

**AYLIK MAKRO VE POLİTİK GÖRÜNÜM**

Temmuz ayı makroekonomik görünüm açısından, dezenflasyon sürecinin devam etmesi ve rezervlerdeki olumlu gelişmelerle beraber genel olarak olumlu bir tablo çizdi. Hesaplamalarımıza göre Temmuz ayında TCMB'nin 12 milyar dolara yakın döviz alımı olurken, yakından takip ettiğimiz rezerv göstergesi "Tüm Swaplar Hariç Net Uluslararası Rezervler", 45 milyar dolar seviyesinin üzerine yerleşti. Öte yandan, dünyada ticaret savaşlarının ve tarifelerin yoğun şekilde tartışıldığı bir dönemde, Türkiye'nin cari işlemler açığı nispeten kontrol altında bir seyir izleyerek, önemli bir risk oluşturmaktan uzak bir görünüm sergiliyor. Ancak, makro görünümün dezenflasyon ve rezerv gelişmeleri açısından olumlu seyrine rağmen, ekonomik aktivitede belirgin bir soğuma yaşanıyor. Bu durum hem PMI verileri hem de tüketim talebindeki zayıflıkta açıkça görülürken, büyüme üzerinde baskı yaratıyor. Temmuz ayına ilişkin son verileri ve yakın dönem beklentilerimizi aşağıda özetledik;

Dezenflasyon süreci yolunda gidiyor... Temmuz ayında TÜFE %2.06 artış ile %2.4 artış yönündeki medyan beklentinin altında gerçekleşti. Böylece, Ocak-Temmuz döneminde birikimli TÜFE artışı %19.1'e ulaştı. Temmuz sonunda önceki aya göre 1.5 puan azalışla %33.5'e gerileyen yıllık TÜFE, TCMB tahmininin (%24.0) ve enflasyon tahmini etrafındaki belirsizlik aralığı (%19 - %29) üst sınırının üzerinde kalmayı sürdürdü. Yılın ilk çeyreğinde enflasyon ana eğilimi yükseliş gösterirken, 19 Mart sonrası kur artışlarının hızlanması ve gelecek dönem enflasyon beklentilerinin kötüleşmesinin de ikinci çeyrek başında ana eğilim üzerinde olumsuz etkileri olduğu gözlenmişti. Buna karşılık, bankalara uygulanan kredi sınırlarının korunması, faiz artışı ile para politikasının sıkılaştırması ve döviz satış müdahalelerinin desteği ile TL'de reel değerlenme eğiliminin tekrar sağlanması ve iç talep ile ekonomik aktivitede gözlenen yavaşlama ile enflasyon ana eğiliminin Mayıs ve Haziran ayında %2.0 civarına yavaşladığı izlenmişti. Temmuz ayında idari kararlarla gözlenen ana eğilim yükselişinin ise geçici olması beklenebilir. Bu doğrultuda, yılın kalan döneminde kurlar, ücretler, yönetilen fiyatlar ve emtia fiyatlarında şok bir gelişmenin gözlenmemesi durumunda enflasyonun 2025 sonunda %30.0 civarında oluşabileceğini düşünüyoruz.

Faiz indirimlerine devam... Sıradaki PPK toplantısı 11 Eylül'de gerçekleşirken, bu toplantıya kadar bankanın bir enflasyon verisi

Lütfen en altta yer alan uyarı notunu okuyunuz.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

(Ağustos) daha görme ve Eylül enflasyonu için ilk izlenimini oluşturma imkanı olacaktır. Ağustos TÜFE gerçekleşmesinin ana eğilimde iyileşmeye işaret etmesi durumunda faiz indirimlerine 300 baz puan ile devam etme olasılığı yükselebilir. Bu durumda, yıl sonu için %36.0 seviyesinde olan politika faizi tahminimizde risklerin aşağı yöne dönebileceğini düşünüyoruz... Merkez Bankası, 24 Temmuz tarihli PPK toplantısında bir hafta vadeli repo faizini %43,0 seviyesine indirirken, faiz koridoru üst sınırını genişliğini asimetrik olarak yüksek tutmayı sürdürmüştü. Buna karşılık, "Adımların büyüklüğü, enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla gözden geçirilecektir." cümlesini kullanarak bundan sonraki adımların büyüklüğünün verilere bağlı ve toplantı bazında belirleneceği vurgusunu güçlendirmişti. Son Enflasyon Raporu'nda verilen iki yıllık enflasyon patikası (TCMB 2025 sonu tahmini %24,0, 2026 sonu tahmini %12,0) Piyasa Katılımcıları Anketi'nde gözlenen beklentilerin (2025 sonu beklentisi %29,7, 2026 sonu beklentisi %20,4) belirgin altında kalmaya devam ediyor. Ayrıca, önceki dönemde son üç ay ortalaması %2,5 civarında seyreden enflasyonun ana eğiliminin Mayıs ve Haziran'da %2,0 civarına yavaşladıktan sonra Temmuz'da ılımlı yükseliş göstermesi beklenmektedir. Ancak bu eğilimin geçici olması beklenirken, takip eden aylarda yeniden aylık %2,0'nin altına gerilemesi ve gelecek dönem enflasyon beklentilerinde bir bozulmaya yol açmaması durumunda yıl sonunda TCMB TÜFE tahmin patikası sınırları içinde kalınması olası görünmektedir. Bankanın Ağustos ayında PPK toplantısı bulunmazken, 14 Ağustos'ta yılın üçüncü Enflasyon Raporu yayınlanacaktır. Yıl sonu tahminlerinde bir değişikliğe gidilmesi beklenmezken, yıl sonuna yaklaşılması nedeni ile belirsizlik aralığının daraltılması olasılığı bulunmaktadır. Bundan sonraki ilk PPK toplantısı 11 Eylül'de gerçekleşirken, bu toplantıya kadar Bankanın bir enflasyon verisi (Ağustos) daha görme ve Eylül enflasyonu için ilk izlenimini oluşturma imkanı olacaktır. Ağustos TÜFE gerçekleşmesinin ana eğilimde iyileşmeye işaret etmesi durumunda faiz indirimlerine 300 baz puan ile devam etme olasılığı yükselebilir. Bu durumda, yıl sonu için %36.0 seviyesinde olan politika faizi (Eylül'de 300, Ekim ve Aralık'ta 200 baz puan indirimle) tahminimizde risklerin aşağı yöne dönebileceğini düşünüyoruz.

2025 GSYİH büyüme tahminimizi %3 olarak koruyoruz...

Dezenflasyon sürecini destekleyen önemli unsurlardan biri, ekonomik aktivite ve talep göstergelerinde son dönemde gözlenen belirgin soğumadır. TCMB en son PPK karar notunda "Yakın döneme ilişkin veriler, talep koşullarının dezenflasyonist etkisinin arttığını göstermektedir" ifadelerine yer vererek ekonomik aktivite koşullarındaki soğumaya dikkat çekti. Ekonomik büyüme açısından kritik öncü göstergelerden biri olan İSO Türkiye İmalat PMI Temmuz ayında 45,9 ile son 9 ayın en düşük seviyesine geriledi. S&P Global Market Intelligence tarafından hazırlanan bu veri, üretimde ve müşteri talebinde süregelen daralmanın devam ettiğini gösteriyor. Yeni siparişlerin üst üste 25 aydır azaldığı; Temmuz'da ise bu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

azalmanın Mart ayından bu yana en yüksek seviyeye ulaştığı dikkat çekiyor. Dış talep koşullarındaki zayıflık yeni ihracat siparişlerinin de düşüşünü tetiklemiş ve üretim hacmindeki azalma Temmuz ayında hızlanarak son 10 ayın en yüksek seviyesine ulaşmış gözüküyor. Tüm bu gelişmeler ışığında, %3 olan büyüme tahminimizi korurken, risklerin aşağı yönlü olduğunu belirtmek gerekir.

Cari açık makro dengesizlikler arasında risk yaratmaktan uzak bir görünüm çiziyor... Mayıs ayında 12 ayda verilen cari açık ise 16,0 milyar dolara (GSYH'ya oranla %1.2) yükseldi. Buna ek olarak, Haziran ayı gümrük dış ticaret öncü verileri geçen yılın aynı ayının 2,3 milyar dolar üzerinde dış açığa işaret ederken, son 12 aylık cari açığın 18,0 milyar dolara yükselebileceğini düşündürüyor. Öte yandan, Mayıs ayında manşet açıktaki kötüleşmeye ek olarak cari dengenin temel eğilimi açısından takip edilen enerji dışı cari dengenin 2,3 milyar dolar fazla ile geçen yılın aynı ayının altında, enerji ve altın dışı (çekirdek) cari dengenin ise 4,1 milyar dolar ile geçen yılın aynı ayının üzerinde fazla verdiği gözlenmektedir. Küresel görünümde oluşan belirsizlik, enerji maliyetlerindeki oynaklık ve içeride genel faiz seviyesinde görülen değişimler önümüzdeki dönemde cari açık seyrinde etkili olabilir. Cari denge 2023 yılında 39,9 milyar dolar açık (GSYH'ya oranla %3.6) verirken, bu değer 2024 yılında 10,0 milyar dolara (GSYH'ya oranla %0.7) gerilemişti. Türkiye'nin 1992-2023 dönemi cari açık ortalaması ise milli gelire oranla %3.0 civarında hesaplanıyor. Net altın ve net enerji ithalatındaki azalış 2024 yılında cari dengeyi aşağı çeken ana unsurlardan olmuştur. Net altın ithalatı 13,6 milyar dolar ile 2023 yılına göre 12,1 milyar dolar gerilerken, net enerji ithalatı ise 49,1 milyar dolar ile 2023 yılının 3,6 milyar altında açık vermişti. Dolayısı ile, cari açıkta önceki yıla göre gözlenen 29,9 milyar dolar iyileşmenin %53 gibi önemli bir kısmı bu iki kalemden gelirken, hizmet ticareti revizyonu da katkı sağlamıştı. Bu yıl ise, para politikasında kademeli gevşeme ve reel kurlarda değerlenme eğiliminin devamı varsayımı ile cari açığın 22,0 milyar dolara yükseleceği tahminimizi aktarmıştık. Buna karşılık, son dönemde küresel görünümde tarife açıklamaları ile oluşan belirsizlik, başta ham petrol fiyatları olmak üzere enerji fiyatlarındaki oynaklık ve içeride 19 Mart sonrası finansal koşullarda görülen sıkılaştırmanın ne süre devam edeceği, takip eden dönemde büyüme eğiliminde göstereceği etkiye bağlı olarak cari açık tahminlerimizde her iki yönde de değişiklik getirebilir. Son Piyasa Katılımcıları Anketi'nde yıl sonu cari açık beklentisi 18,8 milyar dolar, haber ajanslarının son anketlerinde ise 19,8 milyar dolar görünüyor. Son OVP'de ise bu yıl için 28,6 milyar dolar açık tahmin edilmişti.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

Önemli Uyarı

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ Menkul Değerler

A.Ş. tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği göz önüne alınmalıdır.

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerini de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ve ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.'den herhangi bir talepte bulunulamaz.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. işbu rapor aracılığıyla bir Bilgi Sağlayıcısı tarafından veya analiz, araştırma ve görüş sağlayan çeşitli üçüncü şahıslar ("Üçüncü Taraf Araştırmacılar") tarafından hazırlanabilen analist araştırma ve görüşlerini ("Araştırma Raporları") sunmaktadır. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. bu türden Üçüncü Taraf Araştırmacılar üzerinde herhangi bir kontrolü bulunmamaktadır. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. olarak biz Üçüncü Taraf Araştırmacılar tarafından hazırlanmış Araştırma raporlarını desteklemiyor ve onaylamıyoruz ancak bunları tarafınıza bir hizmet veya kolaylık olarak sunmaktayız.

Hisse senetleri, sabit getirili yatırım araçları, emtia ve kaldıraçlı araçlar gibi yatırım araçlarına yönelik herhangi bir tavsiye, görüş veya öneri içeren üçüncü taraf araştırma raporları her zaman Şirketimizin görüşlerini yansıtmayabilir ve ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. içerikteki bilgilerin doğruluğunu kontrol etmemektedir.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. üçüncü taraf araştırmacılar tarafından hazırlanan ve müşterilerine sağladığı herhangi bir görüş, fikir, öneri veya gerçeklikler konusunda herhangi bir sorumluluk üstlenmemektedir ve rapora dayalı herhangi bir yatırım kararını ya da herhangi bir ürün ya da işlemin uygunluğunu ivedilikle reddetmektedir.

Üçüncü taraf araştırmasına dayalı olarak herhangi bir ürüne ilişkin müşteri tarafından verilen herhangi bir al, sat ya da tut kararı kendisi tarafından verilmiş olmalı ve hiçbir şekilde ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. tarafından desteklenmiş, etkilenmiş ve atfedilmiş sayılmamalıdır. Yatırımcı, üçüncü taraf araştırma raporunun içeriğindeki bilgilerin kullanımına ilişkin hak ve riskleri değerlendirme sorumluluğunu bu bilgilere dayalı olarak tek başına almalıdır.

İstisnasız işbu bu araştırma raporuna dayanarak ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.'ye verilen herhangi bir emrin tavsiye edilmediği anlaşılmalıdır. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. bu tür araştırmaların doğruluğu, eksiksizliği veya güncelliğinden veya herhangi bir zamanda güncellenmesinden sorumlu değildir. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. yatırım, vergi veya yasal tavsiye vermemektedir. Keza bu rapor, herhangi bir zamanda değiştirilebilir. Herhangi bir şart altında, söz konusu üçüncü taraf araştırmasında yer alan bilgiler, belirli bir yatırım veya menkul kıymetin satma teklifi veya satın alma talebi olarak kabul edilmemelidir.

Kişisel Verilerin Korunması Kanunu uyarınca aydınlatma metnimize buradan ulaşabilirsiniz.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Mevcut Çıkar Çatışmaları:

Şirket Unvanı **Beyan**