



EKONOMİ RAPORU 1

Prof. Dr. Metin ÖZDEMİR

OCAK 2025

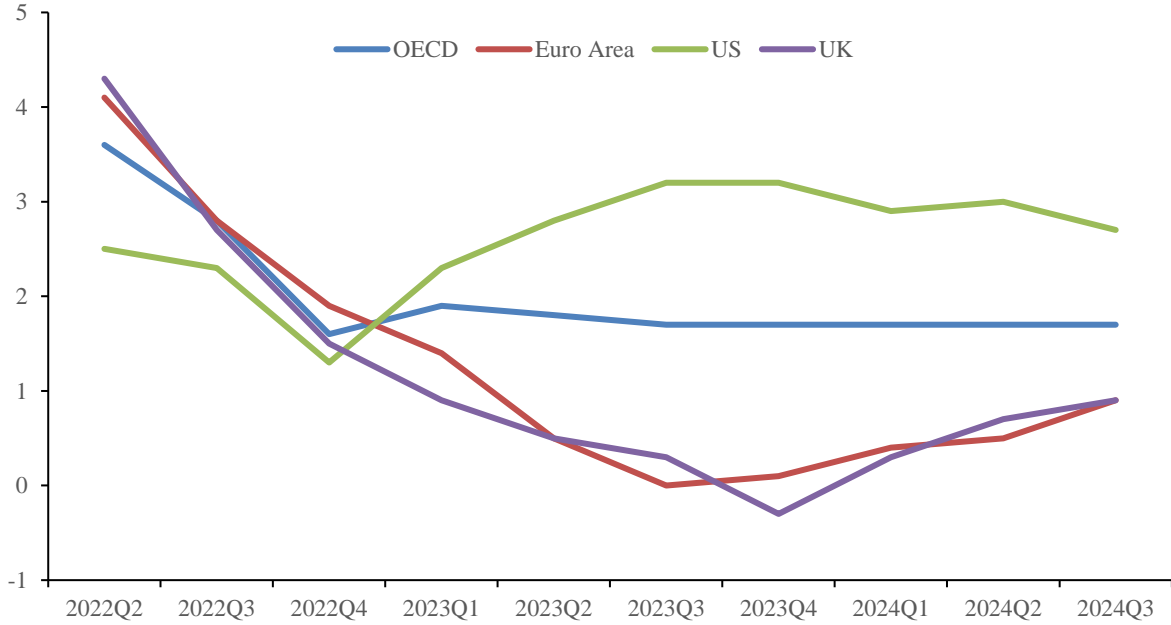
www.busiad.org.tr

BUSİAD Ekonomi Raporu¹
Ocak 2025
Prof.Dr. Metin ÖZDEMİR

Küresel Ekonomi: Trump 2.0

2022 yılından itibaren küresel düzeyde yükselişe geçen enflasyon karşısında uygulanan sıkı para politikalarının geçtiğimiz yıl itibariyle enflasyonun fiyat istikrarına uygun bir patikaya yönelmesini sağladığı gözleniyor. Geçen yıl başından itibaren dile getirilen resesyon endişeleri gerçekleşmezken küresel ekonomi direncini korudu. Bununla birlikte, 2024 yılı ikinci yarısından itibaren gelişmiş ülke merkez bankalarının dezenflasyonun büyüme ve istihdam maliyetlerini dizginlemek adına para politikalarında gevşemeye gittikleri görüldü. Uluslar arası Para Fonu (IMF) tarafından yayınlanan Dünya Ekonomik Görünüm raporunun Ocak ayı güncellemesinde, geçen yıl %3,2 büyüdüğü tahmin edilen küresel ekonominin 2025 ve 2026 yıllarında %3,3 düzeyinde büyüyeceği öngörüsüne yer verildi. Covid-19 salgını ve Ukrayna-Rusya savaşı sonrası oluşan konjonktürel döngünün sona erdiğine işaret edilen raporda, 2025 yılı için büyüme performanslarının önemli ölçüde farklılaşacağına ve olası politikalar için yüksek belirsizliğe işaret ediliyor. Ayrıca IMF, küresel enflasyonun bu yıl %4,2'ye gelecek yıl ise %3,5'e gerileyerek para politikalarının daha fazla normalleşmesine imkân vereceği tespitinde bulunuyor. Raporda, ABD ekonomisine ilişkin 2025 yılı büyüme tahmininin %2,2'den %2,7'e yükseltildiği Euro Bölgesi ekonomisine ilişkin büyüme tahmininin ise bu yıl için %1,2'den %1'e indirildiği kaydediliyor.

Grafik 1: Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde Ekonomik Büyüme (%)



Kaynak: OECD

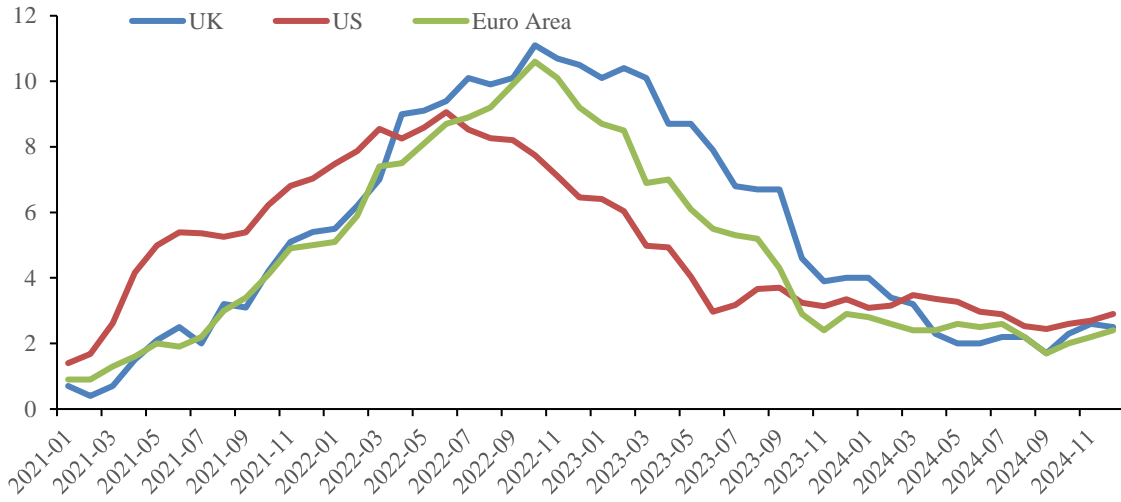
Not: Ülkelerin mevsimsellikten arındırılmış sabit fiyatlarla GSYİH rakamları kullanılmıştır. Büyüme oranları, GSYİH'ların bir önceki yılın aynı dönemine göre yıllık yüzde değişimleri alınarak hesaplanmıştır.

2024 yılında ABD ekonomisi güçlü büyümesini sürdürürken Euro Alanında zayıf bir makroekonomik performans hâkim oldu. Eldeki son verilere göre; ABD ekonomisinde

¹ Rapor, yazıldığı döneme ait resmi ve özel kamuya açık kaynaklarda yer alan veri, bülten ve raporlar kullanılarak hazırlanmıştır.

yıllıklandırılmış GSYH büyümesi 2024 yılının üçüncü çeyreğinde %2,8'den %3,1'e revize edildi. Bu revizyonda, tüketici harcamaları, ihracat, konut dışı sabit yatırımlar ve federal hükümet harcamalarındaki artışlar etkili oldu. Aralık'ta tarım dışı istihdam artışı 256 bin kişi ile beklentilerin oldukça üzerinde artarak son 8 ayın en yüksek seviyesini gördü. Aynı dönemde işsizlik %4,2'den %4,1'e geriledi. Euro Alanına ilişkin 2024 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin revize edilen GSYH verilerine göre büyüme çeyreklik bazda %0,4 ile 2022'nin ikinci çeyreğinden bu yana en yüksek düzeyinde gerçekleşti. Bu dönemde tüketim harcamaları (0,5 puan) ile yatırımların (0,4 puan) büyümeye katkı sağladığı, net ihracatın (-0,9 puan) ise büyümeyi sınırlandırdığı gözleniyor. Almanya ve Fransa'da yaşanan politik belirsizliklerin yanı sıra Alman ekonomisinde görülen zayıflama eğilimleri ve Fransa'da yaşanan kamu maliyesi sorunları büyüme görünümünü bozucu etkiler taşıyor. İşsizlik oranı %6,3 ile dört aydır aynı seviyede bulunuyor.

Grafik 2: Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon (Yıllık, %)



Kaynak: OECD

Küresel enflasyonun yüksek seyrettiği 2022-23 döneminin ardından 2024 yılında merkez bankalarının; enflasyonla ilgili temkinli olsalar da para politikalarında gevşemeye yöneldikleri gözlenirken ECB'nin politika faizinde Fed'e göre daha erken indirmeye başladığı izlendi. ABD ekonomisinde tüketici fiyat endeksi (TÜFE) Aralık ayında enerji fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle %0,4 oldu. Yıllık TÜFE enflasyonu ise %2,9 (önceki %2,7) olarak kaydedildi. Gıda ve enerji hariç çekirdek TÜFE enflasyonu ise aylık bazda %0,2 olurken yıllık bazda %3,3'ten %3,2'ye geriledi. Fed, Eylül'de başladığı faiz indirimini Aralık 2024 toplantısında da sürdürerek politika faizini 50 baz puanlık düşüş ile %4,25-%4,5 aralığına çekti. Toplantıya ilişkin karar metninde; ABD ekonomisinin güçlü büyümesi ve işsizliğin görünümü yanında enflasyona göre daha az sıkı konumda bulunan para politikası nedeniyle faiz indirimlerinin hızında yavaşlama sinyali verildi. Fed guvernörlerinin projeksiyonları 2025 yılı sonuna kadar iki kez 25 baz puanlık indirmeye işaret ediyor. Euro Alanında Aralık ayında TÜFE enflasyonu aylık ve yıllık bazda sırasıyla %0,4 ve %2,4 düzeyinde gerçekleşti. Çekirdek TÜFE enflasyonu ise aylık %0,5, yıllık ise %2,7 oldu. Avrupa Merkez Bankası (ECB), Aralık 2024 toplantısında Haziran ayında başladığı faiz indirimlerine dördüncü kez başvurarak refinansman faiz oranını %3,40'dan %3,15'e, mevduat faizini %3,25'ten %3,00'a ve marjinal borç verme faizini %3,65'den %3,40'a düşürdü. Karar metninde dezenflasyon sürecinin ECB'nin beklentilerine uygun seyrettiği ve indirimlere rağmen para politikasının sıkılığını koruduğuna işaret edildi. Ayrıca önümüzdeki dönemde faiz kararlarının veriye bağlı alınacağı vurgulandı. Enflasyonun

seyri ve büyümenin zayıf görünümü ECB'nin gevşeme eğilimini sürdürmesi için Fed'e göre daha fazla imkân tanıyor.

D.Trump'ın ABD Başkanı olarak seçilmesinin ardından küresel ekonomi için belirsizliğin ve öngörülemezliğin hakim olduğu bir dönemin başladığı konsensüs görüşü oluşturuyor. MAGA (Make America Great Again) başlığı ya da iktisat politikalarını ima edecek şekilde Trumponomics olarak anılan söz konusu dönemde, olası politikaların bir retoriği mi yansıttığı yoksa eylem boyutuna sahip olup olmadığını kestirmek güç zira Trump'ın hangi ülkeye nasıl bir politikayı ne zaman izleyeceğine dair bir çerçeve henüz bulunmuyor. Bazı genel başlıklara değinmek gerekirse, ABD'nin başta Çin olmak üzere ticaret partnerlerine yönelik tarife ayarlamalarına gideceği açık görünüyor. Vergi indirimleri ile birlikte gevşeyen maliye politikası karşısında olası tarife artışlarının doğuracağı enflasyonist baskılar Fed'in para politikasında sıkılığı koruyan bir davranışa yönelmesini beraberinde getirebilir. Bu açıdan yakın zamanda tahvil piyasalarında gözlenen gelişmeler dikkat çekici görünüyor. Göçmenlere yönelik önlemlerin ise işgücü piyasası üzerindeki etkilerini de izlemek gerekiyor. Bu çerçevede Trump'ın ilk döneminde olduğu gibi büyümenin enflasyona göre öncelik kazandığı bir döneme girildiği anlaşılıyor. ABD ekonomisinde Trumponomics üzerinden yapılan tercihlerin küresel ekonomide doğuracağı belirsizlik ve risklerin yanı sıra para politikasının daha az gevşemesi ve ABD dolarının güçlü kalmasının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde baskı oluşturma potansiyeli bulunuyor.

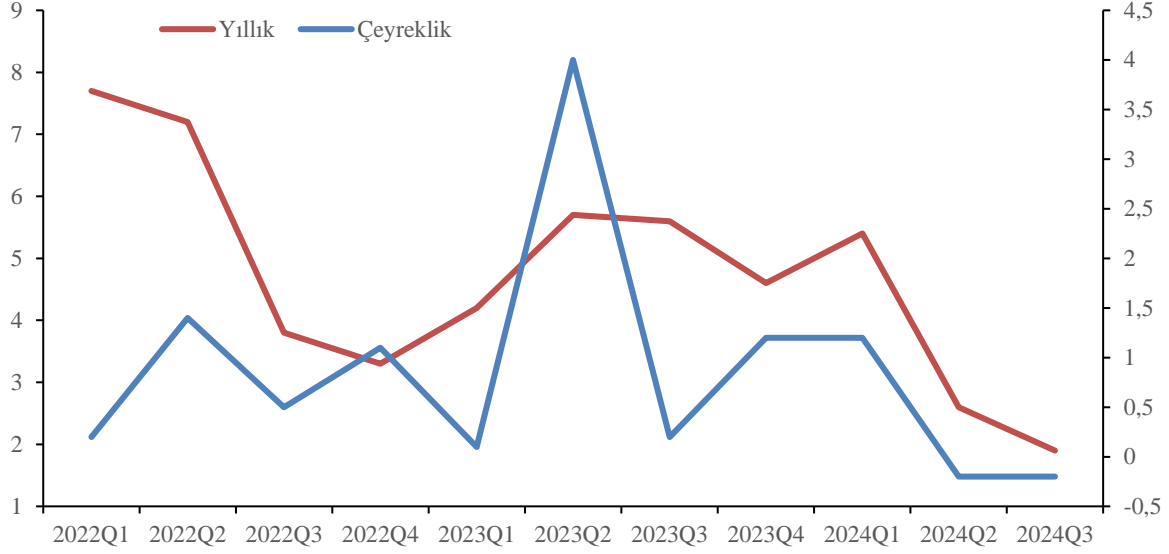
Türkiye Ekonomisi:

2024 yılında Türkiye ekonomisi; Mayıs 2023 sonrasında izlenmeye başlanan politikalar ile birlikte makroekonomik dengelerin yeniden tesis edildiği ve ülke risk priminin önemli düzeyde düştüğü bir görünüm sundu. Büyüme performansı yılın ikinci yarısı itibariyle yavaşlansa da iç ve dış talep arasında dengeli bir dinamik gözleniyor. Yıl boyunca izlenen para politikası ile TL'nin reel değerlenmesi ve sıkılaştıran finansal koşulların katkısıyla, beklentilere uygun olmasa da özellikle yılın son çeyreğinden itibaren enflasyonda düşüş eğiliminin güçlendiği izleniyor. Büyümenin dengelenmesi ve toparlanan döviz rezervleri dış denge ile ilgili kırılganlıkların azaldığına işaret ediyor.

- Büyüme ve İstihdam

Türkiye ekonomisi zincirleşmiş hacim endeksine göre 2024 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık bazda %2,1 büyürken 2020 yılı ikinci çeyreğinden bu yana en düşük performansı gerçekleştirdi. TÜİK, 2024 yılının ikinci çeyreğine ait büyüme verisini %2,5'ten %2,4'e revize etti. Çeyreklik büyümeler ise ilk çeyrek için %1,4'ten %1,2'ye, ikinci çeyrek için ise %0,1 artıştan %0,2 azalışa revize edildi. Verilerin revizyonu ile 2024 yılı ilk dokuz ayında gerçekleşen yıllık büyüme %3,2 olarak kaydedildi. Öte yandan takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış verilere göre önceki çeyrekte olduğu gibi üçüncü çeyrekte de %0,2 daralan ekonomi, 2018 sonrasında ilk kez (tanım itibariyle) teknik resesyon konumunda bulunuyor. 2024'ün üçüncü çeyreği itibariyle Türkiye ekonomisinin yıllıklandırılmış bazda büyüklüğü cari fiyatlarla 39,2 trilyon TL, dolar bazında 1 trilyon 260 milyar dolar olarak gerçekleşti.

Grafik 3: Büyüme (%)

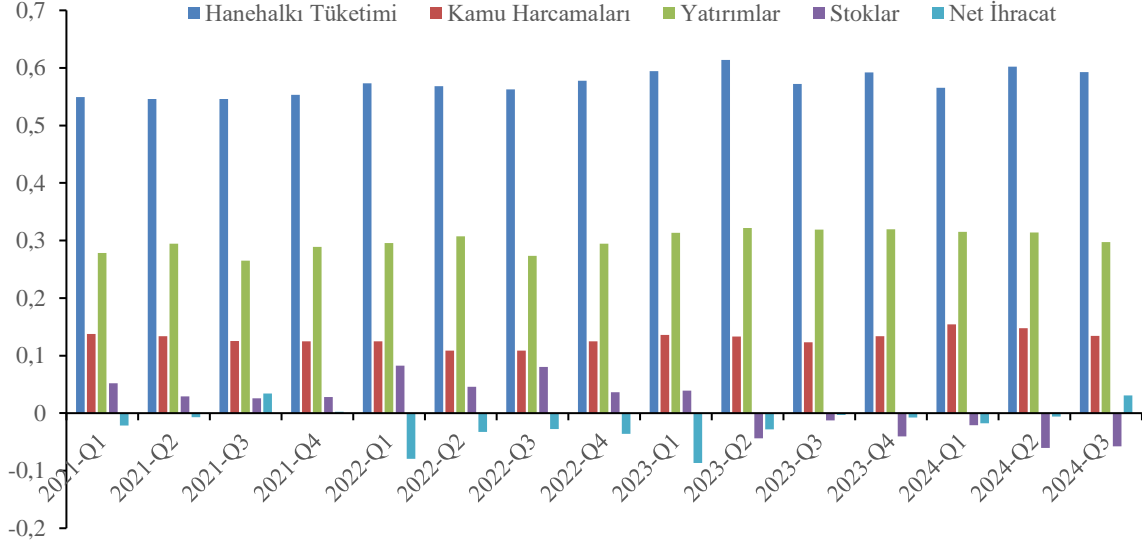


Kaynak: TÜİK

Not: Mevsimsellikten ve takvim etkisinden arındırılmış zincirlenmiş hacim endeksi GSYİH rakamları kullanılmıştır. Yıllık büyüme oranı, GSYİH'nın bir önceki yılın aynı dönemine göre yıllık yüzde değişimi alınarak hesaplanmıştır. Çeyreklik büyüme oranı, GSYİH'nın bir önceki döneme göre yüzde değişimi alınarak hesaplanmıştır. Sağ eksen çeyreklik, sol eksen yıllık veriyi göstermektedir.

Harcamalar açısından değerlendirildiğinde; yıllık bazda ivmelenerak %3,1 büyüyen özel sektör tüketim harcamalarının büyümeye katkısı önceki çeyrekteki 1,1 puan düzeyinden 2,2 puana artış gösterdi. Tüketim harcamalarının detaylarına bakıldığında, dayanıklı tüketim malları harcamalarında %7,7'lik ciddi bir gerileme olurken dayanıksız tüketim malları harcamalarında %9,1'lik bir yükseliş görülüyor. Aynı dönemde yıllık bazda % 0,9 daralan kamu harcamalarının büyüme katkısı -0,1 puan ile 2021 sonrası ilk kez negatif düzeye indi. Toplam yatırım harcamaları %0,8 düşerken büyümeyi 2022 son çeyreğinden bu yana ilk kez 0,2 puan ile aşağı yönlü etkiledi. Yatırım harcamalarındaki daralmada makine-teçhizat yatırımlarında yıllık bazda %8,6 ile önceki çeyrekte de görülen azalış etkili olurken inşaat yatırımları %9,4'lük yükseliş ile güçlü bir artış sergiledi. 2024 yılı üçüncü çeyreğinde net ihracat 2,2 puan ile iki çeyrektir gözlenen büyümeyi yukarı yönlü etkilemesini sürdürdü. İthalatta gözlenen %9,6'lık azalış söz konusu katkıda belirleyici oldu. Aynı dönemde 2 puan ile stok kaleminin büyümeyi aşağı çekme seyri peş peşe on altıncı çeyreğe ulaştı.

Grafik 4: Büyümenin Bileşenleri (Harcama Yöntemi)



Kaynak: TÜİK

Not: Cari fiyatlarla ve harcama yöntemiyle hesaplanan GSYİH kullanılmıştır. Bileşenler, her bir kalemin GSYİH'ya oranlanmasıyla elde edilmiştir.

Büyüme verileri üretim yöntemiyle ele alındığında, yılın üçüncü çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %2,4 büyüyen hizmetler sektörü, 1,3 puan ile yıllık bazda büyümeye en fazla katkıyı sağladı. Deprem bölgesine yönelik faaliyetlerin etkisiyle yıllık bazda %9,2 genişleyen inşaat sektörü büyümeyi 0,4 puan olumlu etkilerken yıllık bazda %4,6 büyüyen tarım sektörü 0,5 puan ile büyümeye son 4 yılın en yüksek katkısını verdi. Yıllık bazda %2,2 daralan sanayi sektörü ise son 7 çeyreğin en düşük performansını göstererek büyümeyi 0,4 puan olumsuz etkiledi.

Tablo 1: İşgücü Göstergeleri (mevsim etkilerinden arındırılmış)

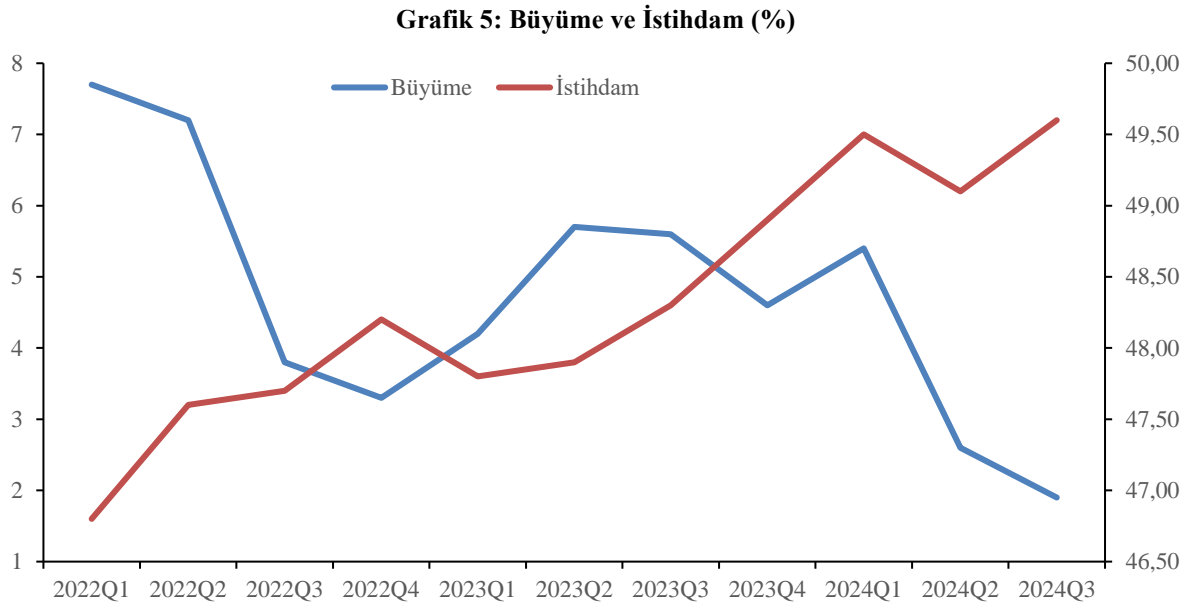
	2023			2024		
	2	3	4	1	2	3
İşgücü (bin kişi)	34925	34896	35005	35559	35724	35840
İstihdam (bin kişi)	31545	31690	31929	32437	32598	32734
İşsiz (bin kişi)	3380	3206	3075	3122	3126	3106
İşsizlik Oranı (%)	9,7	9,2	8,8	8,8	8,8	8,7

Kaynak: TÜİK, BETAM

2024 yılı üçüncü çeyreğinde (Temmuz-Eylül 2024) 15 ve daha yukarı yaştaki kişilerde işsiz sayısı bir önceki çeyreğe göre 20 bin kişi azalarak 3 milyon 106 bin kişi oldu. Mevsim etkilerinden arındırılmış verilere göre istihdam edilenlerin sayısı bir önceki çeyreğe göre 136 bin kişi artarak 32 milyon 734 bin kişi, istihdam oranı ise 0,1 puanlık artış ile %49,6 olarak gerçekleşti. Mevsim etkisinden arındırılmış işgücüne katılma oranı ise %54,3 düzeyinde görünüyor.

2024 yılının üçüncü çeyreğinde mevsim etkisinden arındırılmış istihdam edilenlerin sayısı bir önceki çeyreğe göre sanayi sektöründe 46 bin kişi, inşaat sektöründe 12 bin kişi, hizmet sektöründe ise 110 bin kişi artarken tarım sektöründe 32 bin kişi azalmıştır. İstihdam edilenlerin %14,6'sı tarım, %20,6'sı sanayi, %6,7'si inşaat, %58,2'si ise hizmet sektöründe yer alıyor. 2019 yılı son çeyreğinden bu yana azalış eğilimine giren işsizlik oranı 2023 yılı son çeyreğinin ardından yaşanan üç çeyrekte de %8,8 ile sabit düzeyini korumuştur. 2024 yılı üçüncü çeyreğinde ise işsizlik oranı 0,1 puan düşüş ile %8,7 olmuştur. Öte yandan zamana bağlı eksik

istihdam, potansiyel işgücü ve işsizlerden oluşan ve en geniş tanımlı işsizlik oranına karşılık gelen atıl işgücü oranı bir önceki çeyreğe kıyasla 0,8 puan azalış ile %26,5 düzeyinde gerçekleşti.

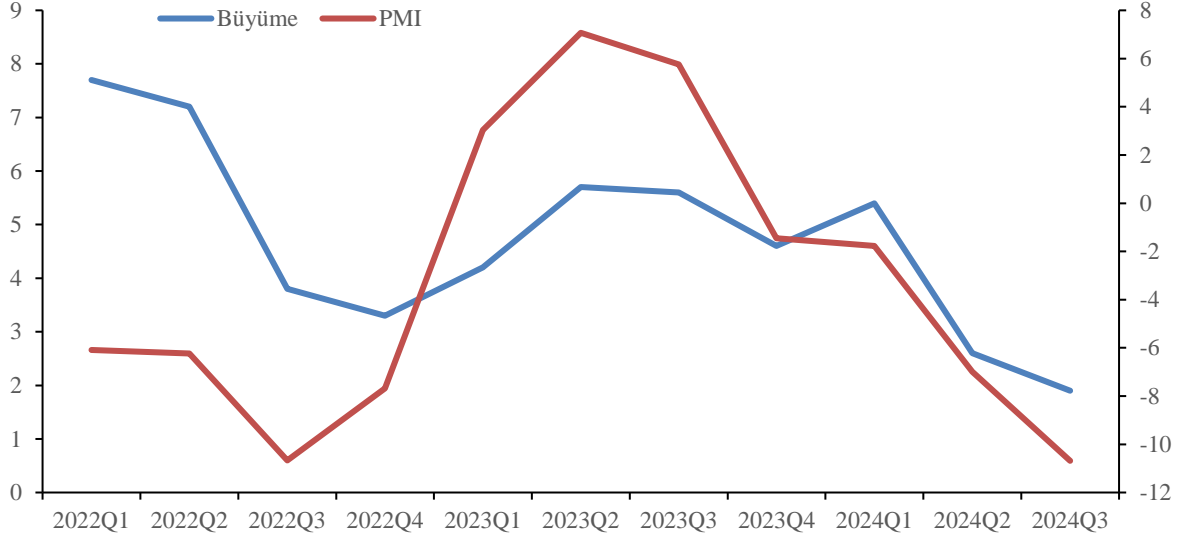


Kaynak: TÜİK

Not: Mevsimsellikten ve takvim etkisinden arındırılmış zincirlenmiş hacim endeksi GSYİH rakamları kullanılmıştır. Büyüme oranı, GSYİH'nın bir önceki yılın aynı dönemine göre yıllık yüzde değişimi alınarak hesaplanmıştır. İstihdam oranı, mevsim etkisinden arındırılmış 15+ yaş işgücünü ifade etmektedir. Sol eksen büyümeyi, sağ eksen istihdam oranını göstermektedir.

İşgücü piyasasına ilişkin Kasım 2024 verileri ise bir önceki aya göre istihdamda gözlenen 168 bin kişilik azalış ve işsiz sayısında gözlenen 84 bin kişilik düşüş sonucunda işgücünün yaklaşık 252 bin kişi azalmasıyla işsizlik oranının bir önceki aya göre 0,1 puan azalarak %8,6 düzeyine indiğine işaret etmektedir. Mevsim etkisinden arındırılmış istihdam oranı %49,6 olurken işgücüne katılım oranı %54,2 düzeyindedir. Bu dönemde, zamana bağlı eksik istihdamı hesaba katan işsizlik oranı ise %18,5 düzeyinde sabit kalmıştır. Potansiyel işgücünü hesaba katan işsizlik oranı, potansiyel işgücündeki 245 binlik artış sonucu %19'dan %19,4'e yükselmiştir. Atıl işgücü oranı ise 0,6 puan artarak %28,2 düzeyine yükselmiştir.

Grafik 6: Büyüme ve İmalat PMI

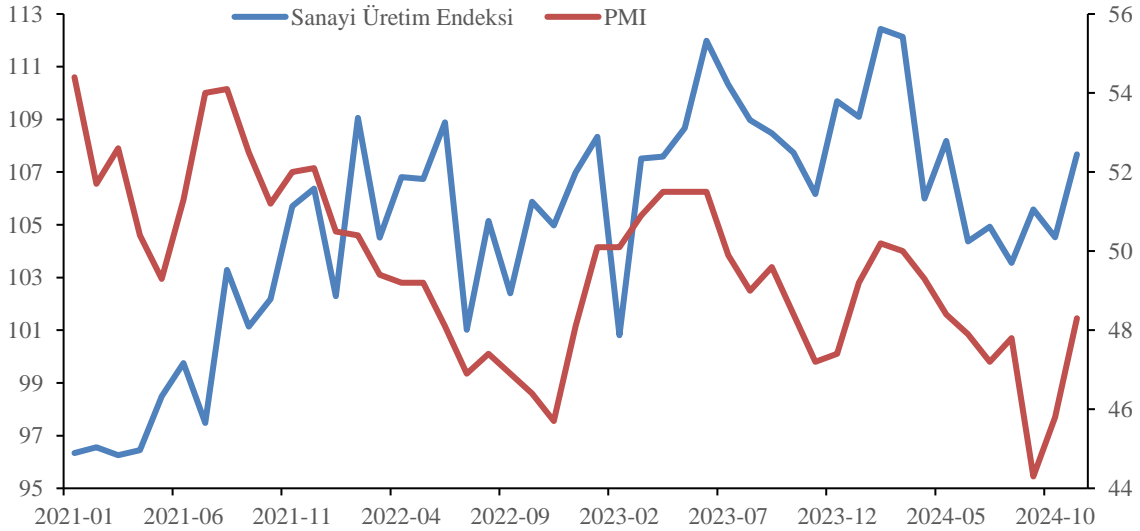


Kaynak: OECD ve İSO

Not: Mevsimsellikten ve takvim etkisinden arındırılmış zincirlenmiş hacim endeksi GSYİH rakamları kullanılmıştır. Büyüme oranı, GSYİH'nın bir önceki yılın aynı dönemine göre yıllık yüzde değişimi alınarak hesaplanmıştır. PMI verisinin yıllık yüzde değişimi alınmıştır. Sol eksen büyüme, sağ eksen PMI verisini göstermektedir.

İktisadi faaliyetin ve istihdamın geleceği açısından öncü göstergelerin seyrine bakılabilir. 2024 yılı ikinci çeyreğinde ortalama 48,5 düzeyinde gerçekleşen İstanbul Sanayi Odası(İSO)/Markit imalat sanayi PMI verisi, Eylül ayında 44,3'e düşerek Mayıs 2020'den bu yana en düşük düzeyini görmüştü. Aralık 2024 PMI verisi ise 0,8 puanlık yükseliş ile 49,1 düzeyinde gerçekleşirken üçüncü çeyrekte başladığı artış eğilimini sürdürdü. Veri, Nisan ayından bu yana en yüksek düzeyi ile imalat sanayine toparlanma eğiliminin güçlendiğini gösterse de tarihsel ortalamasının ve 50 eşik değerinin altındaki konumunu koruyor.

Grafik 7: İmalat Sanayi Üretim Endeksi ve İmalat PMI



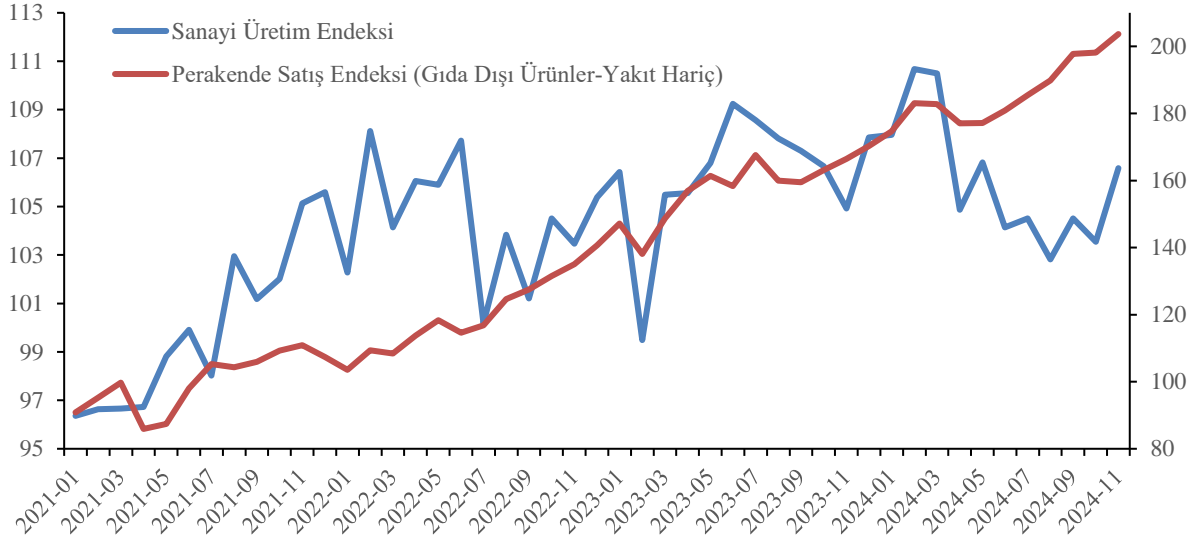
Kaynak: TÜİK ve ISO

Not: İmalat sanayi üretim endeksinin (2021=100) mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış hali kullanılmıştır. Sanayi üretim endeksi sol eksen, PMI sağ eksen üzerinde gösterilmektedir.

PMI verisinin detayları üretim, yeni siparişler, stoklar ve satın alma faaliyetlerindeki düşüşün yavaşladığını ve talep koşullarında sınırlı iyileşmeyi gösteriyor. Kasım ayında son bir yılın ardından artan istihdam alt endeksinin ise eşik değeri altına indiği gözleniyor. Firmaların girdi maliyetlerinde, ham madde fiyatlarındaki artış ve TL'deki değer kaybı kaynaklı baskılar olsa da nihai ürün fiyatları enflasyonunun son beş yılın en düşük hızına gerilediği izleniyor. Sektörel PMI verilerinde ise zayıf seyrin gıda, kimyasal, plastik ve kauçuk ürünleri hariç tüm sektörlerde sürdüğü anlaşılıyor.

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi, Kasım 2024 itibariyle aylık bazda %2,9 yükselirken (imalat sanayi % 3 artış) 2023 yılının Mart ayından bu yana en hızlı artışını kaydetti. Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi de aynı dönemde yıllık bazda %1,5 ile (imalat sanayi % 1,2 artış) 2024 yılı Mayıs sonrasında ilk kez yükseliş sergiledi. Ana faaliyet kollarının genelinde pozitif bir görünüm oluşurken sermaye malı üretimi aylık bazda %8,4, enerji, dayanıksız tüketim ve ara malı üretimi sırasıyla %5,6, %1,3 ve %1,0 arttı. Dayanıklı tüketim mallarının üretiminde ise %1,9 daralma gerçekleşti.

Grafik 8: Sanayi Üretim Endeksi ve Perakende Satış Hacim Endeksi (Gıda Dışı Ürünler ve Yakıt Hariç)



Kaynak: TÜİK

Not: Serilerin mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış hali kullanılmıştır. Sol eksen sanayi üretim endeksinin (2021=100), sağ eksen perakende satış endeksinin (2021=100) göstermektedir.

TÜİK'in yayınladığı ticaret satış hacim endeksi ve perakende satış hacim endeksi Kasım 2024'te aylık bazda sırasıyla %0,9 ve %1,9 arttı. Bu dönemde, ticaret satış hacim endeksi yıllık bazda %8,7 genişlerken, perakende satışlar %16,4 arttı. Gıda satışları aylık bazda %0,5 artarken gıda dışı satışların (kampanyaların etkisiyle bilgisayar, kitap, iletişim aygıtları ve tıbbi ve kozmetik ürünler) %2,8 yükseldiği görüldü. Tekstil, giyim ve ayakkabıda perakende satışlar da %1,3 yükseliş kaydetti. Toplam ciro endeksinde aynı dönemde aylık bazda %2,6 yıllık bazda %42,4 (önceki %41,6) yükseliş gerçekleşti. Aylık bazda reel cirolar ticarete %0,8 ve sanayide %1,7 artış gösterirken hizmet ve inşaatla sırasıyla %0,1 ve %1,3 düşüş kaydedildi.

Aralık 2024 itibariyle mevsimsel etkilerden arındırılmış Kapasite Kullanım Oranı %75,9 seviyesinde sabit kaldı. Aynı dönemde mevsim etkilerinden arındırılmış Reel Kesim Güven Endeksi, bir önceki aya göre 0,7 puan düşerek 102,7 düzeyine gerilerken son üç aylık olumlu eğilimini sonlandırdı. Endeksi, Kasım 2020'den bu yana en kötümser değerlendirmeyi sunan

sabit sermaye yatırımları en olumsuz düzeyde etkilerken son on sekiz ayın en olumlu değerlendirmesini sunan ihracat siparişleri, ihracat pazarlarına yönelik iyileşme sinyali verdi.

Tüketici Güven Endeksi ise Aralık ayında bir önceki aya göre 1,9 puan artarak 81,3'e çıkarken son on sekiz ayın en yüksek düzeyine ulaştı. Alt endeksler itibariyle gelecek 12 aylık dönemde genel ekonomik durum ve hanenin maddi durumuna ilişkin beklentilerde olumlu bir yönelim gerçekleşti. Mevcut dönemde hanenin maddi durumuna ilişkin beklentilerin ise kötüleştiği gözlemlendi.

Grafik 9: Reel Kesim Güven Endeksi ve Tüketici Güven Endeksi



Kaynak: TÜİK, TCMB

Not: Sol eksen reel kesim güven endeksini, sağ eksen tüketici güven endeksini göstermektedir. Reel kesim güven endeksinin mevsimsellikten arındırılmış hali kullanılmıştır.

TCMB tarafından yayınlanan Ocak 2025 Piyasa Katılımcıları Anketi sonuçlarına göre Türkiye ekonomisinin 2025 yılsonu büyüme beklentisi bir önceki anket döneminde olduğu gibi %3,1 düzeyinde korunurken GSYH 2026 yılı büyüme beklentisi % 3,9 olarak gerçekleşmiştir

Bu haliyle, yılın üçüncü çeyreği itibariyle iç talebin büyümeye katkısının azaldığı ve dış talebin görece toparlanmasıyla daha dengeli bir büyüme dinamiğinin ortaya çıktığı gözleniyor. Büyümenin mevcut kompozisyonu, geçtiğimiz yıl boyunca sergilenen para politikası duruşu ve sıkı seyrini sürdüren finansal koşulların etkisinin somutlaştığına işaret ediyor. Öncü göstergeler, yılın son çeyreğinde de benzer eğilimin sürdüğüne ve yavaşlamanın boyutuna göre istihdam maliyetlerinin şekilleneceğini gösteriyor. Yıl genelinde %3-3,5 düzeyinde bir büyümenin gerçekleşmesinin mümkün olabileceği anlaşılıyor.

Aralık ayında TÜFE aylık bazda %1,03 artış ile beklentilerin altında kaldı. Böylece geçen yılı %64,77 ile kapatan yıllık TÜFE 20,4 puan gerileyerek 2024 yılını %44,38 (Haziran 2023 sonrası en düşük düzey) artış ile kapattı. 2024 yılında ortalama yıllık enflasyon ise %58,5 oldu. Aynı dönemde Yİ-ÜFE aylık bazda %0,40 artarken, yıllık bazda %28,52 ile Şubat 2021'den beri en düşük düzeyine geriledi. Böylelikle TÜFE ve ÜFE enflasyonları arasındaki makas 15,9 puan olarak gerçekleşti.

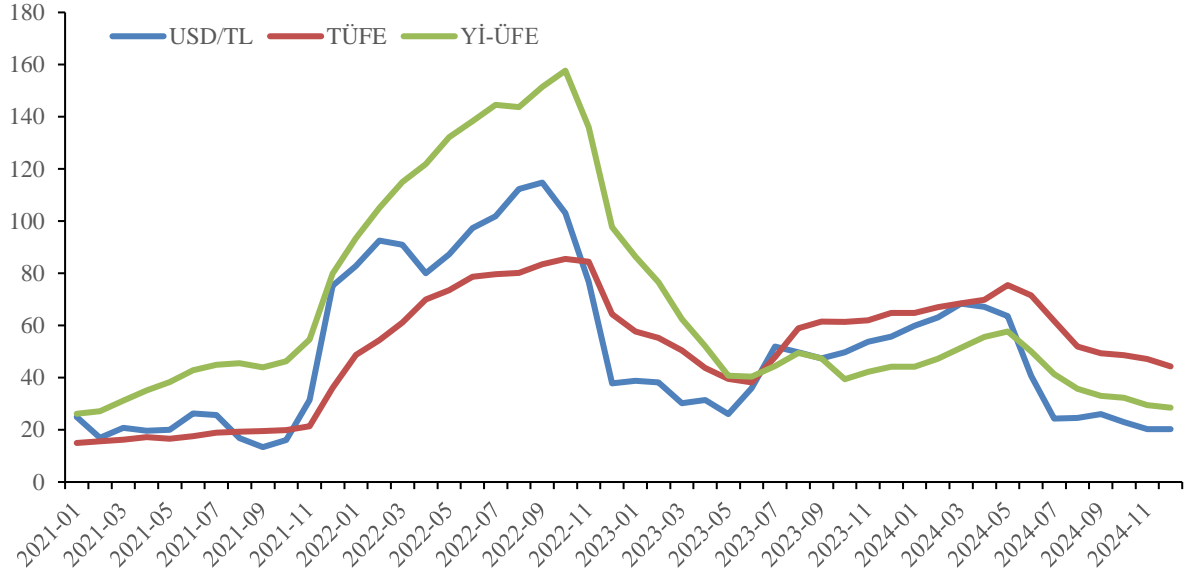
Aralık ayında, TÜFE enflasyonuna en yüksek katkı gıda fiyatlarından geldi. Bununla birlikte gıda fiyatları artış hızı Kasım ayındaki %5,1'lik düzeyinden %1,3'e gerileyerek enflasyona 0,3 puan katkı verdi. En yüksek ikinci enflasyon katkısı (0,3 puan) veren grup ise aylık %1,7 artışla konut oldu. Aylık bazda en yüksek fiyat artışları %2,78 ile ev eşyası ve %1,82 ile haberleşme gruplarında yaşandı. Aralık ayında alkollü içecekler ve tütün (-%0,02), giyim ve ayakkabı (-%0,67) ile ulaştırma (-%0,42) gruplarında fiyatlar geriledi. Yıllık düzeyde %91,64 ile eğitim, %69,03 ile konut, %57,13 ile lokanta ve oteller ve %47,63 ile sağlık gruplarında yaşanan fiyat artışları yıllık TÜFE'nin üzerinde gerçekleşti. Ulaştırma (%25,88) ve giyim ve ayakkabı (%32,32) gruplarındaki fiyat artışları ise yıllık TÜFE'nin altında kaldı.

Mal ve hizmet enflasyonu karşılaştırıldığında; gıda enflasyonundaki yavaşlama ile birlikte mal grubunda aylık enflasyon %2,5'ten %1'e inerken yıllık düzeyde mal enflasyonu %36,14 olarak gerçekleşti. Aylık bazda %1,05 artan hizmet fiyatları Ekim 2021 sonrası en düşük düzeyine gerilerken kira fiyatları %2,89 ile Şubat 2023'den bu yana en ılımlı artışını kaydetti. Yıllık düzeyde hizmet enflasyonu ise %65,73 oldu.

Bu dönemde B endeksi (işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içkiler ve tütün ile altın hariç TÜFE) aylık bazda %1,17 artarken C endeksi (enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ve altın hariç TÜFE) ise aylık bazda %1,06 yükselerek Ağustos 2021'den bu yana en düşük düzeyleri gördü. B ve C endeksleri yıllık bazda da sırasıyla %43,94 ve %45,34 ile 2022 yılı sonrası dönem için en ılımlı artışları sergiledi.

TÜİK tarafından açıklanan mevsimsellikten arındırılmış TÜFE verilerine göre aylık enflasyon Kasım ayındaki %2,9'luk düzeyinden Aralık ayında %1,9'a geriledi. Çekirdek B ve C endeksleri aylık enflasyonları ise sırasıyla %2,3 ve %2,5 ile Kasım ayına kıyasla düşerek, enflasyon ana eğilim için olumlu sinyal verdi. Bu dönemde mal enflasyonu %2,7'den %1,3'e gerilerken katılık dinamiği olan hizmet enflasyonu %3,25'ten %3,05'e düşüş kaydetti.

Grafik 10: TÜFE, Yİ-ÜFE ve USD/TL Değişimi



Kaynak: TCMB

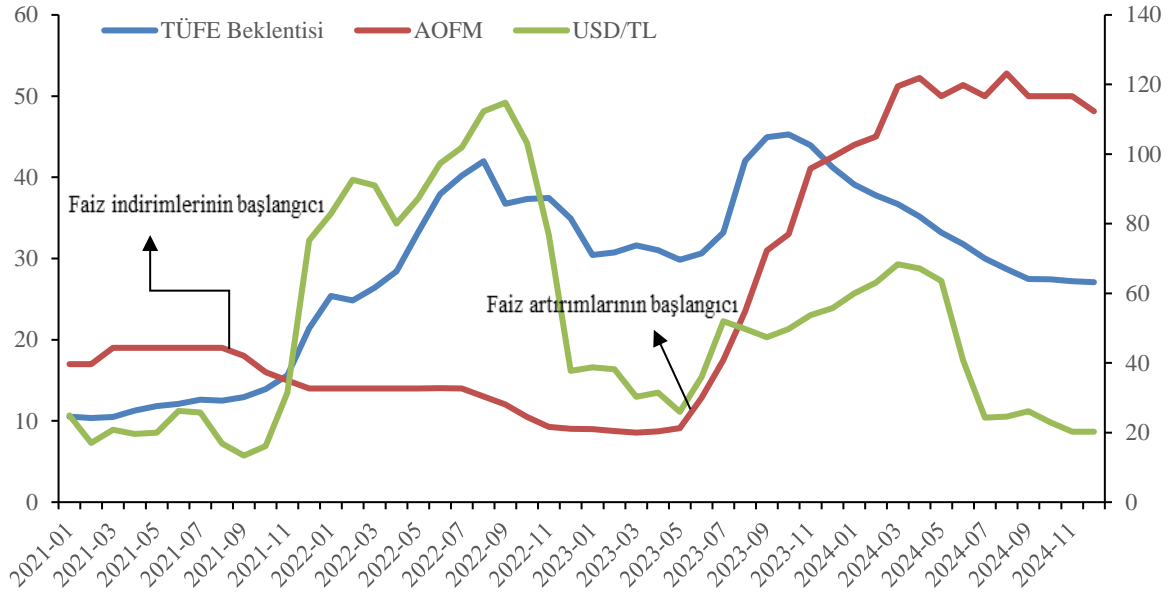
Not: Fiyat endekslerinin ve USD/TL kurunun yıllık yüzde değişimi alınmıştır.

TCMB tarafından yayınlanan Ocak 2025 Piyasa Katılımcıları Anketi sonuçları, katılımcıların cari yılsonu enflasyon beklentisinin %27,05 olduğunu gösteriyor. 12 ay sonrası için enflasyon beklentisi ise %27,07'den %27,05'e düşerken 2026 yılsonu enflasyon beklentisinin %18,67 düzeyine yükseldiği izleniyor.

TCMB tarafından yayınlanan Aralık ayı Sektörel Enflasyon Beklentileri raporuna göre enflasyon beklentilerinde genel bir gerileme gerçekleşirken söz konusu eğilimin hane halklarında daha güçlü olduğu gözlemlendi. Bu çerçevede, 12 ay sonrasına ilişkin yıllık enflasyon beklentilerinin piyasa katılımcılarında 0,1 puan azalarak %27,1'e, hane halkında 1,0 puan azalarak %63,1'e reel sektörde ise 0,2 puan azalarak %47,6 seviyesine düştüğü görülüyor. Ayrıca, gelecek 12 aylık dönemde enflasyonun düşeceğini bekleyen hane halkı oranının bir önceki aya göre 0,6 puan azalarak %29 seviyesinde gerçekleştiği izleniyor.

2024 yılına %64,77 ile başlayan TÜFE, Mayıs ayında gördüğü %75,5'lik zirvenin ardından yılın ikinci yarısındaki olumlu baz etkilerinin de katkısıyla düşüş eğilimine girdi. Çekirdek enflasyon göstergelerinde dezenflasyon patikası ile uyumlu bir yavaşlamaya yönelik sinyaller alınırken mevsimsellikten arındırılmış TÜFE verileri daha yavaş olsa da enflasyonun ana eğilimindeki iyileşmeyi teyit ediyor. Bununla birlikte hizmet enflasyonunun seyri, katılık dinamikleri ve beklentilerdeki iyileşmenin dezenflasyon sürecinde belirleyici olması bekleniyor.

Grafik 11: AOFM, Kur Değişimi, TÜFE Beklentisi



Kaynak: TCMB

Notlar: TÜFE Beklentisi 12 ay sonrasının yıllık TÜFE beklentisidir. Kur, USD/TL satış kurunun yıllık yüzde değişimidir. Sol eksen TÜFE enflasyon beklentisini ve AOFM'yi, sağ eksen USD/TL kurunun yıllık yüzde değişimini göstermektedir.

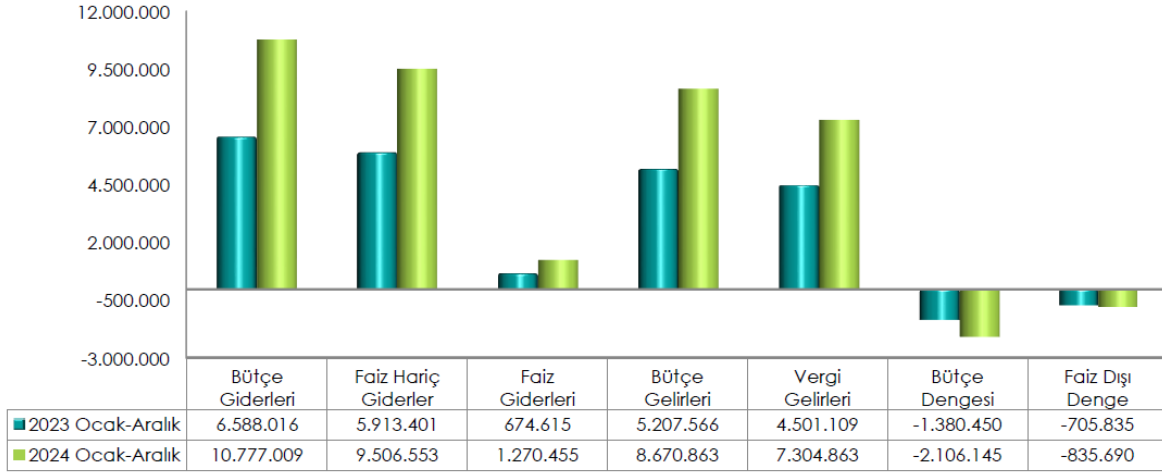
TCMB, Aralık 2024 toplantısının ardından Ocak 2025 toplantısında da 250 baz puanlık indirim yaparak beklentiler doğrultusunda politika faizini (bir hafta vadeli repo faiz oranı) %45 düzeyine çekti. Karar metninde, iç talebin zayıflaması sonucunda dezenflasyon sürecine yönelik iyimserlik korunurken enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının halen risk unsuru olduğu vurgusu yinelenildi. Ayrıca politika faizine ilişkin kararların enflasyon görünümü odaklı, temkinli ve toplantı bazlı alınacağına yer verildi. Bu haliyle, TCMB'nin enflasyon ana eğilimindeki düşüş ve beklentilerdeki gerilemeye bağlı olarak yılın ilk yarısında politika faizindeki indirim sürecine devam edeceği anlaşılıyor.

- Bütçe ve Maliye Politikası

2024 yılı Ocak-Aralık döneminde merkezi yönetim bütçe giderleri yıllık bazda %97,2 artışla 10 trilyon 777 milyar TL, bütçe gelirleri ise %102,8 genişleme ile 8 trilyon 670,9 milyar TL oldu. Aynı dönemde bütçe açığı 2023 yılındaki 1 trilyon 380 milyar 450 milyon TL düzeyinden yüksek enflasyonun ve deprem harcamalarının etkisiyle %79,4 artışla 2 trilyon 106 milyar 145 milyon TL düzeyine yükseldi. Böylece bütçe açığı Eylül 2024'te açıklanan OVP tahminine yakın (tahminin %98'i) gerçekleşmiş oldu. Ayrıca, faiz dışı bütçe giderleri 9 trilyon 506,6 milyar TL ve faiz dışı açık 835,7 milyar TL (2023 yılı 705 milyar 835 milyon TL) olarak kaydedildi.

Grafik 12: Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri (Ocak-Aralık 2024, milyon TL)

Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri
(Milyon TL)



Kaynak: HMB, Aylık Bütçe Gerçekleşme Raporu, Aralık 2024.

Aralık 2024 itibariyle, merkezi yönetim toplam bütçe harcamaları %22,3'lük artışla 1,7 trilyon TL olurken bütçe gelirleri yıllık bazda %60,4 artarak 877,6 milyar TL düzeyinde gerçekleşti. Merkezi yönetim bütçe açığı Aralık ayında 829,2 milyar TL olurken aynı dönemde faiz dışı açık yıllık bazda %6,4 daralarak yaklaşık 754 milyar TL oldu.

Aralık ayında bütçe harcamalarının yıllık artışında; %38,8 artışla 120,1 milyar TL'ye ulaşan cari transferler, %84,9 artışla 79,9 milyar TL'ye ulaşan personel giderleri ve %81,9 artışla 66,9 milyar TL olan mal ve hizmet giderleri rol oynadı. Sermaye transferleri (deprem bölgesinin yeniden inşasına yönelik harcamalar nedeniyle) yıllık bazda %11,1 azalışa rağmen toplam 568,4 milyar TL ile ilgili dönemde en yüksek harcama gerçekleştirilen kalem oldu. Borç verme kaleminde ise DDY'na 42,7 milyar TL, görevlendirme giderleri altında BOTAŞ'a 37 milyar TL ve sosyal güvenlik kurumlarına 62,7 milyar TL ödemeler gerçekleştirildi. Bu kaleminde toplamda yıllık %108,8 artış gerçekleşti. Ayrıca %77,8 artan faiz harcamaları da 75,3 milyar TL düzeyinde gerçekleşti.

Aralık'ta vergi gelirleri yıllık bazda %60,4 ile TÜFE üzerinde artarak 707,8 milyar TL'ye ulaşırken toplam bütçe gelirlerinin %80,6'sını oluşturdu. Bu artışta gelir vergisinde 183,3 milyar TL ile yıllık bazda %122,6 düzeyindeki yükseliş belirleyici oldu. İç talep açısından önemli olan dahilde alınan KDV gelirleri bu dönemde yıllık bazda %82,3 düzeyinde artarak 89 milyar TL'ye ulaşırken ÖTV gelirleri yıllık bazda %48,2 artışla 172,9 milyar TL'yi gördü. Kurumlar vergisi gelirleri ise yıllık %1,6 'lık sınırlı artışla 19,9 milyar TL olarak gerçekleşti.

Yıl boyunca vergi gelirleri açısından iç talebin seyri önem kazanırken bütçe performansında kamu tasarrufları ve faiz harcamalarının belirleyici olacağı anlaşılıyor.

- Dış Ticaret ve Cari Denge

Ticaret Bakanlığı tarafından yayınlanan verilere göre, Aralık 2024 itibariyle ihracat yıllık düzeyde %2,2'lik artışla 23,5 milyar dolar, ithalat ise %11,1 oranında genişleme ile 32,3 milyar dolar düzeyinde gerçekleşti. Bu dönemde, dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı ayına göre

%44,7 artışla 8,8 milyar dolar oldu. Öte yandan ihracatın ithalatı karşılama oranı 6,3 puan azalarak %72,7 düzeyinde gerçekleşti.

Tablo 2: Dış Ticaret (milyon dolar)

Dış Ticaret		İhracat	İthalat	Dış Ticaret Hacmi	Dış Ticaret Dengesi	İhr./ İth. (%)
Aralık	2023	22.958	29.058	52.016	-6.100	79,0
	2024	23.463	32.287	55.750	-8.824	72,7
	Değişim %	2,2	11,1	7,2	44,7	.
Ocak-Aralık	2023	255.627	361.967	617.594	-106.339	70,6
	2024	261.925	344.085	606.010	-82.160	76,1
	Değişim %	2,5	-4,9	-1,9	-22,7	.

Kaynak: Ticaret Bakanlığı, Dış Ticaret Bülteni, Aralık 2024

2024 yılı Ocak-Aralık döneminde ise geçen yılın aynı dönemine göre, ihracat %2,5 artışla 261,9 milyar dolar ile tarihsel en yükseğine ulaşırken ithalat %4,9 oranında düşüşle 344,8 milyar dolar olarak gerçekleşti. 2023 yılı Ocak-Aralık döneminde 106,4 milyar dolar olan dış ticaret açığı 2024 yılının aynı döneminde %22,7 gerileyerek 82,2 milyar dolara indi. Ayrıca, Ocak-Aralık döneminde ihracatın ithalatı karşılama oranı 5,5 puan iyileşerek %76,1 oldu.

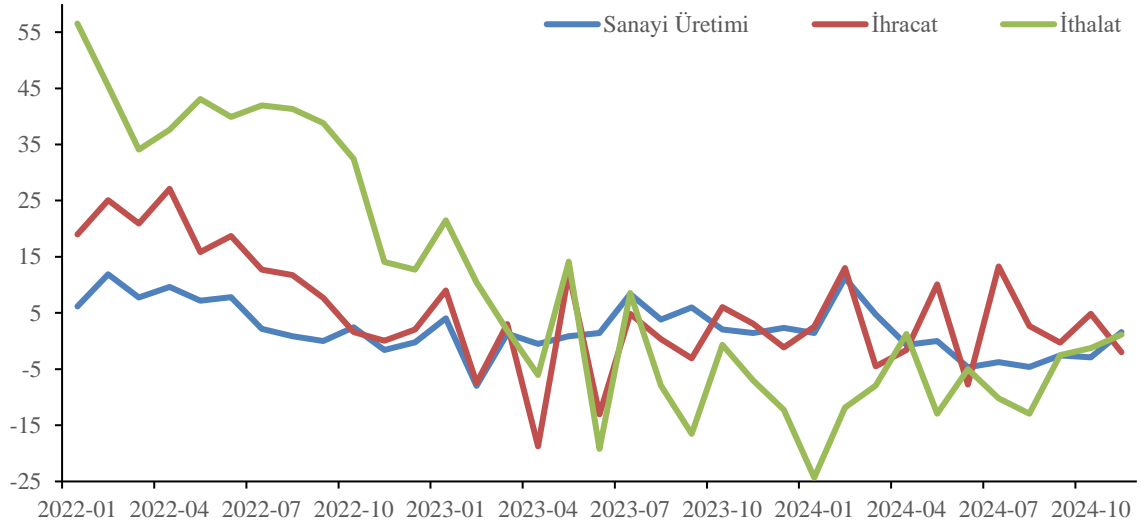
Aralık ayında Geniş Ekonomik Grupların Sınıflamasına göre en çok ithalat 22,2 milyar dolar (%11,8 azalış) ile hammadde (ara malları) grubunda yapıldı. Bu grubu sırasıyla 5,4 milyar dolar (%27,1 artış) ile tüketim malları ithalatı ve 4,6 milyar dolar (%6,2 azalış) ile yatırım (sermaye) malları ithalatı takip etti.

Faaliyet illeri bazında ele alındığında 2024 yılında Bursa ihracatında (4.sıra) %7'lik artış (18,2 milyar dolar) gözleniyor. Aynı dönemde İstanbul ihracatında (1.sıra) %21,7'lik artış (56,8 milyar dolar) izleniyor.

Ticaret Bakanlığı tarafından yayınlanan 2025 yılı 1. çeyrek İhracat Beklenti Endeksi, bir önceki çeyreğe göre 2,4 puan artarak 101,3 oldu. Gelecek 3 aya ilişkin ihracat beklentisi bir önceki çeyreğe göre endeksi azalış yönünde etkilerken son 3 aya ilişkin ihracat sipariş düzeyine yönelik değerlendirmeler endeksi artış yönünde etkiledi. Aynı döneme ait İthalat Beklenti Endeksi, bir önceki çeyreğe göre 6,9 puan artarak 117,3'e yükseldi. Delecek 3 aya ilişkin ithalat beklentisi, ithalat birim fiyatı beklentisi, şu anda kayıtlı ithalat sipariş düzeyi ve son 3 aydaki ithalat sipariş düzeyine yönelik değerlendirmeler bir önceki çeyreğe göre endeksi artış yönünde etkiledi.

Öte yandan İSO Aralık ayı ihracat iklim endeksi 50,9 (Kasım 50,6) ile eşik düzeyin üzerinde kaldı. Böylece ihracat pazarlarındaki talep koşulları 2024 yılı boyunca iyileşme gösterdi.

Grafik 13: Sanayi Üretimi, İhracat ve İthalat

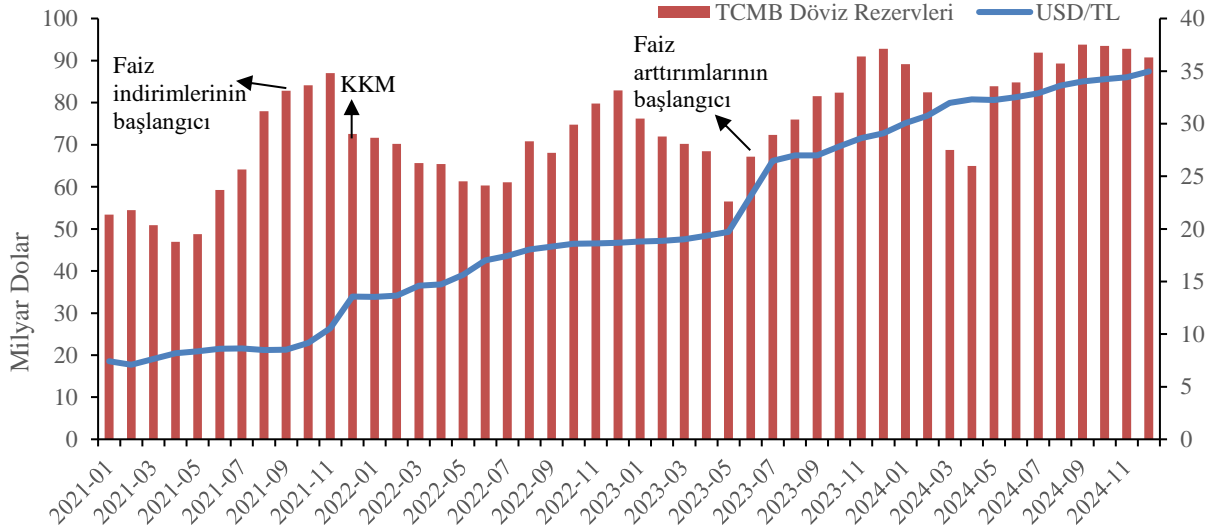


Kaynak: TCMB

Not: Serilerin yıllık yüzde değişimleri alınmıştır

TCMB verilerine göre, Kasım 2024’de cari işlemler dengesi 2,9 milyar dolar ile Mayıs ayından bu yana ilk kez açık verdi. Ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığının son 7 ayın en yüksek düzeyinde (5,2 milyar dolar) gerçekleşmesi ve seyahat gelirlerinin Mart’tan bu yana en düşük düzeylerine (2,6 milyar dolar) gerilemesi cari açığın oluşmasında rol oynadı. Öte yandan aynı dönemde net parasal olmayan altın ithalatının 1,8 milyar dolar ile Ağustos 2023’ten bu yana en yüksek düzeyine, net enerji ithalatının da 4,5 milyar dolar ile son 9 ayın zirvesine ulaştığı görüldü. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı 3,4 milyar dolar ile son 7 ayın en düşük fazlasını verdi.

Grafik 14: Brüt Döviz Rezervleri ve USD/TL Kuru



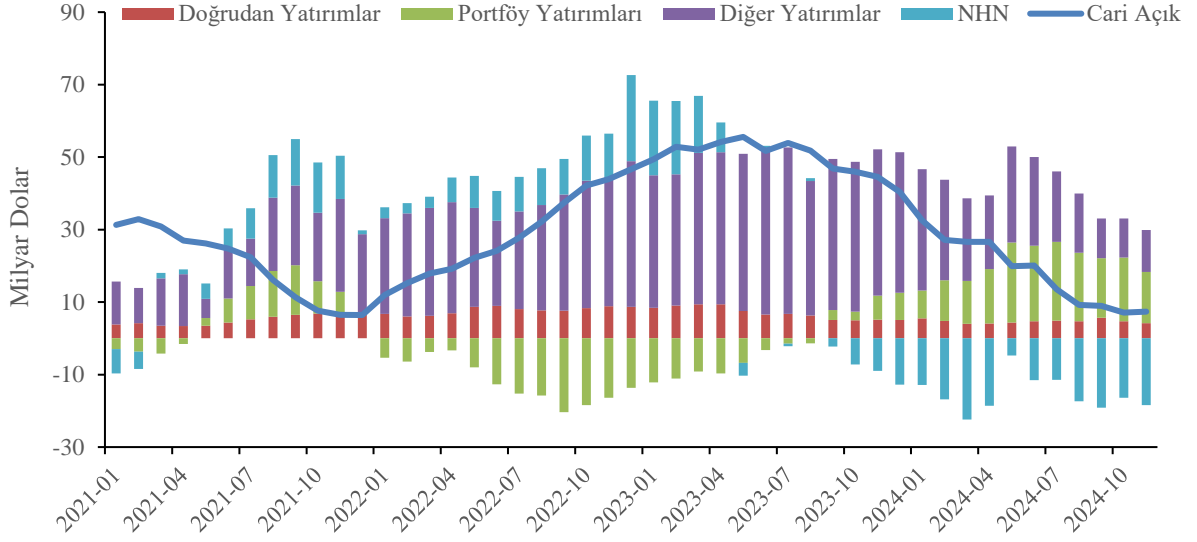
Kaynak: TCMB

Not: Sol eksen brüt rezervleri, sağ eksen döviz kurunu göstermektedir.

Cari açığın finansmanı söz konusu olduğunda, dorudan yatırımlar ve portföy yatırımlarında gözlenen artış ve borçlanmalar ile rezervlerde yükseliş izlendi. Kasım ayında doğrudan yatırımlar kaleminde 582 milyon dolar net sermaye girişi kaydedildi. Aynı dönemde portföy

yatırımlarında net sermaye girişi 1,2 milyar dolar ile son 4 ayın en yüksek düzeyinde gerçekleşti. Diğer yatırımlarda net sermaye girişi 3,9 milyar dolar ile Mayıs'tan bu yana en yüksek düzeyini gördü. Bu kapsamda 1 milyar dolar ile 2024 yılının en yüksek net sermaye girişinin kaydedildiği ticari krediler kalemi dikkat çekti.

Grafik 15: Cari İşlemler Dengesi ve Finansmanı



Kaynak: TCMB

Not: Serilerin yıllık kümülatif değerleri kullanılmıştır. Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar net yükümlülüklerin net varlıklardan çıkarılmasıyla elde edilmiştir. Cari açık serisi -1 ile çarpılmıştır.

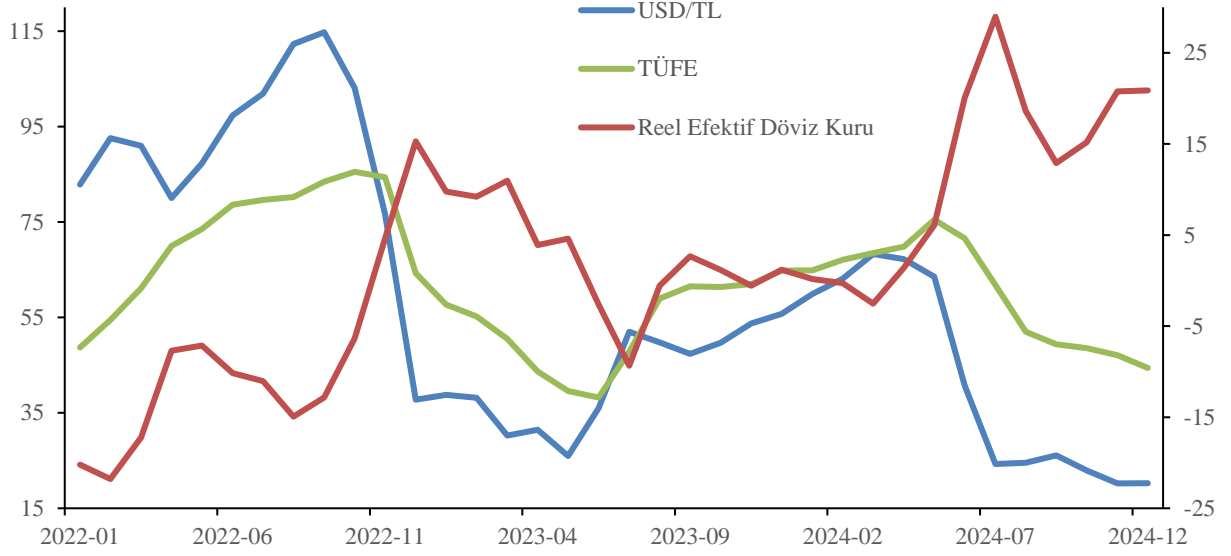
Rezerv varlıklar ise Kasım ayında 1,3 milyar dolar arttı. Rezerv varlıklar Ocak-Kasım döneminde toplam 2,1 milyar dolar yükseldi. Öte yandan net hata ve noksan kaleminde Kasım ayında 1,5 milyar dolar, yılın ilk 11 aylık döneminde ise 15,8 milyar dolar çıkış kaydedildi.

Bu çerçevede, 2024 yılı Haziran-Ekim döneminde fazla veren cari işlemler hesabı Kasım ayında yeniden açık verdi. Ocak-Kasım döneminde cari açık bir önceki yılın aynı dönemine göre %85,5 daralarak 5,6 milyar dolar düzeyinde gerçekleşti. 2024 yılında büyümenin dengelenmesi ile birlikte cari işlemler açığında sağlanan azalış ve ülke risk priminde iyileşme ödemeler dengesinde önceki yıllarda görülen tahribatın giderilmesini sağladı. Enerji ve altın ithalatının azalmasının yanı sıra dış ticaret açığında daralma, turizmde elde edilen rekor gelirler ve sermaye girişleri cari işlemler dengesindeki iyileşmede belirleyici faktörleri oluşturdu.

Genel Değerlendirme

Türkiye ekonomisinde uygulanan dezenflasyon programı, enflasyonun düşüşü ve makroekonomik dengelerin yeniden tesisini aşamalı bir biçimde gerçekleştirmeyi öngörüyor. Geçtiğimiz yıl itibarıyla, normalleşen politikalar ile birlikte ülke risk primindeki düşüş ve özellikle dış dengede gözlenen olumlu seyir makroekonomik dengelenmeye katkıda bulundu. Bu yönüyle, izlenen sıkı para politikası ve TL’de arzulanın reel değerlenmenin öncelikli olarak rezervlere yönelik kaygıları yansıttığını dile getirmek mümkün görünüyor. Enflasyonda beklenen düşüşün geçen yılın son çeyreğinden itibaren gerçekleştiği gözlenirken TCMB’nin enflasyon (tahmin) hedeflerini güncellediği izleniyor. İç talebe yönelik yıl içinde yapılan tartışmalar ve daha önceki raporlarda ele alınan sorunlar bir yana benimsenen aşamalı yaklaşımın ve güven açığının enflasyondaki düşüş sürecinin gecikmesinde rol oynadığını belirtmek gerekiyor.

Grafik 16:
USD / TL Kuru, Reel Efektif Döviz Kuru, Tüketici Enflasyonu

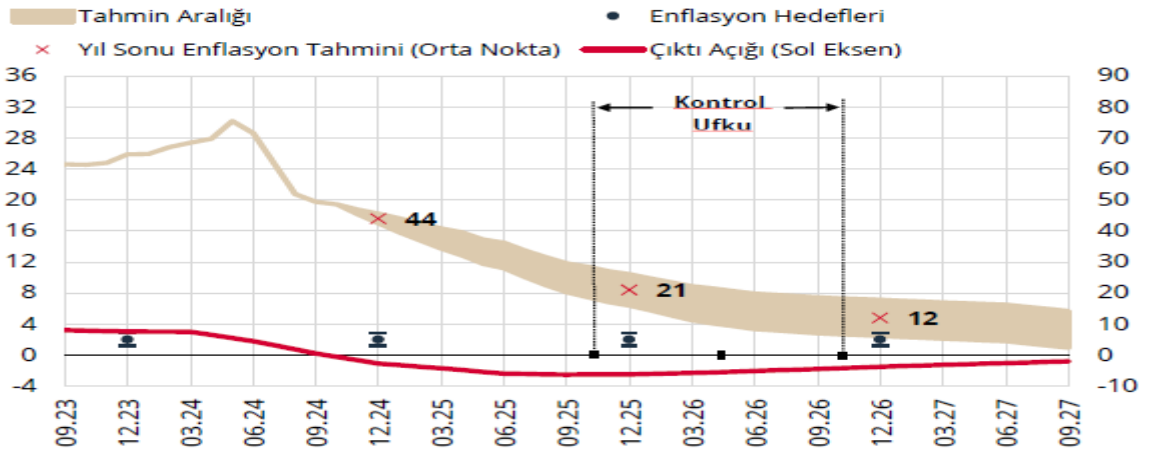


Kaynak: TCMB

Not: Serilerin yıllık yüzde değişimleri alınmıştır. TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100) kullanılmıştır. Reel efektif döviz kuru sağ ekseninde, diğer seriler sol ekseninde yer almaktadır.

2025 yılında büyümenin potansiyelin altında kalacağı ve iç talebin daralırken dış talepte dengeli görünümün korunabileceği anlaşılıyor. Bununla birlikte Trump'ın izleyeceği politikaların sermaye akımları ve dış finansman maliyetleri açısından doğuracağı potansiyel etkileri izlemek gerekiyor. Önemli bir husus, dış dengedeki iyileşmenin özellikle ithalatta gözlenen azalma ile gerçekleşmesi ve tüketim malları ithalatının yüksek seyrini korumasıdır. Sanayi üretimi ve ihracatın mevcut görünümü dikkate alındığında arz yönlü desteğin zayıflığı dezenflasyon açısından olumsuz bir görünüm sergiliyor.

Grafik 17:
TCMB Enflasyon Tahminleri (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Kaynak: TCMB, Enflasyon Raporu-IV, Kasım 2024.

İzlenen para politikasına maliye politikasının yeterli desteği vermediği sıklıkla dile getirilen bir hususu oluşturuyor. Yılbaşında zamana bağlı fiyat belirleme ve geçmiş enflasyona

endekslemenin yüksek olduğu hizmet sekt6ru fiyatlamaları nedeniyle aylık enflasyon eğiliminde yukarı yönlü seyrin TCMB öngörülerinde yer aldığı anlaşılırken yönetilen-yönlendirilen fiyatlardaki artışların sinyal etkilerini belirtmek gerek. Bu durum maliye politikası ile koordinasyonu zafiyete uğratan bir nitelik taşıyor. TCMB yılın ilk yarısında faiz indirim döngüsünü aynı tempoda sürdürme eğiliminde olsa da veriye dayalı ve temkinli bir yaklaşımın önemini vurgulamak gerekiyor.

Orta vadede düşük çift haneli enflasyon düzeylerinin bir tercih olarak benimsenmesi önümüzdeki dönemde bir tartışma başlığı olarak karşımıza çıkabilir.