

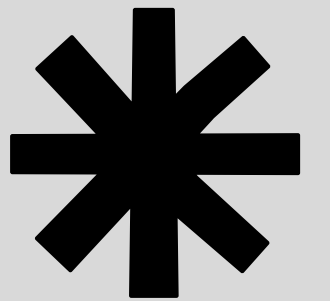


 **FARK**  
**KURUMSAL**

**ZAFER ÜNAL**

**EKONOMİ VE FİNANS**  
**GÜNDEMİ**

**23 Mart– 11 Mayıs Gündemi**





## GENEL MAKRO EKONOMİK VERİLERE KISA BİR BAKIş

<i>USD Kuru</i>	<b>45,38</b>
<i>EUR Kuru</i>	<b>53,48</b>
<i>Parite</i>	<b>1,17</b>
<i>Altın Ons</i>	<b>4.669</b>
<i><u>Altın Gr.</u></i>	<b>6.815</b>
<i>Brent Petrol</i>	<b>103</b>
<i>NIKEL</i>	<b>19.151</b>
<i>CDS</i>	<b>226</b>
<i>Faiz (2Y)</i>	<b>%41,22</b>
<i><u>TL Ref</u></i>	<b>%39,99</b>
<i>Enflasyon Tüfe (TÜİK)</i>	<b>%32,37</b>
<i>Enflasyon ÜFE</i>	<b>%28,59</b>
<i>BİST</i>	<b>15.104</b>

## Dönemin Öne Çıkan Maddeleri

### Yuriçi Gündem

- TCMB, TL kredi büyümesini kontrol altına almak için deprem bölgesi ve ticari kredilerde uygulanan zorunlu karşılık muafiyetlerini sonlandırdı.
- TÜİK mart ayı enflasyonunu % 1.94 yıllık enflasyonu % 30.87 olarak açıkladı.
- TCMB Mart ayı toplantısında politika faizini % 37'de sabit tuttu.
- Elektrik ve doğalgaza %25 zam geldi.
- Fitch Ratings, Türkiye'nin not görünümünü "pozitif"ten "negatif"e çevirdi.
- Nisan ayı enflasyon rakamları açıklandı. İTO; % 3.74, Enag; % 5.07, TÜİK; % 4.18 olarak açıkladı ve yıllık enflasyon %32,37'ye yükseldi.
- Yurtdışı Varlık Barışı ve İhracatçılara kurumlar vergisi indirimi getirecek olan kanun teklifi meclise sunuldu.
- TCMB Başkanı Karahan, savaşın dezenflasyon sürecini olumsuz etkilediğini ancak para politikasındaki kararlığın değişmediğini söyledi.
- CHP'nin 38. Kurultay davası 1 Temmuz'a ertelendi.
- Demir Çelik sektöründe Ortadoğu savaşı ve AB'nin hurda ihracatına kısıtlama getirmesi hurda fiyatlarını uçurdu.
- Bofa Türkiye 2026 sonu enflasyon tahminini %28.5'ten % 30'a yükseltti.
- TCMB başkan yardımcılığına Yusuf Emre Akgündüz, SPK başkanlığına Osman Sütçü, TÜİK başkanlığına Mehmet Arabacı atandı.
- Muhittin Böcek etkin pişmanlıktan yararlanmak istedi. Burcu Köksal AK Partiye katılma kararı aldı.

### Yurt Dışı Gündem

- İran meclisi, Hürmüz boğazında gemi geçişlerine kısıtlama ve ücret getiren yasayı onayladı.
- Trump: Anlaşma olmazsa, Hürmüz açılmazsa yok edeceğiz.
- ECB, art arda üçüncü kez faizi % 2'de, BoE % 3,75'te sabit tuttu.
- FED, faizi % 3,5 – 3,75 aralığında sabit tuttu.
- ABD – İran islamabad görüşmelerinden anlaşma çıkmadı. Hürmüz boğazı yeniden kapandı.
- Trump: Hürmüze abluka başlatıyorum. Ya açılacak ya da kimse giremeyecek.
- İran: Amerikan gemisini vurduk, ABD: vurulmadık açıklaması yaptı.
- İran, BAE'de Füceyra'daki petrol tesisini vurdu.
- ABD Başkanı Trump: Pazartesi günü başlatılan "Özgürlük Projesi" kapsamındaki askeri operasyonun askıya alındığını duyurdu.
- ABD, İran'a yeni bir barış teklifi iletti, İran değerlendireceği açıklaması yaptı. Trump; İran kabul ederse Hürmüz açılacak, savaş bitecek açıklaması yaptı.
- Suudi Arabistan ve Kuveyt'ten Amerikan ordusuna yeşil ışık. "Özgürlük Operasyonu'nun" önünü açılıyor mu?
- Tahran'ın yanıtı Washington'da gerilimi arttırdı. Trump; cevabın kendisi için kabul edilemez olduğunu bildirdi.
- Trump, Çin'i 13-15 Mayıs'ta ziyaret edecek. Öncesinde ticari müzekkere için heyetler G.Kore'de bir araya gelecek.
- ÇİN'de Nisan Ayı TÜFE %1,2 olarak gerçekleşti. Beklenti %0,9 idi.
- Hindistan ekonomi önlemleri kapsamında altın alımının durdurulması ve evden çalışma sistemine geçilmesini istedi.



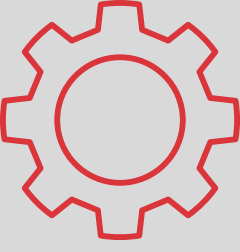
# SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Herkesle merhaba,

Uzunca bir süredir Hürmüz'de olanları ve savaşın nereye evrileceğini izliyorum. Bunun içinde yazmadan bekledim. Bu bölgede yaşanan olaylar tüm dünyayı derinden etkilemekte, ekonomi ve siyaseti ciddi bir biçimde şekillendirmektedir.

Şubat'a kadar 70 USD'in altında seyreden ve beklenti olarak da 60 USD'in altına geleceği öngörülen petrol, ABD-İran-İsrail savaşı ile birlikte 110 USD seviyelerine yükseldi. Şubat sonunda başlayan ve bir ay içinde biteceği söylenen savaş döneminde, petrol fiyatlarının geçici olarak artacağı ve akabinde "ABD"nin zaferi sonrası hızla gerileyeceği konuşulmaktaydı. Böylece ABD, "İran, nükleer bomba üretecek, Ortadoğu'da terörü destekliyor, başta İsrail olmak üzere çevre ülkeleri tehdit ediyor" diyerek başlattığı savaş oyunu sayesinde Rejimi değiştirip, kendi politikalarına uygun bir yönetim ile İran'a (PETROL'e) hakim olmayı umarken, umduğu taş baş yarıdı.

İran dışı çıktı. Füze ve Hürmüz silahı çok etkili oldu. Füzeler ile İsrail'i ve ABD'ye kucak açan körfez ülkelerini vurabildiğini gösterdi. Ayrıca Hürmüz boğazını kapatarak dünya petrol ve gaz arzına ciddi darbe vurdu. Bu sayede fiyatların yükselmesini sağlayarak hem ABD iç siyaseti, hem de enerji sıkıntısı yaşayan ülkelerin ABD üzerinde baskı yapmasını sağladı.



Bu sürecin sonunda, savaşın 40.ıncı gününde ateşkes yapıldı. Ateşkes yapıldı ama taraflar bir türlü anlaşma sağlayamadı. İslamabad görüşmelerinden sonuç çıkmayınca **açılan Hürmüz yeniden kapatıldı**. Hürmüz'ü silah zoru ile açmayı deneyen ve adına "**Özgürlük Operasyonu**" denen askeri girişim, Suudi Arabistan'ın üslerini kullandırmaması üzerine askıya alınmak zorunda kalındı. Hürmüz'ü geçmeye çalışan ve yaklaşan ABD gemileri vuruldu. ABD ise, askeri müdahale ile deviremediği ve/veya teslim alamadığı rejimi, istediği şartları kabul etmesi için "ABLUKA'ya" aldı.

Ablukanın öneminden bahsedecek olursak, en önemli sonucu **Cebel Ali limanının kapanmış olması** derim. Bu liman İran'ın dış ülkelerden ithal ettiği ürünlerin geldiği ve bu limandan küçük gemilerle İran'a malların aktarıldığı yerdir. ABD ablukası sonucu artık hiçbir gemi İran'a mal taşıyamadığı gibi, İran'ın petrolünü satması ve gelir elde etmesi de engellenmiş oldu. İşte bu İran için savaşın yarattığı fiziki yıkımdan daha büyük hasara yol açacak olan ekonomik yıkım demektir.

İran ise tüm gücü ile buna direnmekte ve o da Hürmüz'ü kapatarak petrol ve doğalgaz krizi ve fiyat artışları ile ABD'yi köşeye sıkıştırma gayreti içerisinde.

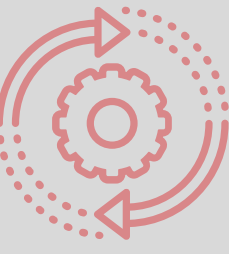
Sonuçta iki tarafta bu savaşın kaybedeni durumundadır. Bu durumdan çıkmak için bir barış antlaşması imzalamaları gerekmekte ama tarafların bir birlerinden istedikleri taleplere bakınca görüntü ABD, İran'ın teslim olmasını istediği bir anlaşmaya zorladığı, İran'ın ise eşit şartlarda bir antlaşma istemesi üzerine kilitlenmiş durumda. Bir ateşkes var ama bir anlaşma yok. Ateşkesin bitmesini kimse istemiyor, yoksa petrol fiyatı daha da artacak. Anlaşmada olmuyor. Tam anlamı ile iki keçi bir köprüde karşılaşmış hikayesine döndü bu savaş.



## Gelelim ekonomik yansımalarına:

- Enerji fiyatları arttı.
- Özellikle körfez'in petrolüne bağlı olan Asya ülkelerinde üretim yavaşladı, maliyetler arttı.
- Ukrayna-Rusya savaşı ile gaz krizine giren ve ağır darbe yiyen AB, gaz fiyatında dengeleyici rol oynayan Katar gazından mahrum oldu.
- Elektrikli otomobiller daha fazla tercih edilmeye başlandı.
- Rusya'ya olan yaptırımlar gevşetildi.
- BAE OPEC'ten ayrılma kararı aldı.
- ABD daha fazla petrol ve gaz satışı yaparak fiyatları dengeleme gayretine girdi.
- Kızıldeniz rotasında sıkıntılar nedeniyle, Ümit burnu rotası kullanılmaya başlandı, navlun maliyetleri arttı.
- NATO tartışılır hale geldi. ABD'nin güvenlik kalkanı güvenilmez hal aldığı için Avrupa ülkeleri askeri harcamalara yeniden ağırlık vermeye başladı.
- ABD'nin askeri gücü hızla eridi. Savaşın devam etmesi halinde üstünlüklerini kaybetme riski doğdu.
- Tedarik zincirinde aksamalar yeniden oluşmaya başladı.
- 

Sonuç olarak bir çok ülkede enerjiye ulaşımın zorlaşması üretimi tehdit eder hale getirdi, enerji maliyetlerinin artışı da tüm dünyada enflasyon ihtimalini yeniden gündeme taşıdı.



İşte bu sebeplerden ötürüdür ki, bir çok merkez bankası faizleri indirmeyi bırakın, yeniden faiz artırma konularını tartışmaya başladı. İlk etapta, faiz indirimlerinden vazgeçilerek, bekle-gör politikası ile faizleri sabit tutmayı ve temkinli olmayı seçti. Şimdi sorumuza gelelim. **Eğer savaş yeniden başlarsa ve Hürmüz kapalı kalıp, ABD ablukası da devam ederse ne olur?**

Olasılıkları madde madde yazalım:

- Tüm ülkelerde enflasyonist baskı oluşur. Merkez Bankaları faiz artırmak durumunda kalabilir. Faizin inmesini bekleyen altın'ın ons fiyatı düşer.
- **Başta Hindistan, Pakistan, G.Kore, Japonya gibi ülkelerde enerjiye ulaşım zora girer, üretim sekteye uğrar. Çin de etkilenir ama görece daha az olur.**
- Petrol 110-140 USD seviyelerine yükselebilir.
- **ABD seçimlerinde Trump büyük hasar alır.**
- İçten yanmalı otomobil piyasasında ki kan kaybı artarak devam eder. Elektrikli otomobil ve buna bağlı piyasalar gelişir. Çin, Avrupa ve ABD'li üreticilere üstünlük sağlar.
- **İlk önce AB de stagflasyon başlar ve genele yayılır.**
- AB ülkeleri Hürmüz açılması konusunda ABD'ye destek olmak durumunda kalabilir ve dolaylı da olsa savaşa katılabilir.
- **Rejimin devamı halinde Çin bu süreçten kazançlı çıkan ülke konumunda olup, dolaylı olarak rejime destek vermeye devam eder.**

Bu kötü senaryoyu daha da kötüleştirmek mümkündür. Daha fazla olumsuz olasılığı yazmadan, olumlu senaryoya geçelim.



**Önümüzdeki hafta içinde taraflar ateşkesi kalıcı hale getirip anlaşmaya vararak, -ablukayı kaldırıp, Hürmüz'ü yeniden çalışır hale getirir ise ne olur?**

- Brent petrol ilk etapta 90 USD'ın altına geriler ve 2-3 ay içinde 70 USD seviyelerine geri döner
- **Merkez bankaları yeniden faiz indirimi politikalarına geri döner,**
- Altın fiyatları artar, Hisse senedi piyasaları coşar.
- **USD değer yitirir, EUR/USD paritesi artar,**
- FED faiz indireceği için gelişmekte olan ülkelere para akışı hızlanır, Gelişmekte olan ülke para birimleri değerlenir.
- **ABD 'de Trump bunu bir zafer olarak gösterme gayreti içerisine girer ancak yetmeyeceği için daha kolay olacak olan Küba mevzusu gündeme gelir.**

Olasılıkları daha da çoğaltmamız mümkün ama İlk etapta aklıma gelen şeyler bunlar.

Kısacası bu savaş Çin'in enerjiye erişimini engelleyerek Çin'i yavaşlatmak/durdurmak niyetiyle başlatılmış ama iyi planlanmamış ve eline yüzüne bulaştırılmış bir savaş olarak dünya da enerji krizi yaratmıştır. Enerji krizi ise tüm mal ve hizmetlerde **maliyetleri arttırıcı etki yaparak ekonomiler üzerinde enflasyonist baskı yaratmaktadır.** Yine bunun sonucu olarak ülkelerin ekonomi yönetimleri tasarruf tedbirleri ve para politikası tedbirleri ile geçici olmasını umdukları bu krizi yönetme gayreti içerisine girmişlerdir.



## Gelelim Yurt içi gelişmelere:

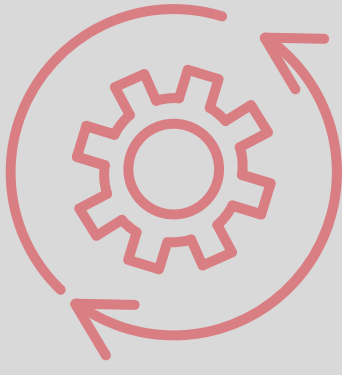
Petrol fiyat artışı bütçe üzerinde baskı oluşturmakta, artışıları vatandaşa daha az yansıtılmak için uygulamaya sokulan **eşel mobil sistemi**, bütçe açığını artırmakta, maliyet artışıları aylık enflasyon rakamlarına yansımakta ve yıl sonu hedeflenen enflasyonda ciddi sapma yaratmaktadır. Yüksek gelmeye başlayan aylık enflasyon rakamları sonrası jeopolitik riskler ve ekonomik program gerçekleşmeyecek endişesi ile başlayan dvız talebini baskılamak için TCMB dvız rezervlerini etkin kullanmış ve swap hariç net rezervlerde hızlı bir erime görülmüştür. Bu süreç TCMB'nin en son toplantısında faiz artırma ihtimalini gündeme getirmiş olsa da, İnan ile ABD arasında imzalanan ateşkes ve İslamabad görüşmeleri ile anlaşma olma ihtimalinin yeniden doğması ile birlikte **faiz %37'de sabit tutma kararı alınmıştır**. Bundan daha önemlisi gerek Bakan'ın gerekse TCMB Başkanı'nın dezenflasyon programından taviz verilmeyeceği, sıkı para politikasına devam edileceği açıklamalarıdır.

Bu açıklamalar bize; **kredi faizlerinin inmeyeceği, krediye ulaşma imkanlarının daha da daralacağı, selektif davranıp dvız kazancı sağlayanlara destek olunacağı, kurun fırlamasına izin verilmeyeceği, TL'nin değerli tutulması için çabaların sürdürüleceğini ifade etmektedir.**



Nitekim mevduat faizleri % 38'lerden % 42-43 bandına yükselmiş, bankalar kredi kullanımını yavaşlatmış, ihracatçılara yönelik olarak kurumlar vergisinde indirim içeren yasa tasarısı Meclis'e sevk edilmiş, Varlık barışı SGK yapılandırması tekrar gündeme gelmiştir. Muhtemelen Perşembe günü TCMB yılın ikinci enflasyon Raporu toplantısında yıl sonu enflasyon hedefini bir kez daha yükselterek hedefleri piyasa gerçeklerine yaklaştıracaklardır. Bir önceki Raporda %21'e yükseltilecek hedefin 300-400 puan artırılmasını beklemekteyim. Şimdiden bir çok kuruluş yıl sonu enflasyon tahminini **%28-30 bandına** yükseltmiş durumdadır.

Firmalar bu dönemde hiç olmadıkları kadar zorlanıyorlar. İş bankası Genel Müdürü Hakan Aran'ın, dezenflasyon sürecinin gereğinden fazla uzadığına yönelik açıklaması yeterince tepki çekmiş olmalı ki, akabinde yanlış anlaşıldığına ve programa destek verdiğine yönelik düzeltme yapmıştır. Aslında ilk açıklama piyasanın nasıl sıkıldığını ve firmaların bu dönemi daha fazla kaldıramayacağını ifade etmesi anlamında önemliydi. Ancak görünen Siyasetin hiçbir şekilde olumsuz yoruma tahammülü olmadığıdır. Maden işçilerinin eylemi ise hükümeti fazlasıyla rahatsız etmiş ve daha fazla büyümeden çözülmesi için firma yetkililerine işçilerin alacakları ödettirilerek konu yatıştırılmıştır. Daralan piyasanın başvurduğu çarelerden biri olan konkordato müessesesine ise yeni bir düzenleme geleceği açıklandı. Firmaların bu yola fazlaca başvurarak salgın gibi piyasayı etkilemesinin önüne geçmek adına, tek seferlik bir süre verileceği ve bu sürenin ikinci defa uzatılmayacağına yönelik düzenleme yapılacağı açıklandı.



**Artan finansman maliyeti ve kısa vadeli kredi kısılcasına giren firmalar, bozulan nakit akışlarını nasıl düzeltecekler?** Bunun için bankaların, yeniden yapılandırma mekanizmasını çok iyi çalıştırması ve firmaları yapılandırmaya teşvik etmesi gerekir. Gerekir diyorum ama gerçekler tam tersi şekilde işliyor. Piyasa daralınca panik havası ile ben alacağımı bir an evvel alayım da başım ağrımasın denilerek, firmalara daha fazla zarar verilip batışları hızlandırılıyor. Bırakın 90 günlük gecikme sürelerini beklemeyi 8 gün gecikmiş teminatlı kredileri bile takip hesaplarına atabiliyorlar. İsim vererek kimseyi rencide etmeyelim ama merak eden olursa arayın size anlatayım bu örnekleri.

Durum böyle olunca firmaların yapacak pek birşeyi kalmıyor diyebilirsiniz. Yok durum o kadar da vahim değil. Her ne kadar çok düzgün çalışmasa da **FYY** denen bir durum var. **Finansal Yeniden Yapılandırma**. **Borçlarını mevcut haliyle çevirmekte zorlanan şirketlerin banka borçlarını yeniden düzenlemek için kullanılan sistemin adıdır.** Ne yazık ki firmalar çok çok kötü duruma düşüp, tüm imkan ve gücünü bitirdikten sonra bu yola giriyor. Halbuki sistem tabiri caizse yoğun bakımlık olmadan, hastalığın başlangıcında uygulanmaya başlasa verimli sonuç alınabilecekken yumurtanın kapağına dayanması bekleniyor. Çalıştığı şubenin müdürü bilmiyor, firmada finansa bakan kişi bilmiyor, patron bilmiyor ve kamyon devrilince arayış başlıyor. Geçmiş ola. O zaman ya çare olmuyor veya çare için çok zorlanılıyor ve yine bu dönemde “biz bu işi hallederiz” diyen kişilerin kucağına düşülüyor.

İç siyasete baktığımızda, durmaksızın belediye başkanlarının parti değiştirdiği, İBB davasının genişletilerek sürdürüldüğü, CHP'nin kurultay davasının ileri tarihe ertelenerek gündemde tutulduğu, dokunulmazlık fezlekelerinin mecliste bulunduğu, Devlet Bahçeli'nin açılıma yönelik yeni açıklamalar yaptığı bir süreci izliyoruz. İran-ABD savaşının yarattığı ekonomik krizin, ekonominin düzelmesine yönelik beklentileri daha da ötelediği bir döneme girmemize rağmen, programa devam kararlılığı ne pahasına olsun sürdürülmekte olup tüm bunlar 2027 yılı içerisinde seçim olma olasılığını daha fazla gündeme getirmektedir.

İşte tam da bu nedenler ile 2026 senesinde firmaların yaşadıkları sıkıntılardan kurtulması kolay değildir. Her firma borcunu ve alacağını iyi bilir, ama işler düzelecek umuduyla yapması gereken eylemleri hep geciktirir. Bu dönemde nakit akışını yönetmek firmaların en önemli sorunudur. Nakit akışınızda sorunlar oluşmaya başladı ise Finansal Yeniden Yapılandırma başvurmaktan imtina etmemenizi ve bu konuda uzman biri ile süreci yürütmenizi tavsiye ederim.



Gelelim diğer tavsiyelere,

Ben TL'de kalmaya devam ediyorum,

Altın almak istiyorsanız savaşın kısa sürede bitip, petrol fiyatlarının hızla geri geleceğini düşünmelisiniz.

Borsa'ya yatırım yaparken sektör seçin derim. Petrol fiyatları çıkıyorsa rafinerilere, iniyorsa havacılık-finans, savaş devam ediyorsa savunma sanayi derim. Ben portföyümde Borsa'nın payını %20'den yukarı çıkarmıyorum, aşağıda inmesini istemiyorum. Bu gün değil ama gelecek fırsatı olarak görüyorum.

Konut-Araba vs benim için bu dönemde yatırım aracı değil. İnşaat maliyetlerinde ciddi artış bekliyorum.

Mayıs ayı tatil ayına döndü. Önce 19 Mayıs akabinde 9 güne çıkan Kurban Bayramı Tatili ile ayı tamamlayacağız. Perşembe günü Merkez Bankası Enflasyon Raporunu takip edeceğiz. Ondan sonra da içerde tatil yaparken dışarda olup bitenleri izleyeceğiz.

**Bu vesile ile 19 Mayıs Atatürk'ü Anma, Gençlik ve Spor Bayramınızı ve Kurban Bayramınızı kutlarım.**

şimdilik hoşçakalın, sağlıcakla kalın.

**Zafer ÜNAL / Fark Kurumsal A.ř.**