

EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2025 MART

DOÇ. DR. DERYA HEKİM

Çalışma mart ayı başındaki veriler ışığında hazırlanmış olup son gelişmeleri içermemektedir. Bir sonraki çalışmada bu gelişmelerin de etkilerine yer verilecektir.

Değerli BUSİAD Ailesi,

Hepimizin de bildiği gibi BUSİAD, önce üyeleri, sonra Bursa ve nihayetinde Türkiye'ye fayda sağlamayı amaçlayan, **"Saygınlık, Liderlik, Tarafsızlık, Katılımcılık ve Sürdürülebilirliği"** temel değerler olarak benimseyen gönüllü bir sivil toplum kuruluşudur.

BUSİAD bu temel değerler ışığında BUSİAD Ailesi'nin tüm fertleri, Bursa ve Türkiye için aynı zamanda bir öngörü kuruluşu olarak da çalışmaktadır. Faaliyetlerimizin hemen hemen hepsi bugünden ziyade yarın bizi bekleyen gelişmeleri anlamaya ve anlatmaya dönüktür. Elbette bunu yaparken, dünün yaşamışlıklarını, bugün olanları ve gidilen yolu anlamak da önemlidir.

BUSİAD'ın 47 yıldır tüm ilgi alanlarına yönelik olarak yaptığı etkinliklerin temelinde kuşkusuz ki ekonomik gelişmelerin büyük önemi vardır.

Bildiğiniz gibi uzunca bir süredir, BUSİAD, Bursa Uludağ Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü Öğretim Üyesi ve BUSİAD Ekonomi Danışmanı Prof. Dr. Metin Özdemir hocamızın önderliğinde üyelerimizle **"İktisadi Yönelim Anketi"** düzenlemektedir. Bu anket üyelerimizden ve Bursa kamuoyundan güzel geri bildirimler almamıza neden olmaktadır. Devam edecek olan bu çalışmamıza katılımınızı önemsiyor ve desteklerinizi bekliyoruz.

Ekonomi alanındaki çalışmalarımıza yeni bir soluk kazandırmak amacıyla yine Bursa Uludağ Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü Öğretim Üyelerinden Doç. Dr. Derya Hekim de artık bizlere destek verecektir.

Uluslararası makroekonomi konusunda uzman olan Doç. Dr. Derya Hekim, dünya ticareti, uluslararası ekonomik gelişmeler, jeoekonomik durum, Türkiye ekonomisi gibi konularda bizleri bilgilendirecektir.

Doç. Dr. Hekim'in üyelerimize yönelik ilk çalışmasını ekte sizlerle paylaşıyoruz. Mart ayı başı itibarı ile hazırlanmış olan bu raporumuz içeriğindeki bazı konuların dünyamız ve ülkemizdeki çok hızlı değişimler nedeniyle güncelliğini kaybettiğini fark edeceksiniz. Yaşanan bu hızlı gelişmeleri ve etkilerini bir sonraki raporumuzda ele alıp sizleri bilgilendirmeye devam edeceğiz.

Komitelerimiz ile çalışma ve uzmanlık gruplarımızla yakın ilişki içerisinde olacak Doç. Dr. Hekim, bundan sonra da düzenli olarak BUSİAD Ailesi'ne raporlar hazırlamayı sürdürecektir.

Sayın Hekim'in BUSİAD üyelerine katkısı konusunda sizlerin görüş ve isteklerine de açık olduğunu ifade ederken, geri bildirimlerinize göre farklı bilgilendirmeler de yapılacaktır.

Ekte yer almakta olan **"Mart 2025 Ekonomik Gelişmeler Raporunun"** sizlerin üretim süreçlerinizde bir ışık olmasını temenni ederek, çalışmalarınızda başarılar diler, yaklaşan Ramazan Bayramınızı da şahsım ve çalışma arkadaşlarım adına yürekten kutlar, en içten sevgi ve saygılarımı sunarım.

Buğra KÜÇÜKKAYALAR

BUSİAD Yönetim Kurulu Başkanı

BUSIAD EKONOMİ DANIŞMANI DOÇ. DR. DERYA HEKİM:

Derya Hekim lise öğrenimini Bursa Anadolu Lisesi'nde tamamladıktan sonra üniversite eğitimini Yeditepe Üniversitesi'nde İktisat ve İşletme (Burslu) Bölümlerinden çift anadal derecesi ile mezun olmuştur.

Yüksek lisans ve doktora derecelerini Bursa Uludağ Üniversitesi'nde tamamlayan Derya Hekim, 2020 yılında Doçent unvanını almış ve halen aynı üniversitede akademik çalışmalarına devam etmektedir. Uluslararası Makroekonomi alanında uzman olan Doç. Dr. Derya Hekim'in bu alanda ulusal ve uluslararası dergilerde yayımlanmış makaleleri, kitap bölümleri ve sempozyum bildirileri bulunmaktadır.

Ayrıca "**Uluslararası İktisadi Birleşmeler ve Türkiye'nin İçinde Bulunduğu İktisadi Birleşme Hareketleri**" isimli bir kitabı vardır.

İÇİNDEKİLER

1. Jeoekonomik Gelişmeler
2. Küresel Makroekonomik Görünüm
3. Türkiye Ekonomisi
4. Genel Değerlendirmeler

YÖNETİCİ ÖZETİ

Donald Trump'ın yeniden seçilmesi sonrası küresel ekonomide belirsizlik devam ediyor. ABD, Kanada ve Meksika'ya %25, Çin'e ise ek %10 gümrük vergisi uyguladı ve karşılıklılık esasıyla yeni vergiler getireceğini duyurdu. Ticaret savaşları resmen 4 Mart'ta başladı; Kanada ve Çin ABD'ye misilleme yaptı. Gümrük vergileri ABD'de fiyat artışlarına ve enflasyona neden olurken, FED faiz indirimi konusunda daha temkinli hareket edebilir. Türkiye'nin ABD ile ticaretinde denge olmasına rağmen, mütekabiliyet esasına göre vergilerden etkilenme riski bulunuyor. Almanya seçimlerinde CDU-CSU ittifakı birinci parti olurken, aşırı sağcı AfD ikinci oldu. Almanya'nın artan savunma harcamaları ve AB'nin güçlenen jeopolitik konumu, Türkiye için yeni işbirliği fırsatları doğurabilir.

ABD ekonomisi 2024'te %2.8 büyüdü ancak tüketici güveninde bozulma ve enflasyonist baskılar nedeniyle 2025'in ilk çeyreğinde yavaşlama sinyalleri verdi. Euro Bölgesi durgun bir büyüme sergilerken, Almanya'nın savunma harcamalarındaki artışı toparlanmaya katkı sağlayabilir. Çin, %5 büyüme hedefini tutturdu ancak iç tüketimin düşük olması ve deflasyon riski, ekonomik görünümü zayıflatıyor. ABD ile devam eden ticari gerilimler Çin ekonomisini daha da zorlaştırabilir. İngiltere %0.9 büyüme kaydetti ancak enflasyon yükselmeye devam ediyor. ABD'nin gümrük vergilerinden etkilenmemesi İngiltere için olumlu bir ayrışma yaratıyor. Küresel emtia piyasaları genel olarak yatay bir seyir izlerken, ABD'nin petrol üretim teşvikleri nedeniyle enerji fiyatlarında aşağı yönlü baskı sürüyor.

Türkiye ekonomisi 2024 yılında %3.2 büyüdü. İnşaat sektörü %9.3 büyüme ile ön plana çıkarken, sanayi sektörü %0.5 ile daha mütevazı bir performans sergiledi. İşsizlik oranı %8.4'e gerilerken, istihdam oranında düşüş yaşandı. Genç işsizlik oranı %14.9 seviyesinde bulunuyor. Kapasite kullanım oranı %74.9 ile tarihsel ortalamasının altında seyrediyor. Sanayi üretimi ve PMI verileri, üretimde toparlanmanın kırılma olduğunu gösteriyor. Dış ticaret açığı artış eğiliminde; ihracat yavaşlarken, ithalat yeniden yükselmeye başladı. Cari açık 11.5 milyar dolara çıktı ve 2025 sonunda 25-30 milyar dolara ulaşabilir. Şubat ayında enflasyon %39.1'e geriledi ancak hizmet enflasyonundaki katılık devam ediyor. TCMB faizleri %42.5'e çekti ve yıl sonunda %30-32 seviyesine kadar indirmesi bekleniyor. TL'nin reel değerlendirme sürecinin devam etmesi planlanıyor.

Genel olarak Türkiye için 2025 yılında jeopolitik olarak olumlu bir görünüm var. AB'nin savunma harcamalarını artırması Türkiye için işbirliği fırsatları yaratıyor. Küresel ticaret savaşları Türkiye'yi dolaylı olarak etkileyebilir. Türkiye'nin büyümesi %3 civarında kalabilir ancak enflasyonun %30'un altına inmesi zor görünüyor. Para ve maliye politikalarının daha uyumlu hale getirilmesi enflasyonla mücadelede kritik öneme sahip. TCMB faiz indirimlerine devam edecek, ancak TL'nin değer kazanma eğilimi ve maliye politikasının enflasyonu destekleyici olması faiz indirimi sürecinin hızını etkileyebilir.



BUSIAD
BURSA SANAYİCİLERİ VE İŞİNSANLARI DERNEĞİ

“

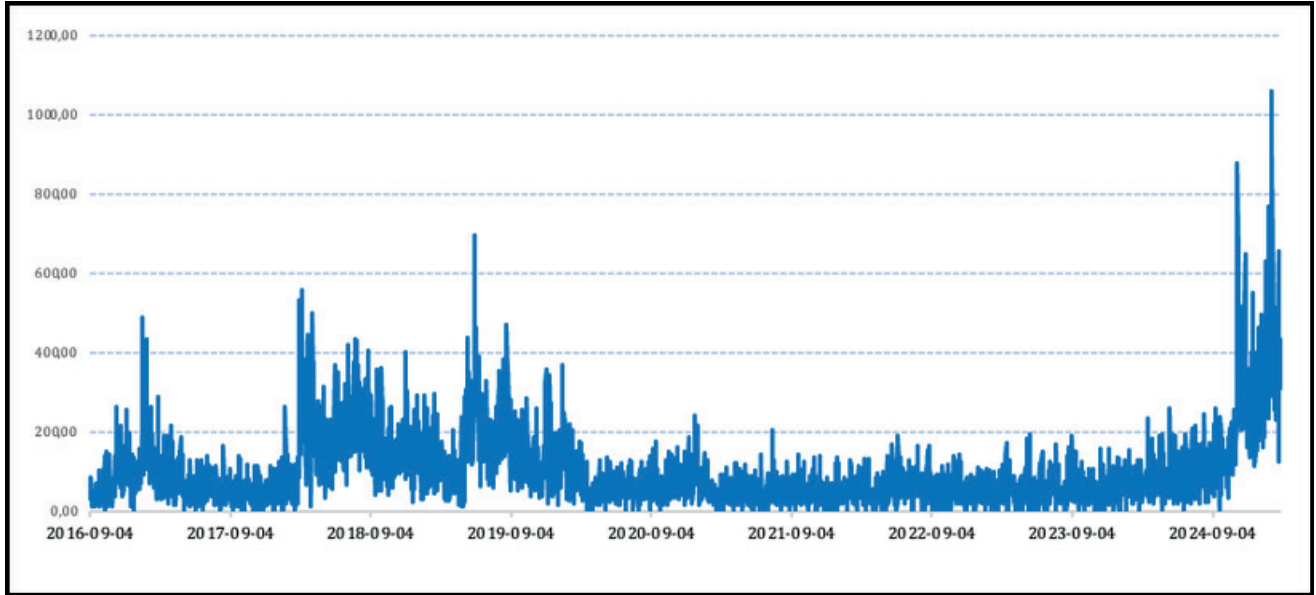
"Büyük hatalardan biri, politika ve programları sonuçları yerine niyetlerine göre değerlendirmektir."

Milton Friedman

”

Donald Trump'ın Kasım ayında seğıilmesinden sonra başlayan çalkantı hala devam ediyor. 2025 yılında da devam edeceğe benziyor. Küresel ticarete belirsizliğin arttığı bir döneme girdik. 2025'in ana temasının belirsizlik olarak ifade edebiliriz. Şekil.1'de Trump'ın seğıilme ihtimali ortaya çıkmasından itibaren belirsizliğin nasıl arttığı görülebiliyor. Yüksek belirsizlik sürerse düşük yatırım iŐtahi ve büyümenin düşük olmasına neden olabilir.

Şekil.1 Ticaret Politikası Belirsizliėi Endeksi



Kaynak:https://www.policyuncertainty.com/trade_cimpr.html

Gümrük Vergileri

Gümrük vergisi tehditleri- bazılarının uygulanıp bazılarının uygulanmaması- belirsizliği besliyor. Kanada ve Meksika'ya %25 gümrük vergisi devreye girdi. Çin'e daha önce koyduğu %10 gümrük vergisine ek olarak %10 gümrük vergisi daha uygulamaya karar verdi. Bunun yanı sıra mütekabiliyet esasına göre gümrük vergisi (reciprocal tariffs) uygulayacağını söyledi. Yani eğer bir ülke ABD'ye daha fazla gümrük vergisi uyguluyorsa ona ekstra bir gümrük vergisi uygulayacak. Bu kapsama KDV'yi de alabilir. Keza ABD'de federal çapta bir KDV yok.

Tabii ki bu gümrük vergilerine maruz kalan ülkeler de karşılığında gümrük vergisi ile misilleme yoluna gittiler. 4 Mart tarihi ticaret savaşının başladığı tarih olarak not edilebilir. Kanada ilk olarak 21 milyar dolarlık bir mala gümrük vergisi getirdi ama daha fazlasının yolda olduğunu söyledi. Çin de yine ABD'den aldığı bazı ürünlere gümrük vergisi getireceğini açıkladı. 12 Mart'ta çelik ve alüminyuma vergi başladı.

AB de Trump'ın hedefinde. AB tarafına vergi koymak için kurmaylarına çalışmaları için talimat verdi. Nisan başında uygulamayı planlıyor. Tabii ki AB'nin misilleme yapması kaçınılmaz olacaktır. Nisanda vergiler uygulanana kadar bir anlaşma yapılması olumlu olur ancak bu ihtimal Meksika ve Kanada tarafından görüldüğü üzere çok yüksek değil.

Gümrük vergilerinin hem ABD ekonomisi hem de dünya ekonomisi için birtakım sonuçları olacak. Öncelikle ABD ekonomisi açısından fiyatları arttıracak. Enflasyon artacak ve bu da ABD'de enflasyonun düşüşünü engelleyecek. ABD Merkez Bankası FED ise faiz indirimi konusunda biraz daha ağır davranmak zorunda kalabilir.

Gümrük Vergileri'nin Türkiye'ye Etkisi

Türkiye'nin ABD ile ticareti dengeli gidiyor. 16.4 milyar dolar ihracatımız 16.2 milyar dolar ithalatımız var. Ancak mütekelilik esasına göre bir vergi uygularsa, bizi de kapsayabilir. Bu durumda Türkiye'de gümrük vergisinden etkilenecek ülkeler arasında sayılıyor.

İkinci bir durum ise AB'ye uygulanacak gümrük vergileri. Gümrük Birliği nedeniyle bizim AB'nin ticaret politikasını uyum sağlamamız bekleniyor. Öncelikle ABD gümrük vergisi koyarken bizi işin içine katabilir. İkincisi AB misilleme yaparsa bizim de uymamızı bekleyebilir.

Almanya Seçimleri Sonrası

Almanya'da 23 Şubat 2025 tarihinde gerçekleştirilen federal seçimlerde, Hristiyan Demokrat Birliği (CDU) ve Hristiyan Sosyal Birliği (CSU) partilerinden oluşan ittifak oyların %28,5'ini alarak birinci parti oldu. Aşırı sağcı Almanya için Alternatif (AfD) partisi ise %20,8 oy oranıyla ikinci sıraya yükseldi ve tarihindeki en yüksek oy oranına ulaştı. Sosyal Demokrat Parti (SPD) ise %16,4 oy alarak tarihindeki en düşük seviyeyi gördü.

Almanya seçimlerinin birçok önemli noktası var. Bunlardan ilki son dönemde AB’de eksik olan liderliği Merz’in göğüsleyip göğüsleyemeyeceği. Almanya ekonomisi son zamanlarda çok iyi gitmiyor. Almanya ekonomisini tekrar ayağı kaldırır ve AB konusunda da daha fazla inisiyatif alırsa bu hem AB hem Dünya hem de Türkiye açısından daha olumlu olur. İkinci önemli nokta ise ABD artık NATO’dan desteğini çekiyor. Bu da Almanya başta olmak üzere AB ülkelerini savunma harcaması yapmaya zorlayacak. Merz’in 500 milyar Euro’luk bir altyapı paketi hazırladığı açıklandı. Bu paket altyapı harcamalarını içerecek. Ayrıca savunma harcamaları da borç freninden muaf tutulacak. Henüz anlaşmaya varılmasa da bu tüm Avrupa’nın geleceği için ölüm kalım meselesi olduğundan, muhtemelen anlaşma sağlanacak. Şu cümle ile özetleyecek olursam: **Almanya artık araba üretemiyorsa, tank üretecek.**

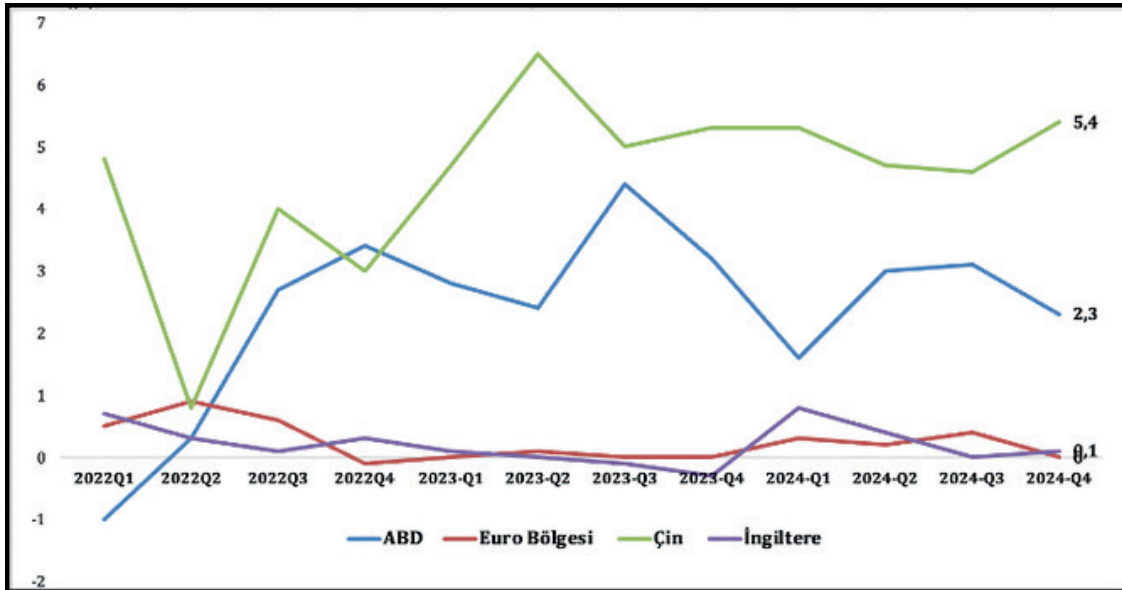
Bu noktada Türkiye ön plana çıkıyor. Tüm raporlarda AB için Türkiye’nin öneminden bahsediliyor. Financial Times ve Le Monde gibi gazetelerde Türkiye’nin önemini vurgulayan makaleler çıkıyor. Bizim Almanya başta olmak üzere savunma gibi alanlarda iş birliğimiz artabilir. AB’nin gümrük birliğinin yenilenmesi konusunda daha fazla istekli olacaktır. Bizim de bunu daha ısrarlı bir şekilde talep etmemiz gerekiyor.

ABD ekonomisi, 2024 yılında %2.8 oranında büyüyerek güçlü bir performans sergiledi. Bu büyüme, özellikle tüketici harcamalarının artmasıyla destekledi. 2025 yılının ilk çeyreğinde ise bazı yavaşlama sinyalleri geliyor. Trump'ın görevi devralmasından sonraki dönemde gümrük vergisi tehditleri ve bunun olası yansımaları tüketici tarafında hissedilmeye başlandı. Tüketici güven endeksleri geriledi ve de enflasyon beklentileri arttı. Şu anda ABD'nin en önemli gücü harcama yapan bir hane halkı. Hane halkı harcamayı bırakırsa ABD ekonomisi bu büyümeleri yakalayamaz. Atlanta Federal Rezerv Bankası[1], ilk çeyrek için olası bir daralma öngörüyor. Bunun da en temel nedeni hane halkının beklentilerinin bozulması. Bu nedenle ABD piyasalarında bir satış dalgası başladı. ABD'de resesyon var demek için henüz erken ancak bu belirsizlik ortamı böyle devam ederse, yatırım iştahı azalır ve de tedarik zincirleri bozulur. Bu da ABD'den başlamak üzere resesyon dalgasının yayılması demek olur.

Atlanta FED, GDPnow adını verdikleri bir öncü büyüme göstergesi yayınlıyor. Bu öncü verilerden oluşturulmuş bir tahmin burada seviyeden çok nasıl ilerlediğini ve değişimi ölçüyoruz. Bu endekste son hafta çok ciddi bir düşüş gözlemlendi.

Enflasyon ABD'de beklenti altında kaldı. Manşet enflasyon Şubat ayında %2.8 seviyesinde açıklandı. FED'in yakından izlediği enflasyon olan Kişisel Tüketim Harcamaları (PCE) Fiyat Endeksi Ocak ayında yıllık bazda %2.5 artış gösterdi. Çekirdek PCE ise aynı dönemde %2.6 geldi.

Şekil.2 Ekonomik Büyüme (Yıllık, %)



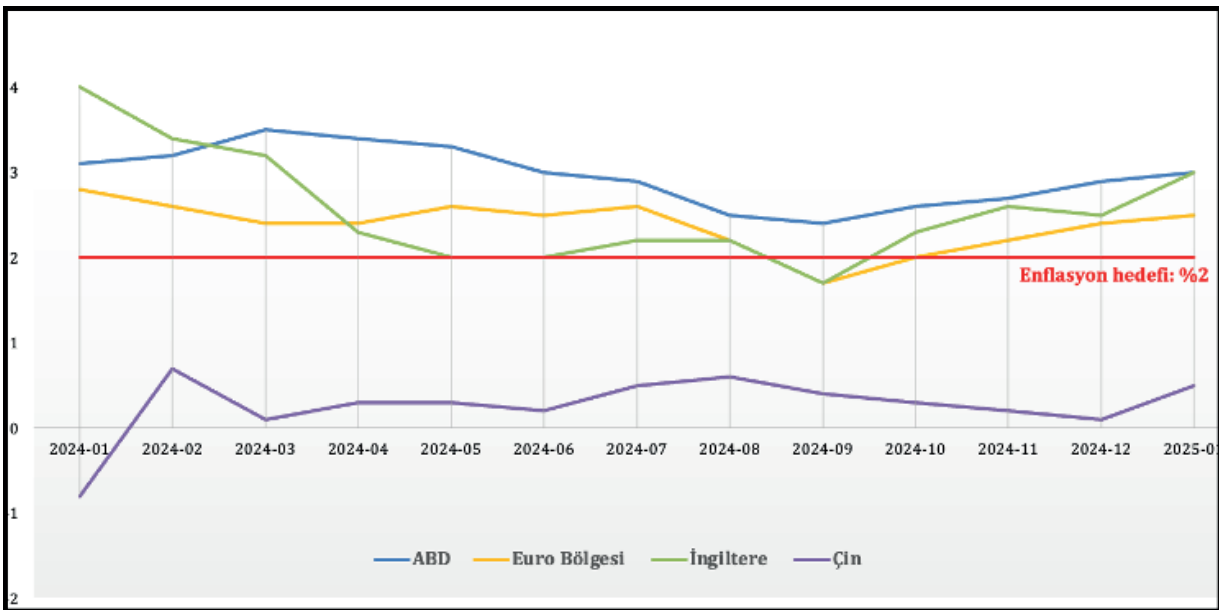
Kaynak: IMF

FED istihdam piyasasını da yakından izliyor. Çünkü hem enflasyonu düşürmek hem de işsizliği düşük tutmak sorumluluk alanına. İstihdam piyasası güçlü kalmaya devam etse de bazı sektörlerde yavaşlama belirtileri görülüyor. İmalat sektöründe, ISM İmalat PMI verileri Ocak ayında 50,9 seviyesine yükseldi, ancak Şubat ayında 50,6 seviyesine geriledi.

Euro Bölgesi, son dönemde karmaşık bir tablo sergiliyor. 2024 yılının dördüncü çeyreğinde bölge ekonomisi büyüme göstermeyerek durgun bir seyir izledi. Gümrük vergilerine maruz kalma büyüme için negatif bir unsur. Diğer yandan Almanya başta olmak üzere savunma harcamalarının artışı, bu ülkelerin büyüme oranlarının yukarıya doğru revize edilmesine neden oldu. Euro bu nedenle de değer kazanıyor ve de paritede yükselişe neden oluyor. EUR/USD paritesinde 1'in altı beklenirken şimdi beklenti 1.08'e yükseldi. Ama 2025 boyunca EUR/USD paritesinin oynak olma olasılığı yüksek.

Enflasyon oranı, Şubat ayında %2.4'e gerileyerek beklentilerin altında kaldı. ECB, Haziran 2024'ten bu yana beş kez faiz indirimi gerçekleştirdi. Artık durabileceği sinyallerini veriyor. Eurostat verilerine göre, Euro Bölgesi'nde işsizlik oranı Ocak 2025'te %6.2 ile tarihi düşük seviyesini korudu. Bu, zayıf ekonomik performansa rağmen iş gücü piyasasının istikrarını sürdürdüğünü gösteriyor.

Şekil.3 Enflasyon (Yıllık, %)



Kaynak: IMF

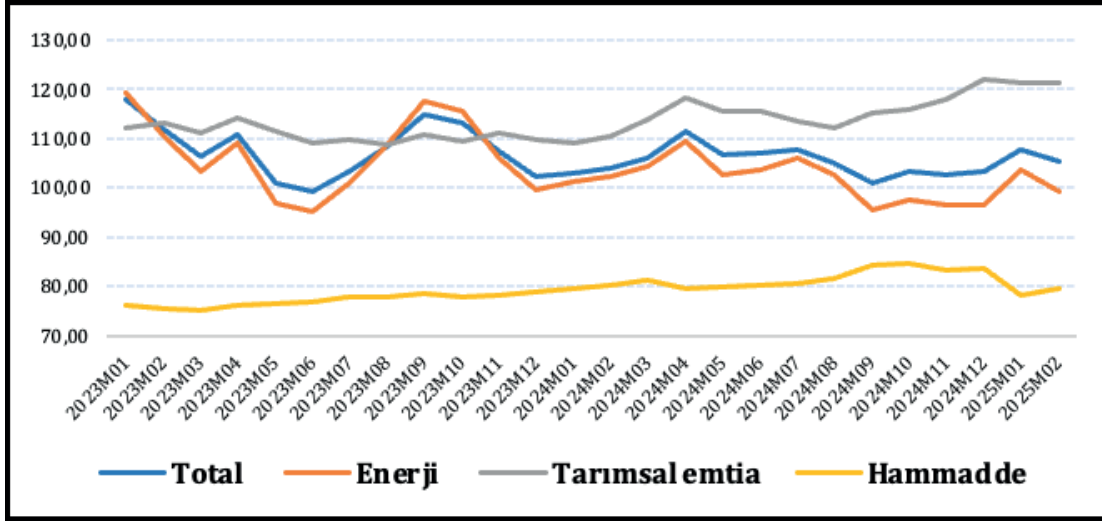
Çin ekonomisi, 2024 yılında hükümetin belirlediği %5'lik büyüme hedefini tutturdu. Bu büyüme, özellikle dördüncü çeyrekteki %5.4'lük artışla desteklendi. Her ne kadar Çin ekonomisi yüksek büyüme oranları kaydetse de maalesef sorunları büyük. Çin ekonomisi ABD ekonomisinin tersine iç taleple değil dış taleple büyüyor. İç tüketim gelirin yaklaşık %37'si. Bu da mecburen dış piyasalarda agresif bir Çin görmemize neden oluyor. Dış ticaret fazlası 1 trilyon doları buldu. Bu da başta ABD olmak üzere diğer ülkelerin tepkisini çekiyor.

Gayrimenkul sektörü, 2024 yılında %10.6'lık bir yatırım düşüşü yaşadı. Halkın servetinin %70'inin gayrimenkulde olduğunu düşündüğümüzde bu negatif bir servet etkisi yaratıp tüketimi daha da baskılıyor. İç tüketim yavaş gidiyor. Tüm dünyanın aksine Çin deflasyon tehlikesi ile karşı karşıya. Üretici fiyatları neredeyse 2 yıldır düşüyor. Tüketici fiyatları da sıfıra yakın seyrediyor. Deflasyon, enflasyondan daha tehlikelidir. Halkın harcama yatırım yapma teşvikini kırar. Bunu aşmak için Çin hükümeti ardı ardına canlandırma programı açıklıyor. Çin Komünist Partisi kongresinden bu sene için de %5 bir büyüme hedefi konuldu. Bu hedefi yakalamak için mali canlandırma programlarının kapsamının arttırılması gerekir. Bir de ABD'den gelen tarifelerle birlikte büyüme daha da sıkıntıya girebilir. Bu mali canlandırma paketlerinin büyüklüğünü arttırabilir.

İngiltere ekonomisi, 2024 yılının son çeyreğinde %0.1'lik mütevazı bir büyüme kaydetti. Bu büyüme, özellikle Aralık ayında %0,4'lük beklenmedik bir artışla desteklendi. Bu gelişme yıllık büyüme oranını %0.9'a yükseltti. İngiltere'de enflasyon oranı, son aylarda artış gösterdi. Ocak 2025'te yıllık enflasyon, Aralık 2024'teki %2.5 seviyesinden %3'e yükseliş kaydetti. İngiltere Merkez Bankası (BoE)'nin bu yıl kademeli faiz indirimine gitmesi bekleniyor. Şimdilik Trump'ın gümrük vergilerinden çok etkilenecek ülkeler arasında yer almaması pozitif anlamda ayrıştırıyor.

Emtia piyasalarına baktığımızda ise genel olarak güçlü yukarı ve aşağı yönlü bir seyir gözlemlenmiyor. ABD'de Trump'ın petrol ve kaya gazında bazı regülasyonları gevşetmesi ve de üretim için onları teşvik etmesi enerji fiyatlarında önümüzdeki dönemde aşağı yönlü bir baskıya neden oluyor. Kısa vadede jeopolitik gelişmelere bağlı olarak yükselse de genel görünüm aşağı yönlü.

Şekil.4 Emtia Fiyat Endeksi



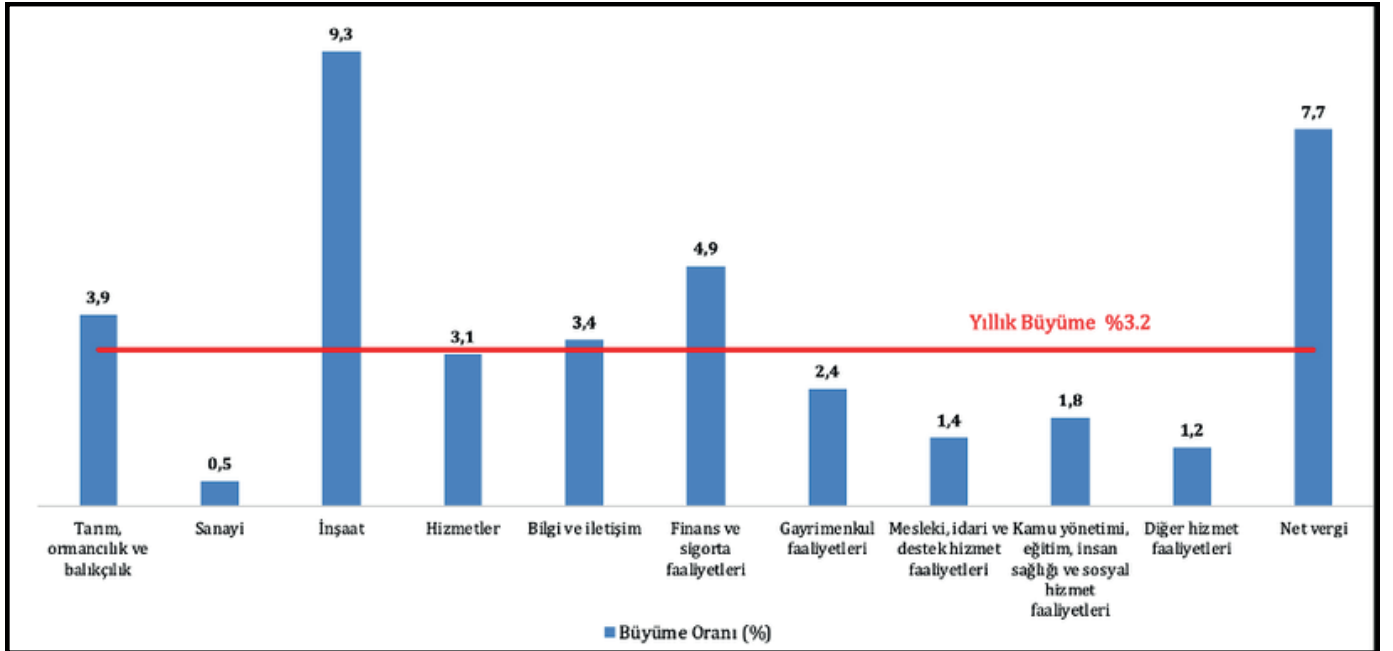
Kaynak: Dünya Bankası

Gümrük vergileri sonrası ABD ekonomisi yavaş büyürse bu diğer ülkelere de sıçrayabilir. Özellikle Çin'in yavaş büyümesi daha az emtia talebi yaratacağından emtiada fiyat artışı da sınırlı olacaktır.

Ekonomik Büyüme ve İstihdam

2024 yılında büyüme oranı %3.2 oldu. GSYH 1,32 trilyon dolar ve kişi başına düşen milli gelir 15 463 USD olarak hesaplandı. İnşaat sektörü %9.3'lük büyüme ile yine büyümeyi göğüslemiş gözüküyor. Ne yazık ki sanayi sektöründeki büyüme daha mütevazı, %0.5. Hizmetler sektörü genel anlamda büyümeyi sürdürürken, tarımda bir artış olduğu da göze çarpıyor.

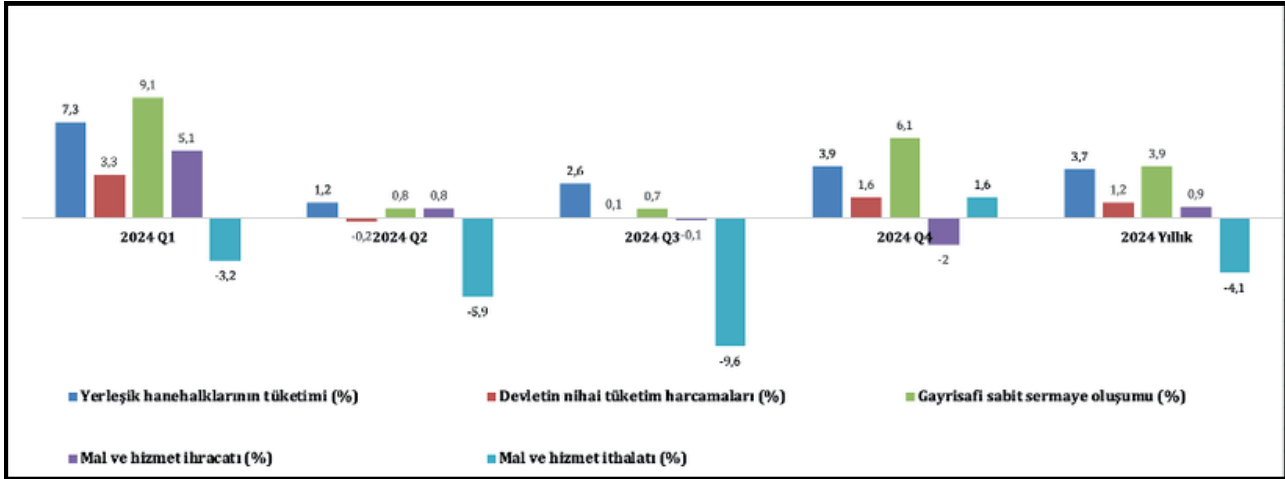
Şekil.5 Sektörel Büyüme (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Harcama tarafından baktığımızda ise hane halkı tüketiminin 2024 yılında %3.7 arttığını görüyoruz. Devletin nihai tüketim harcamaları %1.2 artarken yatırımlar %3.9 ve ihracat %0.9 artış göstermiştir. 2024 yılında ithalat ise %4.1 azalmıştır. Büyümeye katkılar açısından baktığımızda yine hane halkı tüketiminin büyümeye katkısının ön planda olduğunu görüyoruz. Hane halkı tüketiminin katkısı 2.4 puan olurken, net ihracatın katkısı 1.1 puan hesaplanmış. Kamu harcamaları ve yatırımlar 0.3'er puan katkı sağlarken, stoklar -1 puan azaltıcı yönde katkı sağlamış. Kabaca bu sene önemli ölçüde stoklardan harcamışız diyebiliriz.

Şekil.6 Harcama Gruplarına Göre Büyüme (Yıllık, %)



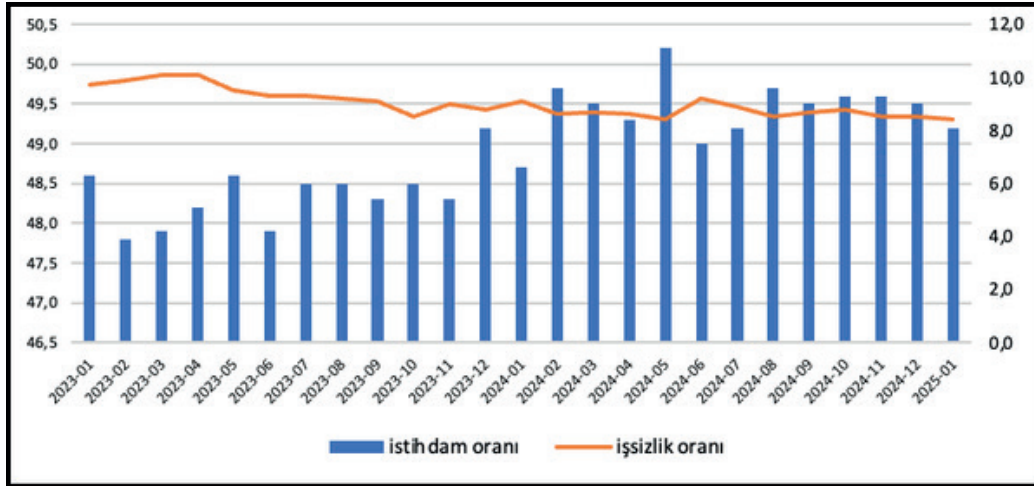
Kaynak: TÜİK

Dördüncü çeyreğe baktığımızda ise diğer çeyreklere göre tablonun biraz değiştiğini görüyoruz. Son çeyrekte ekonomide bir canlanma olmuş diyebiliriz. Çeyreklik bazda %1.7'lik bir büyüme var. Bu büyüme nereden geliyor diye baktığımızda tüketimin %3.9 arttığını görüyoruz. İkinci ve üçüncü çeyreklerde yavaşlayan tüketim eğiliminde bir hızlanma göze çarpıyor. İkinci en önemli nokta ise ikinci ve üçüncü çeyreklerde negatif olan ithalattaki artışın pozitifte geçmiş olması. Yani tüketim var ve bu tüketim ithalata yönelmiş. İhracatın da son çeyrekte negatife geçmiş olması kurdaki reel değerlenmenin etkilerinin görülmeye başladığını ortaya koyuyor.

2024 yılında Türkiye beklentilere paralel büyümüş oldu. Türkiye'nin potansiyel büyümesi çeyreklik %1.1 ve yıllık yaklaşık %4.5 olarak hesaplanıyor. Bu yıl potansiyelin altında büyümüş olduk. İstlenen de buydu: ekonomiyi soğutmak. Ancak son çeyrekte tüketimin hızlanmış olması biraz büyümenin kompozisyonunda değişme olduğunu gösteriyor. Bu da Merkez Bankası'nın oyun planını bozabilir.

Ocak 2025 itibarıyla mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı %8.4 seviyesine gerileyerek bir önceki aya göre 0,1 puan azaldı. İşsiz sayısı 3 milyon 2 bin kişi olurken, erkeklerde işsizlik oranı %6,5, kadınlarda ise %12,1 olarak tahmin edildi. Genç işsizlik oranı %14,9'a düşerek 0,8 puanlık bir azalma gösterdi. Aynı dönemde istihdam oranı %49,2'ye gerilerken, istihdam edilen kişi sayısı 195 bin azalarak 32 milyon 531 bin kişi oldu. Toplam işgücü 35 milyon 534 bin kişiye geriledi. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış haftalık ortalama fiili çalışma süresi 43,4 saate yükselirken, atıl işgücü oranı %28,1'e çıkarak 0,1 puan arttı.

Şekil.7 İstihdam ve İşsizlik Oranları (%)



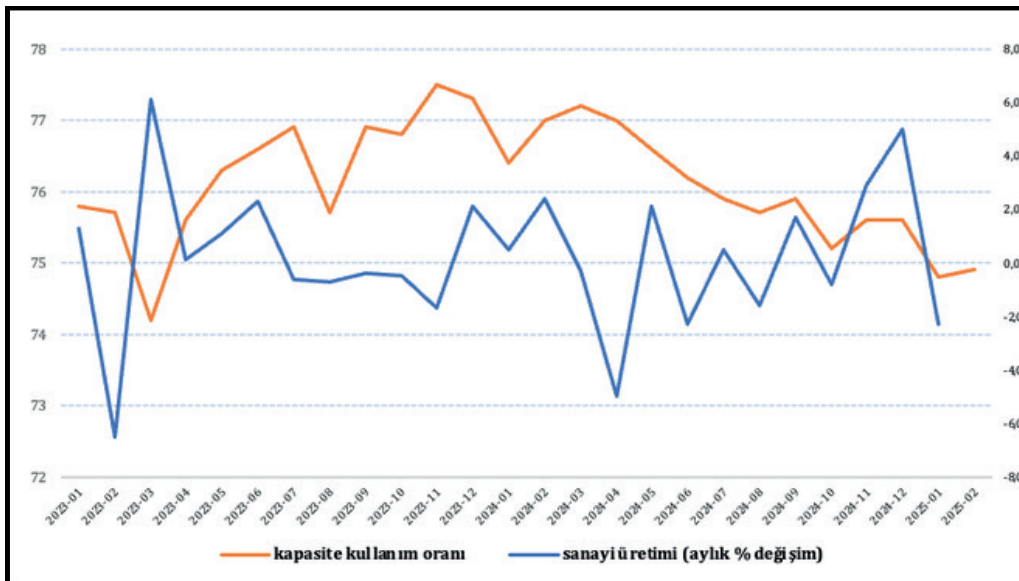
Kaynak: TÜİK

Atıl işgücü içinde zamana bağlı eksik istihdam ve işsizlerin bütünleşik oranı %18,8, işsiz ve potansiyel işgücünün bütünleşik oranı ise %18,9 olarak hesaplandı. Özetle, işsizlikte hafif bir iyileşme olmasına rağmen istihdam ve işgücüne katılımında düşüş yaşandığını, çalışma süresinin arttığını ve atıl işgücünün genişlemeye devam ettiğini göstermektedir.

Reel Sektör

Son çeyrekte sanayi üretiminde bir artış gözlemlendi. Sanayi üretimine ait elimizdeki son gözlem Aralık'ta. Ancak sanayi üretiminin öncü göstergelerden sanayide ilk çeyrekte de bir miktar kıpırdanma olduğunu görebiliyoruz. Kapasite Kullanım Oranı (KKO), mevsimsellikten arındırılmış olarak aylık 0,1 puan artışla %74,9 seviyesine ulaştı. Buna rağmen, tarihsel ortalamasının 1,4 puan altında kalarak imalat sanayindeki zayıflığın sürdüğüne işaret ediyor.

Şekil.8 Sanayi Üretim Endeksi ve KKO (%)*



Kaynak: TÜİK, TCMB

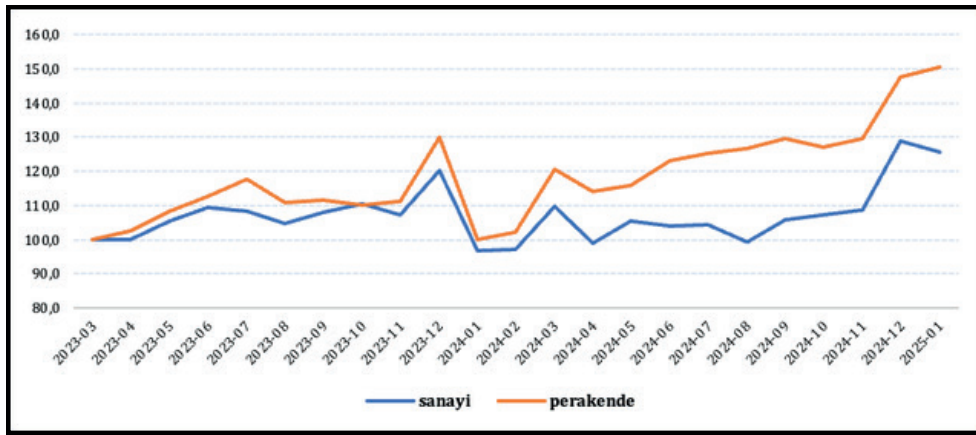
*Sol eksen kapasite kullanım oranını, sağ eksen ise aylık sanayi üretim endeksinin değişimini gösteriyor.

KKO, orta ve büyük ölçekli firmalarda yükselirken, küçük ölçekli firmalarda düşüş kaydetti. Yatırım malları ve dayanıklı tüketim mallarında KKO düşerken, ara malları ve dayanıksız tüketim mallarında hafif bir artış görüldü.

Ocak ayında sanayide bir önceki aya göre bir daralma gözlemlendi. Geçen yılın aynı ayına göre ise ufak bir artış var. Geçen ay oldukça yüksek bir sanayi büyümesi gözlemlendiği için bu ayın aylıkta negatif çıkması normal. Bu düşüşte sermaye mallarındaki düşüş belirleyici olmuş, ancak yine geçen yılın Ocak ayına göre sermaye malları üretimi artmış. Perakende ticaret satış hacmi ise artış hızı hafif yavaşlansa da geçen yılın aynı ayına göre %12.5 artarken, Aralık ayına göre %2 aylık artış gösterdi.

Şekilde politika faizinin %50'ye çekildiği Mart ayını başlangıç kabul ederek sanayi üretiminin ve de perakende ticaretin seyri gözüküyor. Şekilden de görüldüğü üzere perakende ticaret artmaya devam ederken sanayi geriden gidiyor. Bunu talep devam ederken arz daha geride kaldı şeklinde yorumlamak mümkün. Peki bu aradaki fark nereden geliyor? Bir kısmı stoklardan ve de bir kısmı ithalattaki artıştan kaynaklanıyor.

Şekil.9 Sanayi ve Perakende Üretim Endeksleri

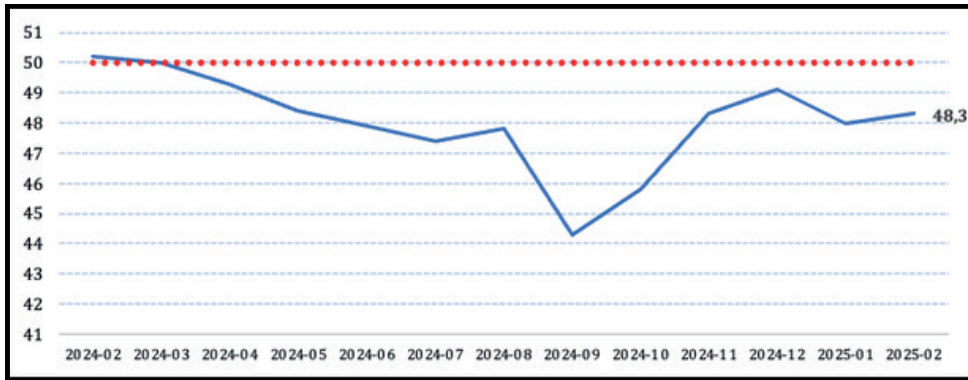


Kaynak: TÜİK

Bu verilerin geçmiş veriler olması bize reel sektörün geçmiş durumu ile bilgi veriyor. Önümüzdeki dönemde nasıl bir seyir izlediğimize bakmak için ise imalat satın alma yöneticileri endeksi (Manufacturing Purchasing Manager Index, PMI) ve de reel kesim güven endekslerine bakmak daha faydalı olabilir.

Şubat 2025'te İSO İmalat PMI endeksi 48,3 seviyesine yükselerek bir önceki aya göre 0,3 puanlık sınırlı bir artış gösterdi. Ancak endeksin 50 eşik seviyesinin altında kalması, imalat sektöründe daralmanın sürdüğünü gösteriyor. Üretimdeki yavaşlama devam ederken, firmalar bu durumu zorlu piyasa koşulları ve zayıf yeni siparişlerle ilişkilendirmişler. Hem iç hem de dış talepteki zayıflık, siparişlerde düşüğe neden olurken, bu durum stok seviyelerinin azalmasına yol açtı. Siparişlerdeki gerilemeye bağlı olarak istihdamda da düşüş devam etti. Üç aydır düşüş eğiliminde olan istihdam endeksi, şirketlerin sipariş azalması nedeniyle iş gücünü azalttığını gösterdi. Öte yandan, ham madde fiyatları, personel maliyetleri ve Türk lirasındaki değer kaybının etkisiyle girdi maliyetleri yükseldi. Bu maliyet artışı, nihai ürün fiyatlarına da yansdı. Tedarikçi teslimat süreleri uzarken, fiyat artışları ve jeopolitik gelişmelerin tedarik zincirinde gecikmelere neden olduğu görüldü.

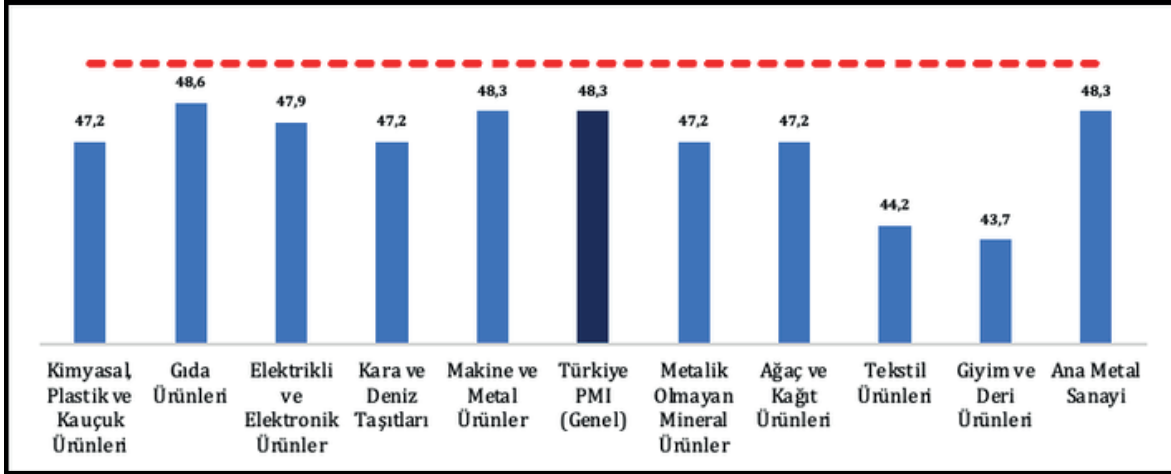
Şekil.10 İmalat PMI Endeksi



Kaynak: S&P Global, İSO

Sektörel bazda incelendiğinde, gıda sektörü dışındaki tüm sektörlerin 50 eşik seviyesinin altında kaldığı gözlemlendi. Ana metal ve ağaç-kâğıt sektörlerinde PMI endeksi en fazla yükselenler arasında olmasına rağmen daralma bölgesinde kaldı. Üretim endeksinde gıda dışındaki tüm sektörlerde düşüş görülürken, en belirgin gerilemeler makine, taşıt ve giyim sektörlerinde yaşandı. Yeni siparişlerde ise giyim sektöründe düşüş devam ederken, taşıt sektöründe güçlü bir artış kaydedildi. İstihdam tarafında taşıt sektöründe artış gözlenirken, tekstil sektöründe düşüş sürdü. Girdi maliyetleri açısından bakıldığında, ana metal ve ağaç-kağıt sektörlerinde en güçlü maliyet artışları yaşanırken, mineral maddeler sektöründe belirgin bir düşüş kaydedildi. Genel olarak, veriler imalat sanayinde daralmanın devam ettiğini ancak bazı sektörlerde toparlanma sinyallerinin görüldüğünü gösterdi. Talep yetersizliği, ihracattaki düşüş ve artan maliyetler firmalar üzerinde baskı yaratmaya devam ederken, belirli sektörlerde sınırlı iyileşmeler dikkat çekti.

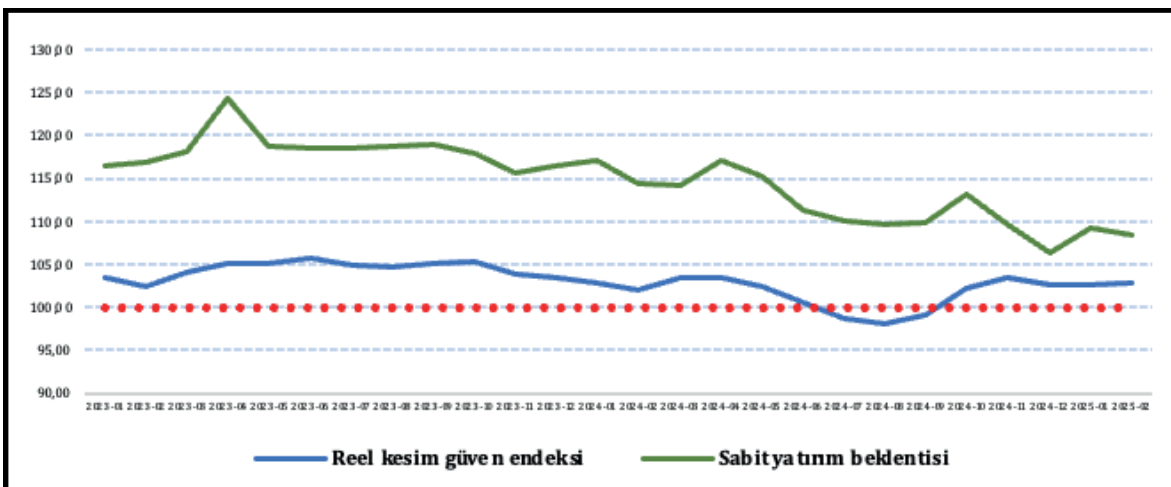
Şekil.11 İmalat PMI Alt Endeksler



Kaynak: S&P Global, ISO

Şubat 2025'te imalat sanayinde genel görünüm büyük ölçüde korunurken, geçen aya kıyasla sınırlı bir iyileşme gözlemlendi. Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE), mevsimsellikten arındırılmış olarak 102,8 seviyesine yükseldi, ancak tarihsel ortalamasının altında kalmaya devam etti. Gelecek 3 aya ilişkin üretim hacmi beklentisi düşerken, iç siparişlerde belirgin bir artış görüldü. İstihdam beklentileri ve genel ekonomik gidişat ise hafif bir iyileşme kaydetti. Küçük, orta ve büyük ölçekli firmalarda istihdam artışı gözlenirken, dayanıklı ve dayanıksız tüketim mallarında istihdam azaldı. Yatırım eğilimi, orta ölçekli firmalar hariç tüm firmalarda arttı.

Şekil.12 İktisadi Yönelim Anketi- Reel Kesim Güven Endeksi

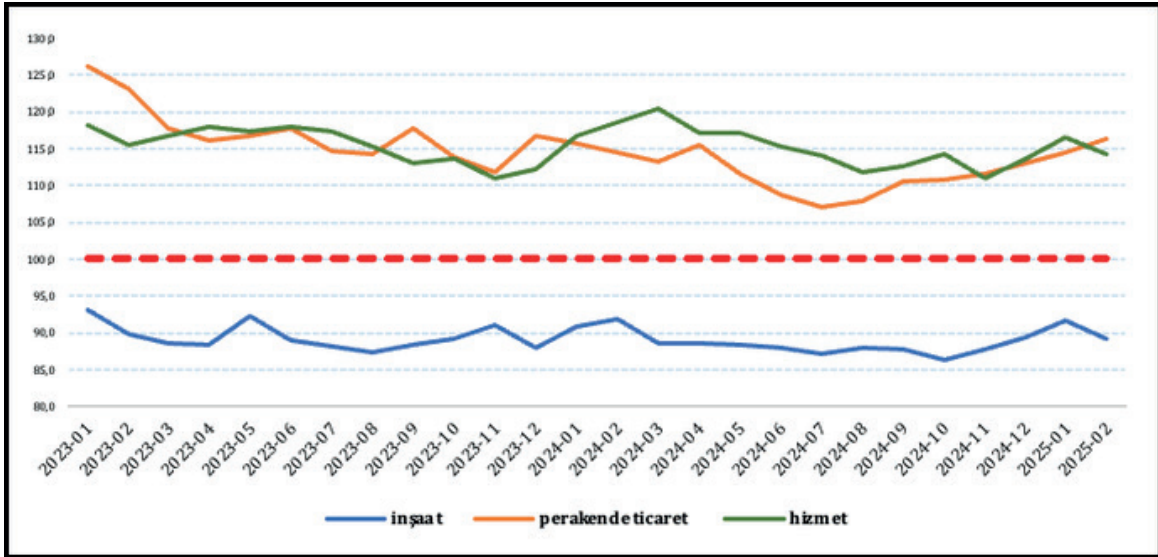


Kaynak: TCMB

İç piyasada siparişler iki aylık düşüşün ardından artarak toparlanma sinyali verdi. İhracat siparişleri son iki aydır artış gösterse de tarihsel ortalamalara kıyasla halen zayıf seyrediyor. Gelecek üç aya ilişkin sipariş beklentileri düşüş eğiliminde olup, maliyet ve fiyatlama ile ilişkin beklentiler de zayıfladı. İmalat sanayinin gelecek 12 ay için ÜFE yıllık enflasyon beklentisi %36,9 ile Aralık 2021'den bu yana en düşük seviyeye geriledi.

Sektörel Güven Endeksleri (SGE) açısından, perakende ticaret sektöründe güven endeksi artarken, hizmet ve inşaat sektörlerinde gerileme yaşandı. Hizmet sektörü güven endeksi talep görünümündeki bozulma nedeniyle 2,3 puan düşerken, perakende sektöründeki artış iş hacmindeki iyileşmeden kaynaklandı. İnşaat sektöründe ise iş hacmi dışındaki tüm göstergelerde düşüş gözlemlendi. Ancak, tüm sektörlerin güven endeksleri halen tarihsel ortalamalarının altında seyrediyor.

Şekil.13 Sektörel Güven Endeksleri



Kaynak: TÜİK

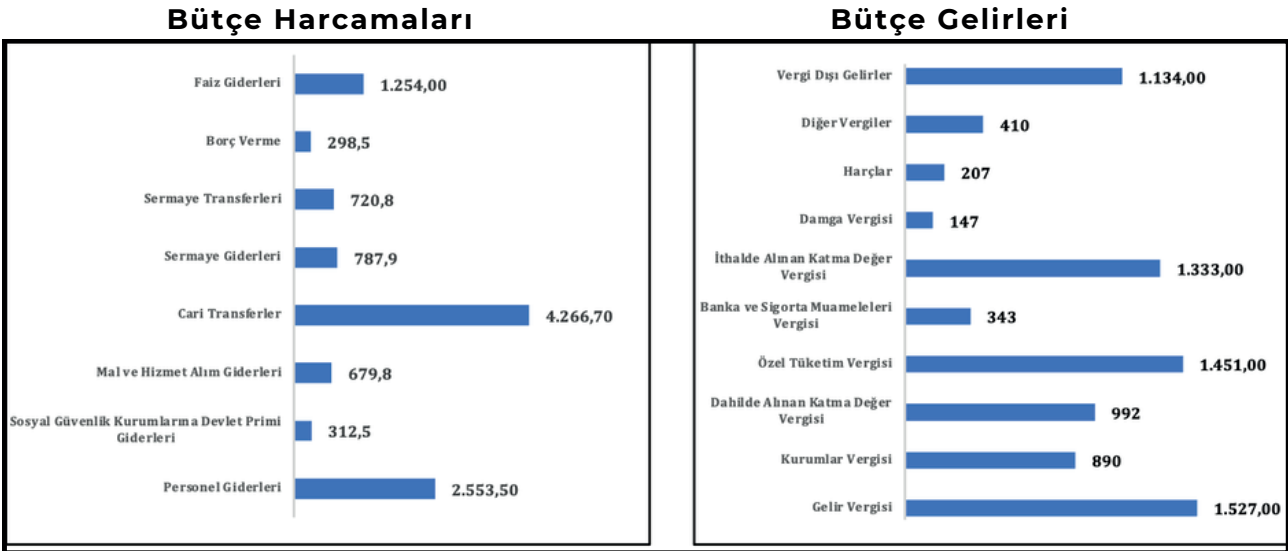
Bu veriler, imalat sanayinde istikrarın korunduğunu ancak genel ekonomik aktivitenin tarihsel ortalamaların altında kaldığını gösteriyor. Sektörel güven endeksleri karışık bir seyir izlerken, kapasite kullanım oranı ve istihdamda kısmi toparlanmalar görüldü. Bununla birlikte, yatırım eğiliminde gerileme ve geleceğe yönelik sipariş beklentilerinde düşüş dikkat çekiyor. PMI verileri de benzer bir eğilim göstererek imalat sektöründeki toparlanmanın kırılgan olduğunu ortaya koyuyor. Üretimdeki daralma devam ederken, firmaların geleceğe yönelik beklentilerinde temkinli bir hava hâkim.

İç ve dış talepteki belirsizlikler, girdi maliyetlerindeki artış ve tedarik zinciri sorunları, toparlanmayı sınırlandıran başlıca faktörler arasında yer alıyor. Genel olarak hem PMI hem de güven endeksleri imalat sanayinde zayıf büyüme dinamiklerinin sürdüğüne, ancak sektörde kalıcı bir iyileşme için daha güçlü bir talep artışına ihtiyaç duyulduğuna işaret ediyor.

Maliye Politikası

Türkiye'nin en son bütçe gerçekleşme verilerine göre, 2024 yılı Ocak-Aralık döneminde merkezi yönetim bütçe giderleri 10 trilyon 777 milyar TL, bütçe gelirleri ise 8 trilyon 670 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde bütçe açığı 2 trilyon 106 milyar TL, faiz dışı açık ise 835 milyar TL olmuştur. 2023'te %5.2 olan merkezi bütçe açığı/GSYH oranını, 2024'te %4.8'e düşmüştür. Faiz dışı açık/GSYH oranının ise %2.6'dan %1.9'a inmiştir. Özetle bütçe performansı 2024'te önceki yıla göre sınırlı iyileşti. Orta Vadeli Program'da (OVP), 2024 yılı merkezi bütçe açık/GSYH oranı tahmini %4.9 olarak açıklanmıştı. Bu tutturulmuş görünüyor. Özellikle gelir kalemlerinde gelir vergisi ve de özel tüketim vergisindeki artışlar dikkat çekiyor. OVP'de 2025 ön görüşü %3.1 olarak belirlenmişti. Bu da 2025 yılında daha belirgin bir sıkılaştırma hedeflendiğini gösteriyor. Bütçe hedefi tutarsa bu para politikasını da destekleyecektir.

Şekil.14 Bütçe Gerçekleşmeleri (2024 yılı)



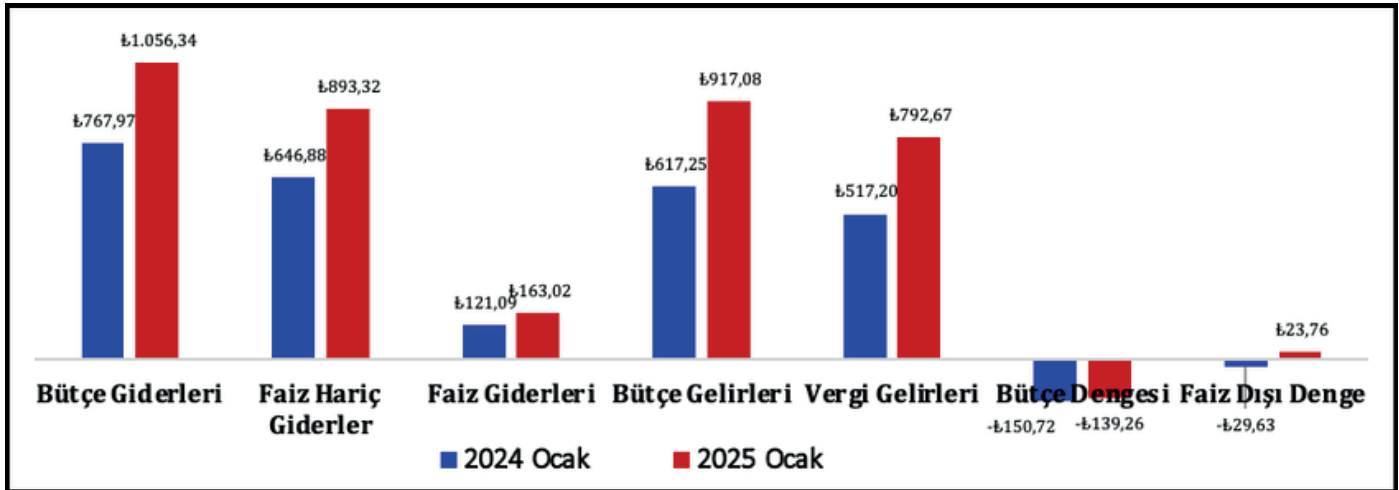
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

2025 yılı Ocak ayı bütçe gerçekleştirmeleri, 2024 yılı Ocak ayına kıyasla hem gelir hem de giderlerde önemli artışlar olduğunu gösteriyor. Bütçe giderleri, bir önceki yılın aynı ayına göre %37.6 oranında artmış. Özellikle faiz hariç giderler %38 artış gösterirken, faiz giderleri %34.7 yükselmiş. Faiz yükündeki bu artış, bütçe üzerindeki baskının devam ettiğine işaret ediyor.

Bütçe gelirlerinde de %48.6'lık bir artış görünüyor. Bu artışta en büyük pay vergi gelirlerine ait olup, vergi tahsilatı %53.3 artmış. Bütçe açığı 2024 Ocak'ta 150.7milyar TL iken, 2025 Ocak'ta 139.2 milyar TL'ye gerilemiştir. Ayrıca, faiz dışı denge 2024'te -29.6 milyar TL açık verirken, 2025 Ocak ayında 23.7 milyar TL fazla vermiştir. Bu gelişme, faiz dışı dengenin pozitive dönmesi açısından olumlu bir sinyaldir.

Özetle Ocak 2025 bütçe gerçekleştirmeleri, gelir artışının gider artışını dengelediğini gösterse de, faiz yükü bütçe üzerindeki en büyük risk unsuru olmaya devam ediyor. Önümüzdeki aylarda, enflasyon ve faiz politikalarına bağlı olarak bütçedeki eğilimlerin nasıl şekilleneceğini yakından izlenmelidir.

Şekil.15 Bütçe Gerçekleşmeleri (2025 Ocak)

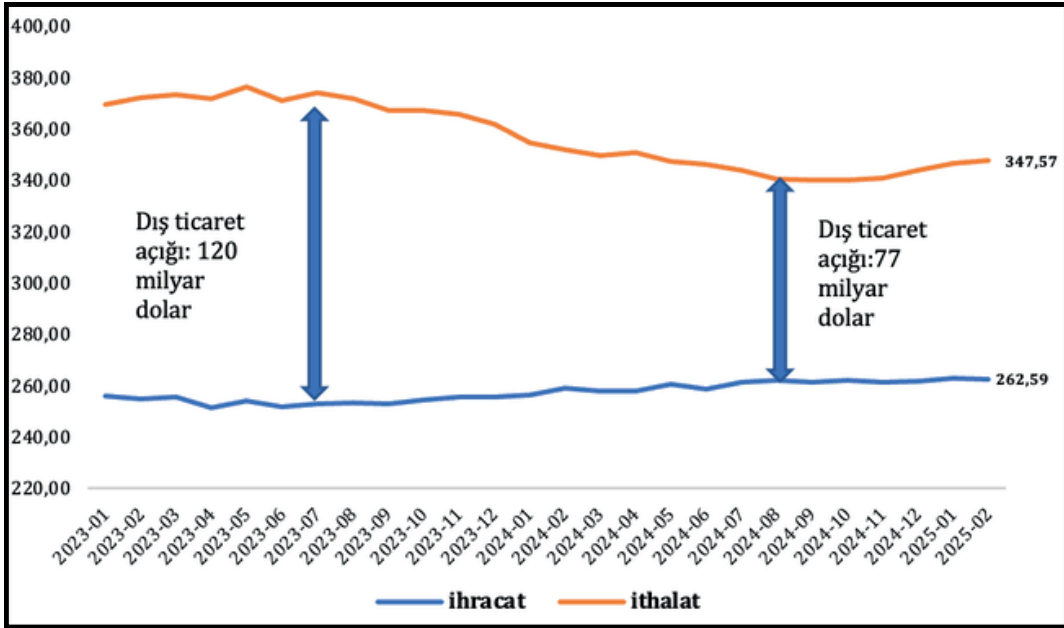


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Dış Ticaret

Dış ticaret açığı son çeyrekte artmaya başladı. İhracat nispeten yatay seyredirken, ithalatta düşüş durdu ve tekrar harekete geçti. İhracat, Ticaret Bakanlığı'nın verilerine göre Şubat ayında azaldı. Hem Ocak ayına hem de geçen senenin Şubat ayına göre bir azalma var. Bunda iki etkenin öne çıkıyor. Birincisi reel kurdaki değerlenme bir miktar kâr marjlarından fedakarlıkla sürdürüldü ancak artık sürdürülmesi zor bir duruma geldi. İhracatta hafif bir azalma başladı. İkincisi bizim temel pazarımız olan Avrupa'da hem üretim tarafı iyi gitmiyor hem de şu anda bir belirsizlik hâkim olduğundan yeni yatırım yapılmıyor. Bu da ihracatın artmasını sınırlandırıyor.

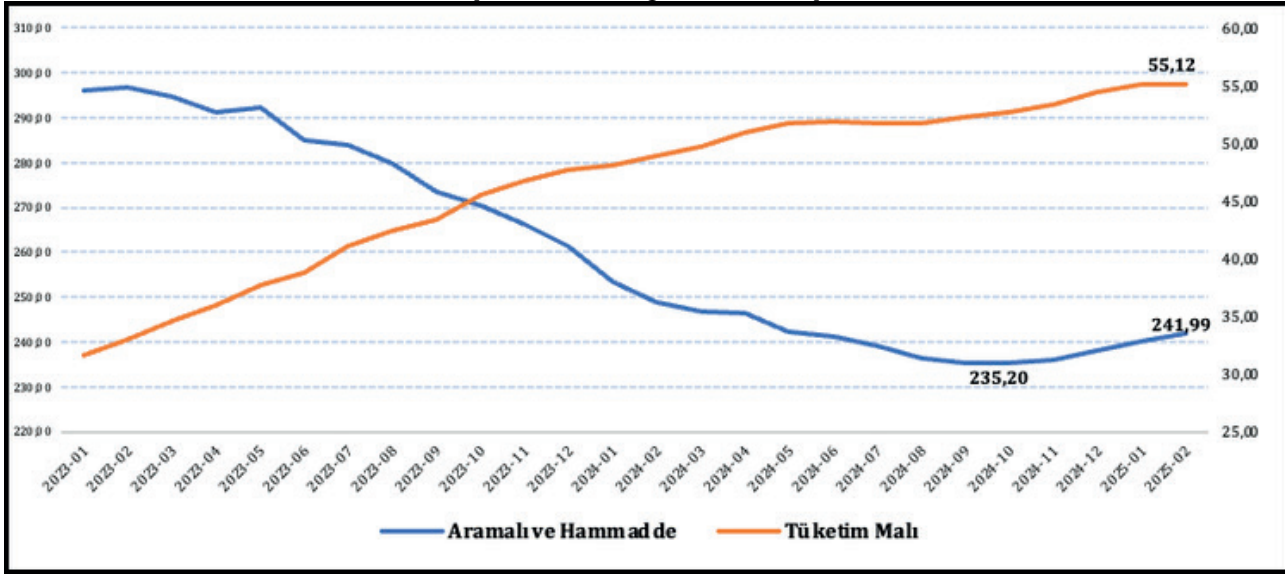
Şekil.16 İhracat ve İthalat (Yıllık, Milyar Dolar)



Kaynak: TÜİK

İthalat tarafına baktığımızda ise ithalatta son çeyrekte yaşanan bir kıpırdanma ile birlikte hafif bir artış görülmeye başlandı. Bunun 2025'in ilk çeyreğinde de sürmesi bekleniyor. Tüketim malı ithalatı 2023 başında yıllık olarak 30 milyar dolar civarında iken 2025 başında 55 milyar doları geçti. İthalattaki azalışın kaynağı ara malı ve hammadde kaynaklıydı. Sanayide yavaşlama, stokların kullanımı, altın kotası ve enerji fiyatlarının düşük olması gibi nedenlerle ara malı ve hammadde ithalatı 300 milyar dolar seviyesinden 235 milyar dolara kadar düşmüştü. Cari açığı iyileşmenin kaynağı da bu kalemden azalmaydı. Ancak şu anda orada da bir hareketlenme olmaya başladı 12 aylık kümülatif aramalı ithalatı son aylardaki ivmelenme ile 240 milyar doların üzerine çıktı.

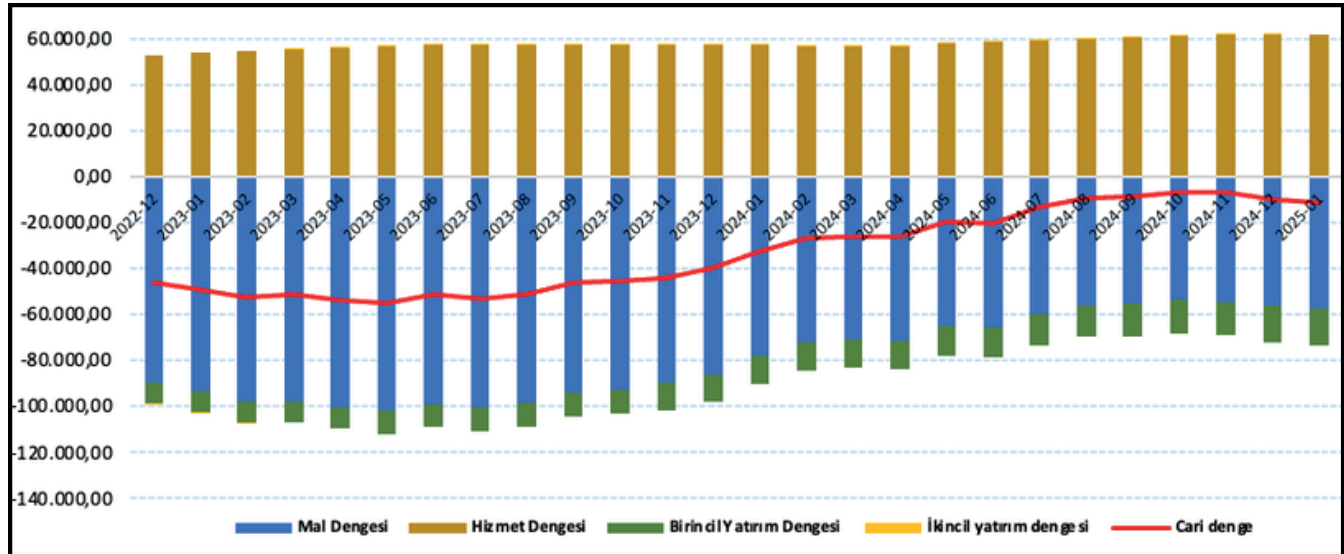
Şekil.17 İthalatın Bileşenleri- Aramalı ve Tüketim Mali (Yıllık, Milyar Dolar)



Kaynak: TÜİK

Cari denge tarafına baktığımızda ise 2024 yılının bir dengelenme yılı olduğunu gördük. Aslında bu dengelenmede dış ticaret dengesinde iyileşme başı çekti. Şekilden de görüldüğü üzere mal dengesinde bir iyileşme var. Hizmetler tarafında (başını turizm çekiyor) çok ciddi bir artış görünmese de cari açığı sınırlıyor. Bu yıl sonunda cari açığımız 10 milyar dolarına altına indi. Ocak ayında cari açık 3.8 milyar dolar olarak gerçekleşti ve de 12 aylık cari açık 11.5 milyar düzeyine yükseldi. Önümüzdeki yıl daha yüksek bir cari açıkla karşılaşacağız. Bu doğrultuda yıl sonunda 25-30 milyar dolar cari açıkla karşılaşabiliriz. Yine de GSYH'ya oranladığımızda %2 civarında olacak. Bu da aslında Türkiye için kolayca finanse edilebilecek bir rakam. 2025'te cari açık artsa da problem yaratacak seviyeye ulaşmayacak.

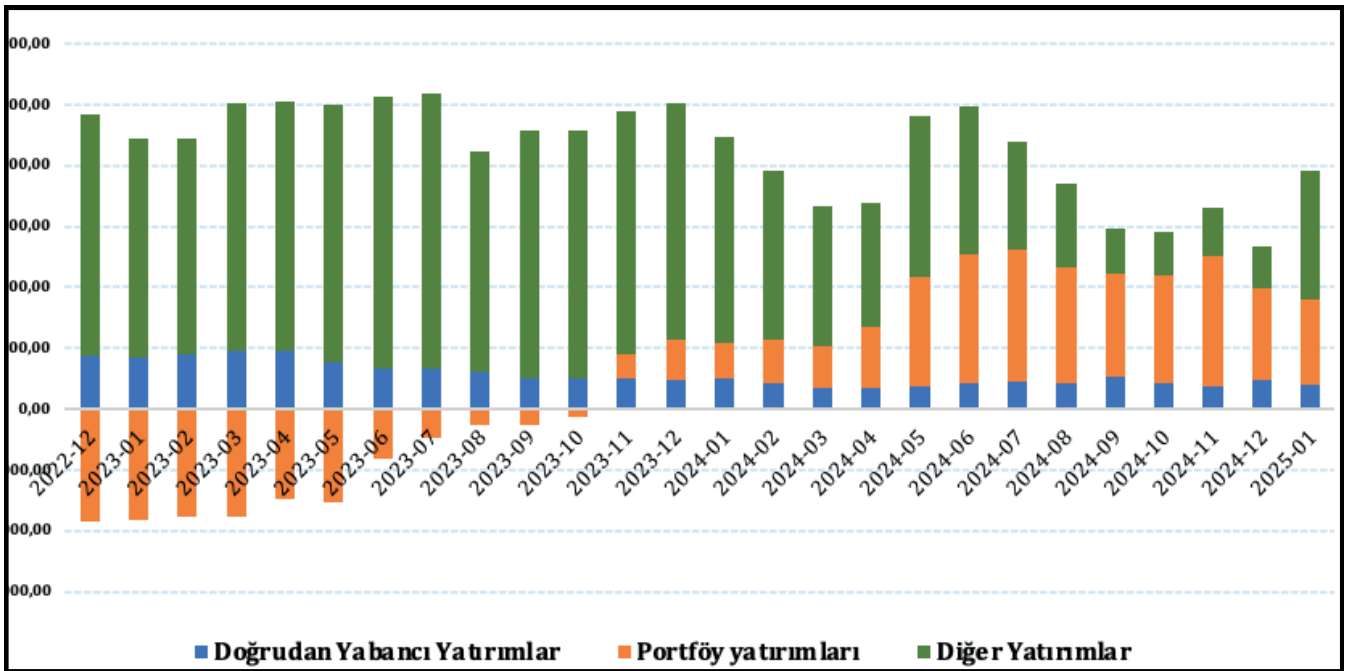
Şekil.18 Cari İşlemler Hesabı Bileşenleri (Yıllık, Milyar Dolar)



Kaynak: TÜİK

Ödemeler dengesinin finansman kalemine baktığımızda ise özellikle diğer yatırımların özellikle artmış olduğunu görüyoruz. Finans kesimi ve şirketler kesiminin yurtdışından borçlanması içeriye giren en önemli kaynaklardan biri oldu. Portföy yatırımları içerisinde devlet tahvilleri ve özel sektör tahvilleri tarafında da girişler olurken, hisse senedine giriş çok yetersiz kaldı. Doğrudan yabancı yatırımlar, 2013 yılından beri ne yazık ki oldukça zayıf bir performans sergiliyor. Yabancı konut alımının da zayıflamasıyla birlikte bu kalemden girişlerin de az olduğunu görüyoruz. Hisse senedi piyasalarında ne yazık ki yabancı oranı çok düştü. Bu yıl bir miktar yabancı girişi olması bekleniyor. Bu durumda o kalemden de gelen dövizin arttığını görebiliriz.

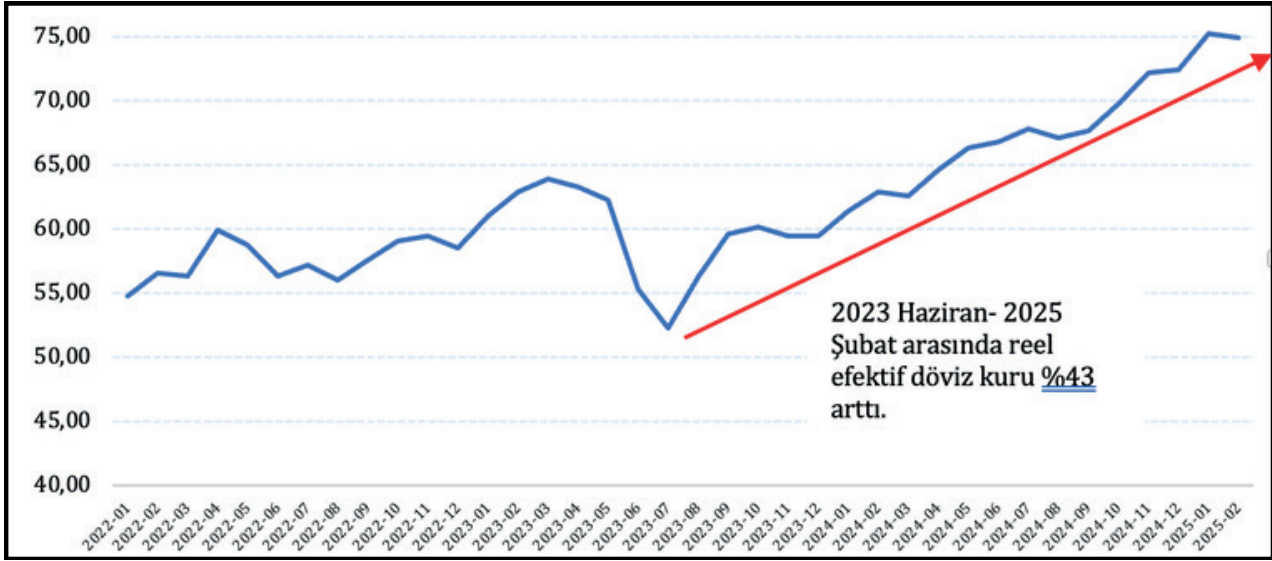
Şekil.19 Finans Hesabının Bileşenleri (Yıllık, Milyar Dolar)



Kaynak: TÜİK

Reel efektif döviz kuru, ticaret partnerlerimize göre (ticaret payımıza göre) TL'nin ne kadar değer kazandığını gösteriyor. Genel rekabet ölçümüz diyebiliriz. Bu endekse baktığımızda genel seçimler sonrasında reel efektif döviz kurunun %43 arttığı görülüyor. Uzun vadeli baktığımızda ise hala 2013 seviyelerinde değiliz. Bu da ekonomi otoritelerinin reel değerlenmenin devam etmesi için ortaya sundukları bir gerekçe diyebiliriz. 2025'te reel değerlenmenin sürmesini bekleniyor. Bu siyasi irade ve de Merkez Bankası yönetimi tarafında sık sık dile getiriliyor. En önemli nedeni ise döviz kurundaki artışların enflasyona geçiş etkisinin yüksek olması. Ne yazık ki hala bu etkinin oldukça yüksek olduğunu görüyoruz. 2025 sonuna kadar bu nedenle kurdaki artışın enflasyonun altında kalma olasılığı oldukça yüksek.

Şekil.20 Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi- TÜFE Bazlı

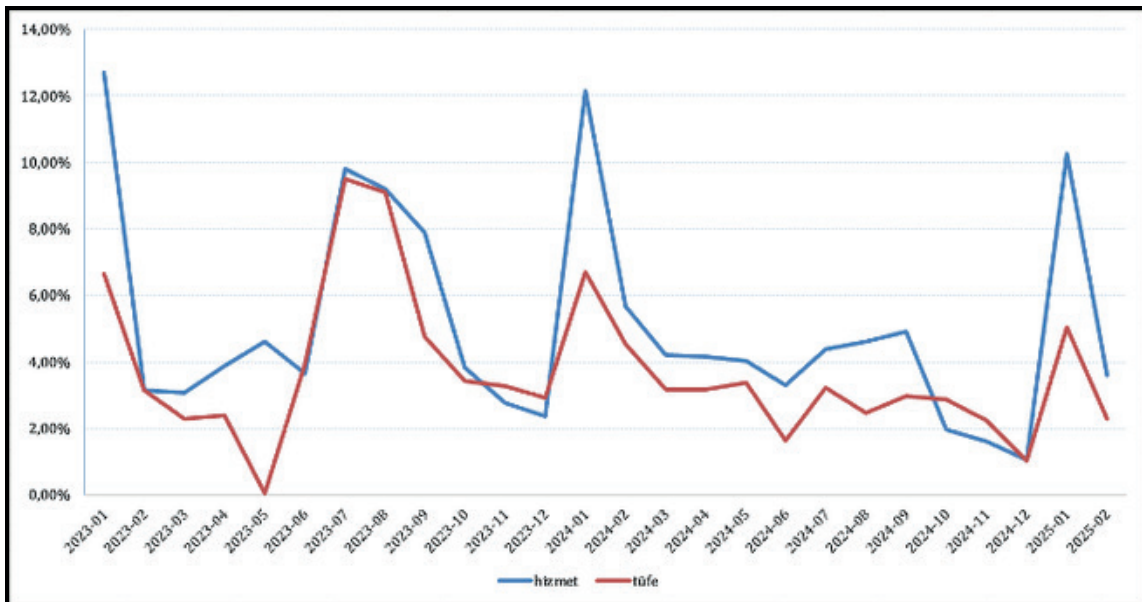


Kaynak: TCMB

Enflasyon

Şubat ayı enflasyon rakamları pozitif bir sürpriz yaptı ve aylık olarak %2.27 artış gösterdi. Yıllık enflasyon ise %39.1 ile beklentilerin altında gelmiş oldu. En son bu oranları seçim öncesinde (2023 Mayıs) görmüştük. Enflasyonun alt detaylarına baktığımızda sağlık harcamalarında ve giyim grubunda bu ay enflasyonun negatif çıkmasının etkisi olduğunu görüyoruz. Ocak ayında sağlık uygulama tebliğinde yapılan bir düzenleme ise doktor muayene ücretlerinde yapılan değişiklikle enflasyon 1 puan kadar artmıştı. Bu düzenlemenin önemli bir kısmının geri alınmış olması bu ay fiyatların düşmesi ile birlikte enflasyona -0.9 puan katkı yaptı. Böylece aylık enflasyonda %2.5'un altına düşülmüş oldu.

Şekil.21 TÜFE Manşet ve Hizmet Enflasyonu (Aylık,%)

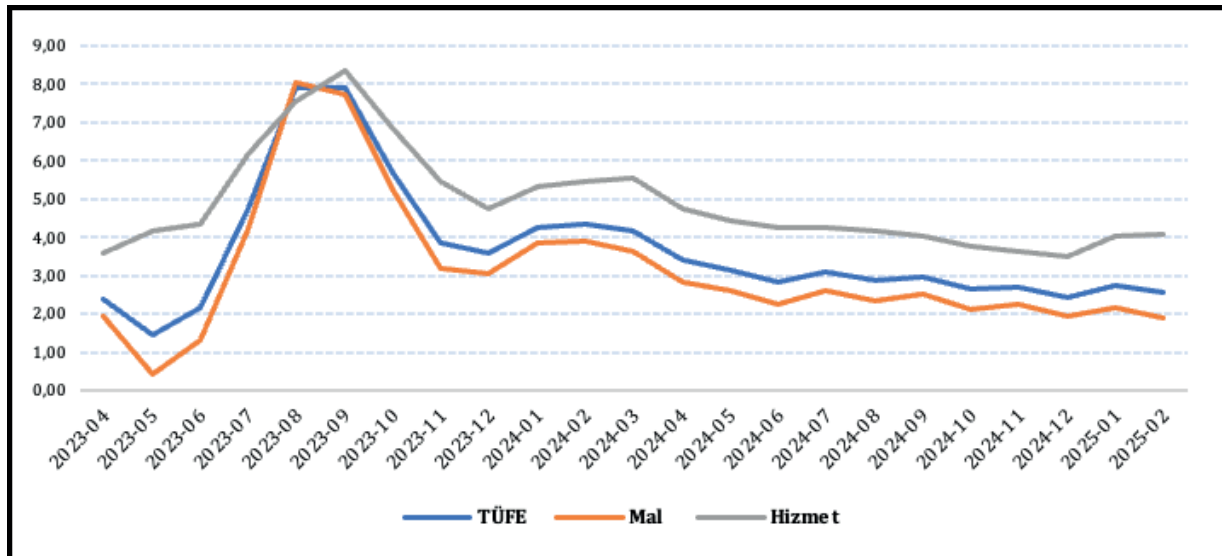


Kaynak: TÜİK

Ancak hizmet enflasyonu hala katılığını korumaya devam ediyor. Şubat ayı aylık bazda en fazla eğitim grubunda artış gözlenirken (%9.92), eğitimi yine konut (%4.58) izledi. Yıllık manşet enflasyon %39.1 oldu. Manşet TÜFE'ye konut grubu 9,8 puan ile en yüksek katkı yapan grup olurken, gıda grubu 8,9 puan ulaştırma grubu +4 puan, otel ve restoran grubu ise 3,9 puan katkı sağladı.

TÜİK mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon serilerini açıklamaya başladı. Bu serilerin önemi aylık enflasyondaki ana eğilimi göstermesi. Üç aylık ortalamalarla aylık enflasyondaki seyir şekilde görülüyor. Buradan mal ve hizmet enflasyonu arasındaki fark ortaya çıkıyor. Mal enflasyonu aylıkta %2'nin altına inerken, hizmet enflasyonu hala %4'ler civarında. Ne yazık ki hizmet enflasyonundaki katılık devam ediyor. Hizmetlerde geriye doğru endeksleme davranışı çok etkin. Örneğin kiralarda kontrat yenilemede geçmiş 12 ayın enflasyon oranı ortalamasına göre belirleniyor. Bu da enflasyonun düşüş sürecinde yavaş seyretmesine neden oluyor.

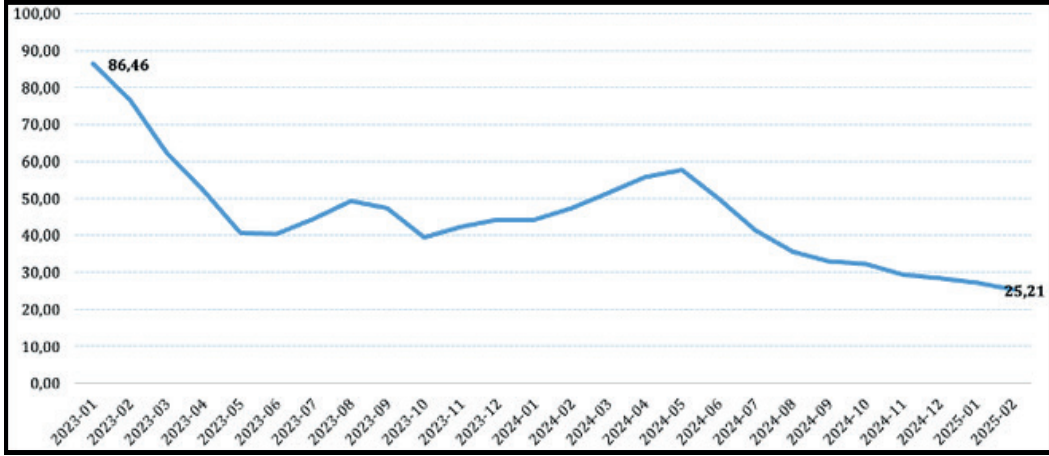
Şekil.22 Mevsimsellikten Arındırılmış Enflasyon (Aylık,%)



Kaynak: TÜİK

Üretici enflasyonu tarafına baktığımızda ise Yi-ÜFE'de belirgin bir gevşeme gözlenmekte. Yi-ÜFE 2023 başında %87 civarında iken, Şubat ayında %25.1'e düşmüş. Üretici tarafında bir miktar gevşemeye işaret eden bu veri, bir enflasyonla mücadelede üretici üzerinde biriken maliyet baskısının hafiflemiş olduğunu gösteriyor.

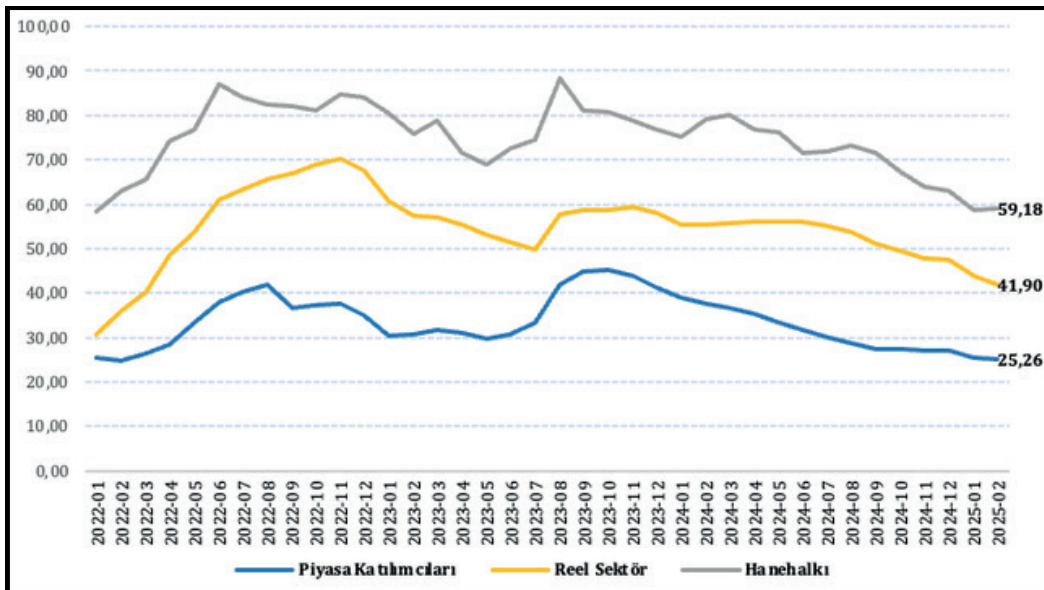
Şekil.23 Yi-ÜFE (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Enflasyon beklendiğine baktığımızda ise hane halkı, reel sektör ve de piyasa katılımcılarının enflasyon beklendiğinin birbirinden çok farklılaştığını görüyoruz. Hane halkı en yüksek enflasyon beklendiğine sahip. Aslında bu diğer ülkelerde de benzer. Hane halkının en çok karşılaştığı kalemler gıda, kira gibi gruplar. Onlarda da enflasyon yüksek olduğu için beklendiği de yüksek oluyor. Reel kesimin enflasyon beklendiği bize en doğru tahmini veriyor. Keza onlar fiyat koyucu. Bu kesimin enflasyon beklendiği de geçmiş dönemlerden etkileniyor. TCMB bu kesimin beklendiğini dikkate aldığını biliyoruz. Piyasa katılımcıları ise genellikle piyasada çalışan profesyonel yöneticilerden oluşuyor. Beklendiğinin düşmesi önemli çünkü ekonomik birimler bekledikleri enflasyona göre iktisadi kararlarını alıyorlar. Bu beklendiğinin düşmesi için ise programın inandırıcı olması gerekiyor.

Şekil.24 Enflasyon Beklendiği (12 ay sonrası için Yıllık, %)



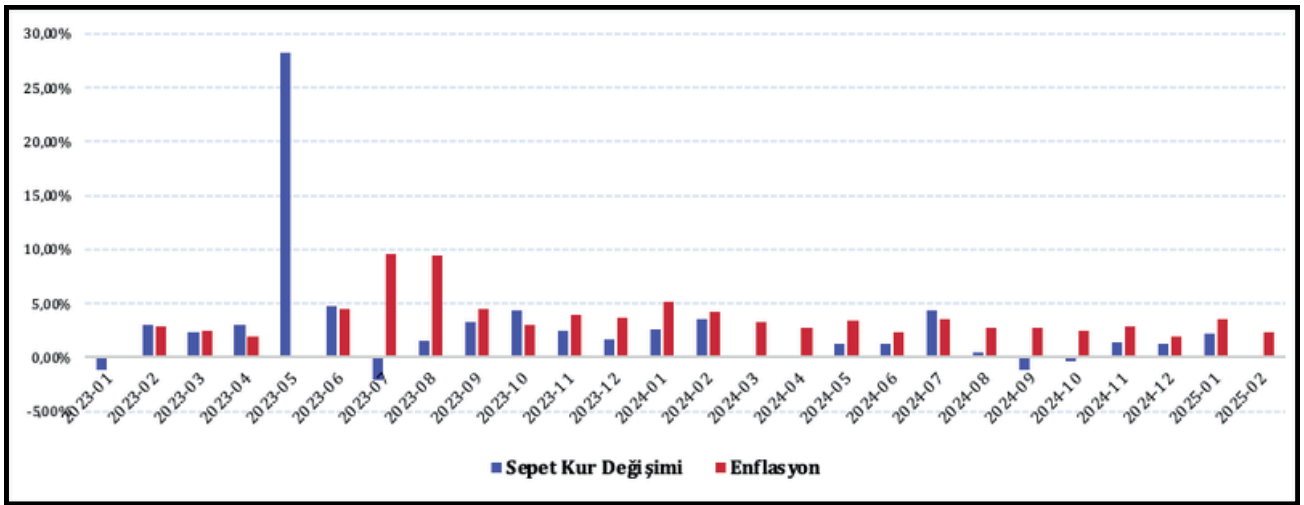
Kaynak: TCMB

Para ve Kur Politikası

TCMB; 6 Mart Para Politikası Kurulu Toplantısında faiz oranlarını 250 bp indirerek 42,5'a çekti. Bundan sonra yıl sonuna kadar 6 tane daha toplantı var. Her toplantıda faiz indirip indirmeyeceği çok net değil. Enflasyon raporu toplantısında “oto-pilotta değiliz” söylemi ile aslında her faiz toplantısında indirim yapmayabiliriz izlenimi verildi. Ancak önce sağlık uygulama tebliği uyarınca muayene ücretlerinde artış yapılması sonra da enflasyonu düşürme kaygısı ile bu artışın geri alınması, faiz indirimleri için kendilerine yer mi açıyorlar izlenimi oluşturdu.

Önümüzdeki iki toplantıda – 17 Nisan ve 19 Haziran- faiz indirimlerinin devam etmesini beklenebilir. Ancak Temmuz toplantısında geçen sene enflasyon düşük geldiği için baz etkisinin tersine çalıştığını görebiliriz. 2024 Haziran ayında aylık enflasyon %1.64 olarak açıklanmıştı, eğer enflasyon Haziran 2025'te bu oranın üstünde açıklanırsa Haziran yıllık enflasyonun yükseldiğini göreceğiz. Bu nedenle TCMB faiz indirim hızını Temmuz toplantısında düşürebilir ya da durabilir.

Şekil.25 Kur Değişimi ve Enflasyon (Aylık, %)

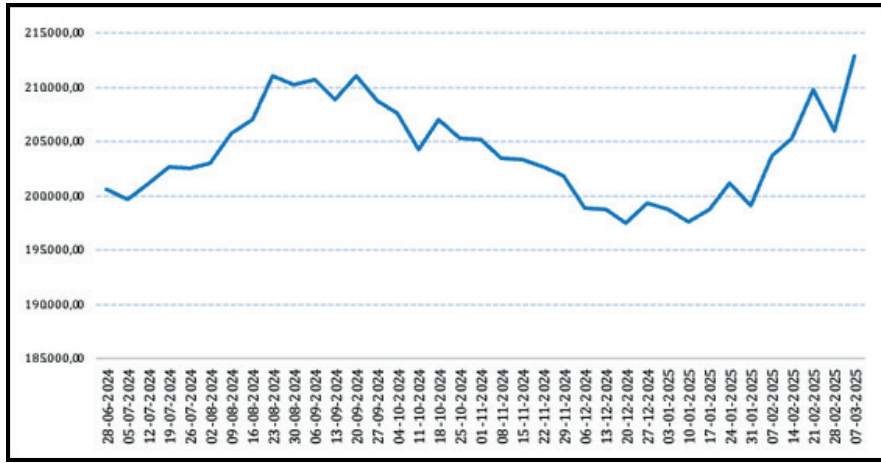


Kaynak: TCMB, TÜİK

Kur politikasına geldiğimizde ise TCMB'nin TL'nin reel değerlenmesini devam ettireceği görülüyor. Geçtiğimiz dönemde de enflasyonla mücadelenin en önemli unsurlarından biri değerli Türk Lirası idi. Sepet kurdaki değişimin enflasyonun altında kaldığını gördük. 2025'te de TL'nin reel olarak değerli kalmasını bekleyebiliriz. Kur artışları enflasyona yakın olsa da enflasyonun altında kalacak gibi görünüyor.

Döviz kuru üzerinde bir risk var mı? Yabancıların Türkiye’de çıkması risk gibi algılansa da çok risk içeren bir durum yok. Yabancıların elinde 19.7 milyar dolar devlet tahvili var. Bir miktar da carry trade bakiyesi olsa bile, yurtdışından gelenlerin çıkaracağı döviz miktarı 30 -40 milyar dolar arasında olacaktır. Önemli olan içeride yabancı para mevduatların nasıl seyredeceği olacak. KKM’nin tüzel kişilerde sonlanması da buradan döviz mevduata bir talep yaratıyor. Ama KKM bakiyesi 21 milyar dolara indi. Ciddi bir risk unsuru oluşturmuyor. Önemli risk para piyasası fonları ve kısa vadeli mevduatlardaki bakiyelerin dövize geçmesi. Para piyasası fonlarında 1.45 trilyon TL yani kabaca 40 milyar dolar civarında bir bakiye var. Toplam kısa vadeli mevduat ise 2.7 trilyon TL.

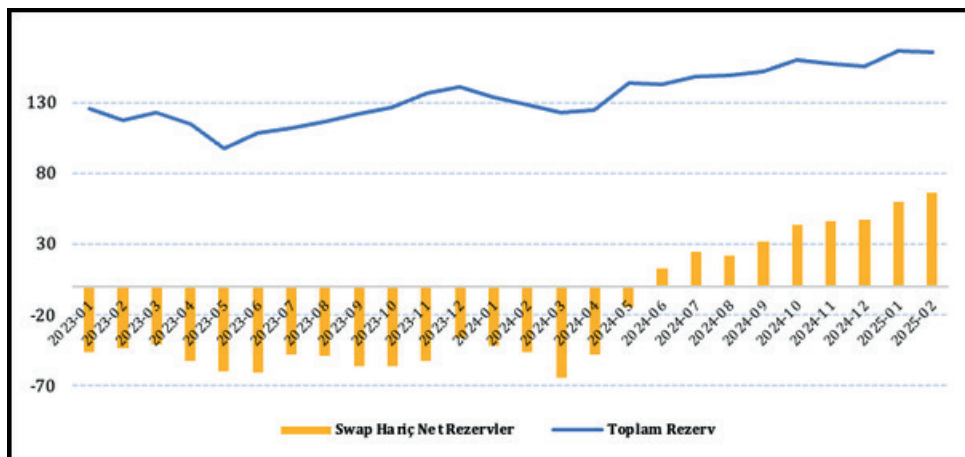
Şekil.26 Yabancı Para Mevduatlar (Milyon Dolar)



Kaynak: TCMB

TCMB bu kur politikasını sürdürebilir mi? TCMB’nin elinde rezervi var. 24 Şubat haftasında yaşanan hem yurtdışı hem de siyasi kaynaklı çalkantıda dövize olan talep arttı. Merkez Bankası 10 milyar doların üzerinde rezerv satarak kuru korudu. Şu an 170 milyar dolar rezerv var. Müdahale etmesi daha kolay. Eğer baskı devam ederse sermaye kontrolleri getirerek yine de kur seviyesini korumak isteyecek gibi görünüyor.

Şekil.27 TCMB Rezervler (Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Özetle bu yıl Türkiye için pozitif senaryoların ana temalarında şimdilik lehe dönen jeopolitik görünüm ve Türkiye'nin artan önemi var. AB'nin savunma sanayiinde atacağı adımlar ve Türkiye'nin bu anlamda gelişen sanayisi önemli bir avantaj. Bunun yanı sıra petrol başta olmak üzere emtianın fiyatlarının düşük kalması bekleniyor. Bu da emtia ithalatçısı olmamız açısından en azından oradan gelecek bir enflasyonist etkinin az olacağı anlamına geliyor.

Risk faktörleri de mevcut tabii. Donald Trump şu an bizi direkt hedefine almadı. Çelik ve alüminyum da bize zaten gümrük vergisi uygulanıyor, şimdi diğer ülkelere de uygulanacak. Ancak her an bizimle de bazı çıkarları çatışabilir. AB ile ticaret savaşında bizi de hedef alabilir.

Bu yıl büyüme açısından yine geçen yıla benzer bir büyüme oranı olabilir. Enflasyon baz etkisi ile düşmeye devam edecektir ama %30'ların altına inmesi çok kolay gözüküyor. Bunun olabilmesi için maliye politikasının daha fazla devreye girmesi gerekiyor. Ancak orada da maalesef çok önemli bir ilerleme yok. Her ne kadar bütçe açığı düşse de bu artan vergilerle oluyor. Vergilerin önemli bir kısmı ne yazık ki enflasyonist. Maliye politikasının devreye girmesi bekleyişleri de etkileyeceğinden enflasyonla mücadelede oldukça önemli. TCMB de sürekli metinlerinde "artan eşgüdüm"den bahsediyor. Ancak şu an için yeterli değil.

TCMB faizi düşürmeye devam edecek. Yıl sonunda %30-32 bandına indirebilir. Faiz indikçe para piyasası fonlarının getirileri başta olmak üzere TL'nin getirisi düşüyor. Son dönemde yabancı para mevduata doğru bir yönelim var. Bu devam ederse TCMB duraklayabilir.

2025 yılı küresel gelişmeler nedeniyle belirsizliklerin hakim olduğu bir yıl olacak. Türkiye için fırsatlar olduğu kadar riskler de var. Fırsatların daha çok olması dileğiyle.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



[Derya Hekim](#)



[@drderyahekim](#)



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ