindeki sınırlayıcı etkisi daha az olmuştur. İlk çeyrek büyümesi yüzde 2,0'dan yüzde 2,3'e güncellenmiştir. Böylece ilk yarıda ekonomik büyüme yüzde 3,55 olarak gerçekleşmiştir. Özel tüketim harcamaları ikinci çeyrekte

yüzde 5,1 büyümüştür. Sabit sermaye yatırımları ikinci çeyrekte yüzde 8,8 büyümüştür. Büyüme inşaat ve makine yatırımlarından kaynaklanmıştır. Net ihracatın büyümeye katkısı ise ikinci çeyrekte -6,9 puan olmuştur. İç talep ivmelenirken dış talep zayıf kalmıştır.

TCMB Politika Faiz İndirimi Devam Edecek, Siyasi Riskler Faiz İndirimini Sınırlayabilir

TCMB politika faizini temmuz ayında 300 baz puan düşürerek yüzde 43,0'e çekmiştir. Reel sektörü rahatlatacak faiz seviyelerine gelinmesi için faiz indirimlerinin devam etmesi gerekmektedir. Merkez Bankasının yeni faiz indirimleri de enflasyondaki gelişmelere ve özellikle döviz talebi yaratabilecek risklere bağlı olacaktır. Enflasyon temmuz ayında beklentilerin altında gelmiştir. Ağustos ayında yıllık enflasyon gerilemekle birlikte aylık enflasyon beklentilerin üzerinde gelmiştir. Eylül ayında yıllık enflasyon yüzde 32,5 ve yılsonunda da yüzde 28-29 seviyelerine inebilecektir. Bu enflasyon düşüşü gerçekleşirse TCMB eylül ayında 200-300 baz puan indirim yapabilecektir. TCMB yılsonu politika faizi yüzde 35'e kadar indirebilecektir. Faiz indirimi önünde en önemli engel siyasi ve

hukuki riskler olacaktır.

Döviz Rezervleri Yükseliyor

Merkez Bankası döviz rezervleri ağustos ayı boyunca yükselmeye devam etmiştir. Merkez bankası brüt rezervleri 22 Ağustos itibarıyla 176,3 milyar dolar, net rezervleri ise 71,8 milyar dolara çıkmıştır. Merkez Bankası brüt rezervleri 19 Mart öncesi seviyeyi de aşmıştır. Rezervler dövizin görece bol olduğu dönemlerde artırılabilmektedir.

Eylül Ayında Siyasi Riskler Yüksek

Eylül ayında ekonomiyi doğrudan etkileyecek birçok siyasi ve jeopolitik risk bulunmaktadır. Bunların başında CHP kurultayının 15 Eylül tarihinde görülecek duruşması gelmektedir. Kurultayın iptali kararı alınması ve kayyum atanması halinde başta döviz kurları olmak üzere göstergelerde sert tepkiler yaşanabilecektir. Eylül ayında CHP belediyelerine dönük iddianamelerin de açıklanması ve yargılama sürecinin başlaması beklenmektedir. Çözüm süreci için oluşturulan komisyon çalışmalarının akamete uğraması olasılığı da bulunmaktadır. Suriye'de SDG/YPG'ye dönük olarak bir askerî harekât olasılığı da en önemli jeopolitik risk olarak görülmektedir.

EYLÜL 2025 Ekonomi-Dış Politika-Siyaset Takvimi						
Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma	Cumartesi	Pazar
1 TÜRKİYE 2.ÇEYREK GSYİH BÜYÜME VERİSİ TÜRKİYE, ÇİN, AB, JAPONYA AĞUSTOS AYI PMİ İMALAT VERİLERİ	2 ABD AĞUSTOS AYI ISM İMALAT VERİSİ	3	4 AVRUPA TEMMUZ AYI PERAKENDE SATIŞ VERİSİ	5 ABD AĞUSTOS AYI İŞSİZLİK VERİSİ	6	7
8 TÜRKİYE TEMMUZ AYI TÜFE-ENFLASYON YURT İÇİ ÜFE VERİSİ	9 ABD AĞUSTOS AYI ÜFE VERİSİ	10 TÜRKİYE TEMMUZ AYI SANAYİ ÜRETİM VERİSİ ABD AĞUSTOS AYI TÜFE VERİSİ	11 TCMB FAİZ KARARI ECB AVRUPA MB FAİZ KARARI TÜRKİYE TEMMUZ AYI PERAKENDE SATIŞ VERİSİ	12 TÜRKİYE TEMMUZ AYI CARI AÇIK VERİSİ	13	14
15 TÜRKİYE TEMMUZ AYI İNŞAAT VE HİZMET ÜRETİM VERİSİ CHP KURULTAY DAVASI	16 TÜRKİYE AĞUSTOS AYI KONUT SATIŞ VERİLERİ ABD AĞUSTOS AYI PERAKENDE SATIŞ VE SANAYİ ÜRETİM VERİSİ	17 TÜRKİYE AĞUSTOS AYI MOTORLU KARA TAŞIT SATIŞ VERİSİ FED ABD MB FAİZ KARARI	18 TÜRKİYE TEMMUZ AYI KV DIŞ BORÇ VERİLERİ BOE İNGİLTERE MB FAİZ KARARI	19	20	21
22 TÜRKİYE EYLÜL AYI TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ	23 BM GENEL KURULU	24 TÜRKİYE EYLÜL AYI SEKTÖREL VE REEL KESİM GÜVEN ENDEKSLERİ TÜRKİYE EYLÜL AYI SANAYİ KAPASİTE KULLANIM ORANI	25	26	27	28
29 TÜRKİYE EYLÜL AYI EKONOMİK GÜVEN ENDEKSİ	30 TÜRKİYE AĞUSTOS AYI DIŞ TİCARET VERİSİ	30 TÜRKİYE EYLÜL AYI ENERJİ FİYATLARI TÜRKİYE AĞUSTOS AYI İŞSİZLİK VERİSİ				

Mali Göstergelerde Öngörüler

Türk Lirasında Değer Kaybı Siyasi Riskleri Yansıtır

19 Mart sonrası Türk lirasında yaşanan hızlı değer kaybı ilave sıkılaşma önlemleri ile kontrol altına alınmıştır. Ancak dövizin bol olduğu ve döviz dengesinin fazla verdiği temmuz ve ağustos aylarında TL'de değer kaybı kontrollü olarak hızlanmıştır. TL'deki hız kazanan değer kaybında faiz indirimleri beklentisi rol oynamaktadır. Yanı sıra eylül ayında görülecek siyasi davalar nedeniyle risklerin yeniden arttığı görülmektedir. Riskler nedeniyle de TL'de değer kaybı görece hız kazanmıştır. 15 Eylül tarihinde görülecek CHP kurultay davasında kongrenin iptali kararı alınması halinde TL'de değer kaybı daha da hızlanabilecektir. TL'de değer kaybında Merkez Bankasının müdahalesi beklenmelidir.

TL Faizlerinde Düşüş Beklentisi

TCMB temmuz ayında politika faizini yüzde 43'e indirmiştir. Buna bağlı olarak piyasa TL faiz oranlarında da 4-5 puanlık gerileme yaşanmıştır. TCMB'nin bundan sonraki ilk toplantısı 11 Eylül tarihinde.

Enflasyondaki gerileme ve riskler dikkate alındığında TCMB eylül ayında 250-300 baz puan faiz indirimi yapabilecektir. Politika faizinin yüzde 40'a inmesi halinde mevduat ve kredi faizlerinde de izleyen dönemde yeniden 3-4 puanlık düşüşler beklenmelidir.

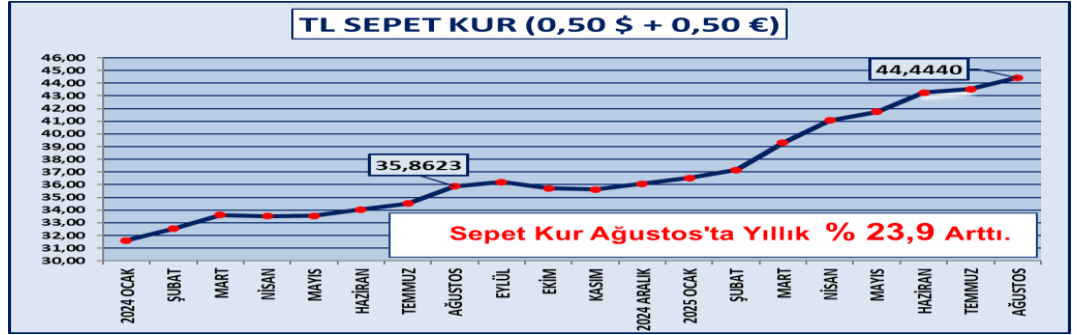
Ancak merkez bankası piyasa faizlerinde hızlı düşüşlere izin vermeyecektir. Piyasa faiz oranları kademeli ve kontrollü bir gerileme eğilimi içinde olacaktır.

ABD Doları ve Pariteler Yön Arayışında

Küresel ekonomide ortaya çıkan belirsizlikler para birimlerinde ve paritelerde de yaşanmaktadır. ABD doları nisan ayı başından itibaren değer kaybı eğilimi içine girmiştir. Ancak gerileme eğilimi yavaşlamış ve dalgalanmalara dönüşmüştür. Eylül ayında ABD merkez bankasının kritik bir faiz toplantısı olacaktır. Faiz indirimi beklentisi oluşmuştur.

Ancak daha önemlisi Trump'ın merkez bankası için yürüttüğü politikadır. Trump FED yönetimine ağır eleştirilerde bulunmaktadır. Eylül toplantısında faiz indirimi olmazsa Powell'in görevden alınması olasılığı artacaktır. Faiz indirimi halinde ise FED'in bağımsızlığı sorgulanacaktır. ABD dolarında dalgalanma 17 Eylül'e kadar sürecektir.

- **Türk Lirasında Kontrollü Değer Kaybı**
- **Piyasa Faizlerinde Düşüş Beklentisi**
- **ABD Dolarında Belirsizlik**
- **Paritelerde Yön Arayışı**



Reel Sektör ve İktisadi Faaliyetlerde Beklentiler

Eylül ayında iktisadi faaliyetler üç ana gelişmeden etkilenecektir. Bunlardan ilki dış pazar koşullarında yaşanan gelişmeler olacaktır. İkinci içeride merkez bankasından beklenen faiz indirimi ve diğer gevşeme adımları olacaktır. Üçüncü unsur ise yurtdışı kaynaklı yeni finansal şoklar yaratabilecek siyasi gelişmelerdir.

Reel sektör için dış talep tarafında tarifelerin yarattığı belirsizlik 1 Ağustos tarihinde açıklanan nihai oranlar ile azalmaya başlamıştır. Ötelenen üretim, sipariş ve tedarik kararları yeniden alınmaya başlanmıştır. Özellikle AB'de iktisadi faaliyetlerde toparlanma daha belirgin hale gelmektedir. Ağustos ayı ihracatında bunun etkisi görülmemiştir. Ancak ihracat pazarlarında belirsizliklerin azalması ile ihracat siparişlerinin eylül ayından itibaren belirgin şekilde artması olasıdır. Yeni nihai tarifeler ABD pazarında Türkiye için sınırlı avantajlar yaratacaktır. İthalat tarafında ise ağustos ayında beklentilerin üzerinde bir yavaşlama olmuştur. Sanayi üretimindeki yavaşlama ithalatı da sınırlamıştır.

Devam eden sıkılaşma önlemlerinin yavaşlatıcı etkisi en belirgin hali ile imalat sanayinde yaşanmaktadır. Özellikle mayıs-temmuz döneminde imalat sanayine dönük iç talep çok zayıflamıştır.

Ağustos ayında ise küçülme yavaşlayarak sürmüştür. İstanbul Sanayi Odası satın alma yöneticileri endeksi verilerine göre imalat sanayinde daralma 16 ayı geride bırakmıştır. İmalat sanayinde kapasite kullanım oranı da ağustos ayında yüzde 73,5 ile en düşük seviyelerinden birine inmiştir. İmalat sanayinin bu daralmayı daha ne kadar sürdürebileceği ise belirsiz hale gelmiştir.

TCMB kademeli ve temkinli faiz indirimine başlamıştır. Kredi ve mevduat faizleri de 4-5 puan gerilemiştir, ancak özellikle kredi faizleri halen çok yüksektir. Bu nedenle temmuz ayındaki faiz düşüşünün iç talep ve finansman maliyetleri üzerindeki iyileştirici etkisi sınırlı kalmıştır. Buna karşın faiz indirimleri reel sektörde beklentiler ve moral tarafında katkı sağlamaktadır.

TCMB Eylül ayında faiz indirimine devam edecektir. 250-300 baz puanlık bir faiz indirimi ile kredi ve mevduat faizlerinde de 4-5 puanlık bir düşüş yaşanabilecektir. Eylül-ekim aylarında reel sektör için daha makul finansman maliyetlerine yaklaşılabilecektir.

Faiz indirimleri kadar diğer parasal gevşeme adımları da reel sektör için

önem taşımaktadır. Mevcut sıkılaşma seviyesinde iç talep çok yavaşlamıştır. Diğer sıkılaşma adımları içinde yer alan kredi büyümesi, münzam karşılıklar, kredi kartı taksit ve limit sınırlamalarına ilişkin olarak da gevşeme adımlarının eylül veya Ekim ayında başlaması beklenmektedir. Eylül ayında yaşanacak siyasi, hukuki ve jeopolitik gelişmeler de iktisadi faaliyetleri beklentiler ve güven kanalları ile yeniden olumsuz etkileyebilecektir. Siyasi gelişmeler nedeniyle döviz kurlarında yaşanacak artışlar karşısında merkez bankasının ilave sıkılaşma adımları atması iyileşme beklentilerini öteleyecek ve reel sektör için sıkıntılar sürecektir.

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 yarı bilançolarında zararlar daha çok sayıdadır. Bu eğilim yılın ikinci yarısında da devam edecektir. Finansal kaynaklara erişimin açık tutulabilmesi çok önemli olacaktır.

- **Sıkılaşma Önlemleri İktisadi Faaliyetleri Sınırlamaya Devam Ediyor**
- **İhracat Pazarlarında Belirsizlik Azalacak**
- **Sanayide Daralma Sürüyor**
- **Reel Sektör Sıkıntılı**
- **Konkordatolarda Hızlı Artış**
- **Çözüm Süreci ve Siyasi Davalar İzlenecek**

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

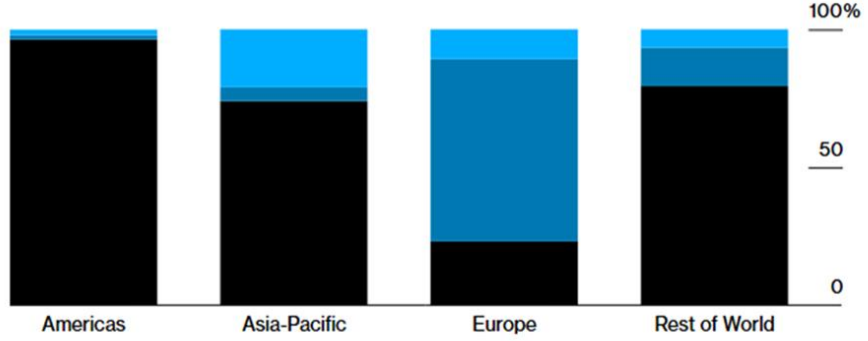
Dr.Can Fuat Gürleşel
can@esdh.com.tr

Bilgi Yönetimi ABD DOLARININ GELECEĞİ

Küresel İhracat Faturalamasında Dolar Baskın Rol Üstlendi

İhracat faturalarının ortalama yıllık kompozisyonu, 1999-2019

■ US Dollar ■ Euro ■ Other



Kaynak: New York Federal Rezerv Bankası; Yönetim kurulu personel hesaplamaları; IMF Ticaret Yönetimi; Çin Cumhuriyeti Merkez Bankası; Boz ve ark. (2020).

- ABD yeni yönetiminin uyguladığı politikalar sonucu ABD dolarının geleceği tartışmaları artmaktadır. ABD yeni yönetiminin kuralı ve geleneksel olmayan ekonomi ve ticaret politikaları nedeniyle dolara olan güven azalmaktadır. ABD doları için orta-uzun vadeli bir değer kaybı beklentisi artmaktadır. Doların rezerv para ve küresel ödeme aracı olarak kullanımının azalacağı öngörülmektedir.
- Bununla birlikte ABD doları hem rezervlerde hem de küresel ödemelerde en büyük payı almaya devam etmektedir. 1999-2019 arasında küresel ticarete faturalamalarda dolar baskın rol oynamıştır. ABD dolarının yerini kısa sürede alabilecek bir para birimi halen bulunmamaktadır. Euro ve Yuan öncelikle bölgesel olarak pay kazanacaktır.

TEMEL GÖSTERGELER

	ARALIK	OCAK	ŞUBAT	MART	NİSAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS
Dolar/TL	35,3438	35,8274	36,4467	37,8337	38,4375	39,1329	39,8124	40,5858	41,0178
Euro/TL	36,8024	37,2130	37,8915	40,7753	43,7147	44,3503	46,6913	46,4576	47,8702
Euro/Dolar	1,0345	1,0361	1,0377	1,0828	1,1332	1,1348	1,1789	1,1416	1,1685
MB Politika Faizi %	47,50	45,00	45,00	42,50	46,00	46,00	46,00	43,00	43,00
Gösterge Tahvil Faizi %	40,56	38,16	38,20	49,10	46,89	44,06	40,13	40,08	38,93
TÜFE Yıllık %	44,38	42,12	39,05	38,10	37,86	35,41	35,05	33,52	32,95
Türkiye CDS 5Y	260,50	253,54	252,00	312,79	338,94	319,18	301,30	271,54	259,96
Cari Açık/Fazla Yıllık Milyon \$	-10,193	-11,728	-12,687	-12,844	-15,931	-16,091	-18,926		
Türkiye PMI	49,1	48,0	48,3	47,3	47,3	47,2	46,7	45,9	47,3
Toplam Krediler Milyar TL	16.046	16.368	16.859	17.627	18.387	18.937	19.549	20.052	20.550
Brent Petrol Varil Dolar	74,64	75,67	72,81	74,77	61,06	62,78	66,74	71,70	67,48
Dow Jones Endeksi	42.544	44,545	43,841	42,002	40.669	42.270	44.095	44.131	45,545
BIST-100 Endeksi	9.831	10.004	9.659	9.659	9.078	9.020	9.949	10.743	11,288