



EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2025 AĞUSTOS

DOÇ. DR. DERYA HEKİM

İÇİNDEKİLER

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

YÖNETİCİ ÖZETİ

Ekonomi bazen bir tren yolculuğuna benzer. Hızınızı siz ayarlayabilirsiniz ama rayları değiştirmek kolay değildir. Türkiye ekonomisinin yolculuğu bu benzetmeye uygun bir görünüm sergiliyor. Küresel cephede Rusya Ukrayna savaşı ve Kafkasya'daki gelişmeler Türkiye'nin stratejik önemini artırdı. ABD'nin yeni tarifeleri küresel ticaret akışlarını zorladı. Avrupa'da enflasyon hedef seviyelere indi fakat büyüme yavaşladı. Çin'de talep daralması ve emlak sektöründeki sorunlar ekonomik görünüme baskı yaptı.

İçeride ise işsizlik oranı %8.6 oldu. Genç ve kadın işsizliği yapısal sorunların devam ettiğini gösterdi. Sanayi üretimi artış eğilimini sürdürdü ancak kapasite kullanım oranı geriledi. İmalat PMI 45.9'a kadar düştü ve daralmanın hızlandığını işaret etti. Reel Kesim Güven Endeksi ise 100'ün üstünde temkinli bir iyimserliği yansıttı.

Maliye tarafında bu ay bütçe açığı geçen yıla göre daraldı ve faiz dışı denge pozitif oldu. Dış ticarete ihracat artışı devam etti ancak ithalat da yükseldi ve açık sürdü. Reel efektif döviz kuru Türk lirasının reel değerinde sınırlı kayba işaret etti. Cari dengede altın ve enerji hariç kalemlerde fazla verildi fakat toplamda açık devam etti.

Enflasyon yıllık %33.52 seviyesine geriledi. Aylık artış %2.06 oldu. Konut ve ulaştırma kalemleri enflasyonu yukarı taşıırken giyim ve ayakkabı grubundaki düşüş enflasyonu sınırladı. Çekirdek göstergeler fiyatlama davranışlarındaki baskının sürdüğünü gösterdi.

Para politikasında TCMB politika faizini %43 seviyesine indirdi. Rezervler rekor seviyeye çıktı. Ancak sıkı duruşun sürdürülmesi gerektiğine işaret eden bir çerçeve korundu.

Genel olarak Temmuz 2025 itibarıyla Türkiye ekonomisi küresel belirsizliklerle iç dinamikler arasında dengesini korumaya çalıştı. Enflasyonda gerileme kaydedildi ancak fiyatlama davranışlarında katılıklar sürdü. Cari dengede kısmi iyileşmeler görüldü fakat sermaye hareketleri kırılğan kaldı. Bu nedenle mali disiplinin ve para politikasındaki sıkılığın korunması ekonomik istikrar için kritik olmaya devam etti.

“

“Ekonomi halkların kaderini belirleyen görünmez bir yazgıdır.”

J. Maynard Keynes

”

Trump, söz verdiği gibi Rusya-Ukrayna Savaşını bitirmek için uğraşıyor. Bu doğrultuda Putin ile Alaska'da görüştü. Bu görüşme, Putin için bir kazanım sayılabilir. Putin bir savaş suçlusu iken Trump tarafından kırmızı halılarla karşılanan bir dünya liderine dönüştü. Bir nevi Putin'in yıpranmış liderliğini restore etti.

Ardından Beyaz Saray'da Ukrayna lideri Zelensky ile görüştü. Bu görüşmede önemli olan detay bu sefer Ukrayna liderinin yanında Avrupalı devletlerin olmasıydı. Şubat ayındaki görüşmede Trump ve Vance Zelensky'e kötü davranmışlardı. Bu sefer Avrupalı liderle birlikte gelen Zelensky'ye daha iyi davrandı diyebiliriz. Görüşmelerden çıkan önemli bir sonuç ise bu savaşın kolay çözülemeyeceği oldu. Ukrayna tarafı Putin'in yeniden saldırmasını önlemek isterken, Rusya tarafının birçok isteği var. Putin Ukrayna'nın NATO üyesi olmasını istemiyor. Dahası silahsızlanmasını istiyor. Bunun dışında bir de toprak istekleri var. İşgal ettiği bölgeler dışında kalanları da istiyor.

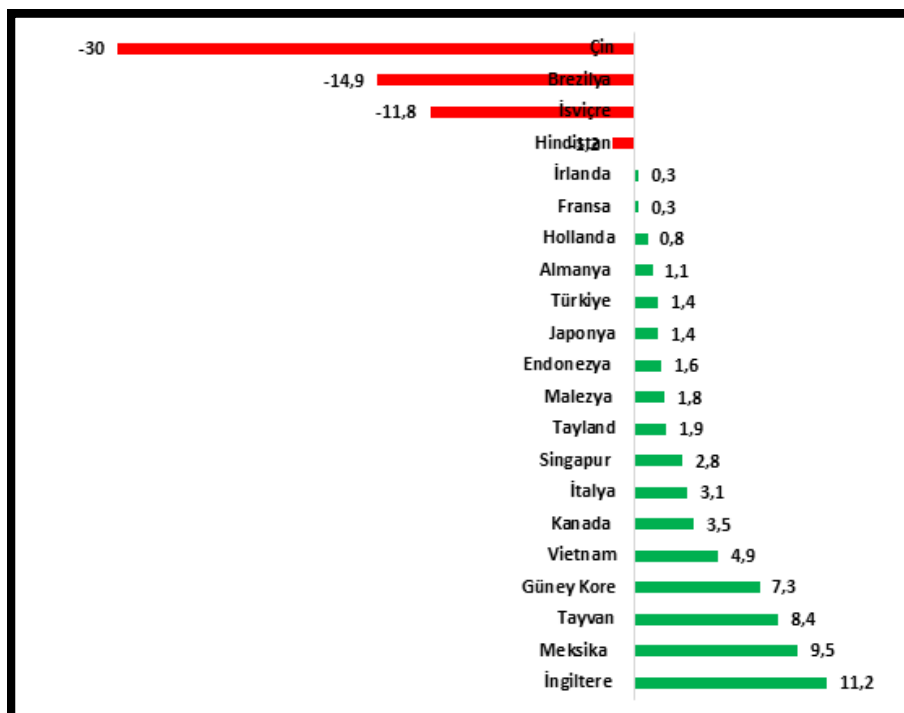
Rusya ve Ukrayna arasındaki savaşın çözülmesi Türkiye için çok önemli olarak görülebilir. İki taraf ile de görüşebileceğimiz için bundan sonraki görüşmelerde Türkiye'nin arabuluculuğu önemli olabilir. Türkiye'nin bölgedeki gücünü pekiştirebilir. Tabii onun dışında ekonomik olarak da kazanımlarımız olabilir. Her ne kadar savaş sonrası bölgenin yapılandırılması ön plana çıkarılsa da ben daha önemli bir kazanım olacağını düşünüyorum. Şu anda bölgede iş yapmak bizim şirketlerimiz için oldukça zor. Yaptırımlara takılıyorlar ve de Rusya ile iş yapan şirketler nihayetinde başka ülkelerle iş yaptığında bazı düzenlemelere takılabiliyor, para transferi dahi zor hale gelebiliyor. Bu yaptırımların ortadan kalkması bizi rahatlatacak, bölgede iş yapmamızı kolaylaştıracaktır.

Eğer anlaşma olmaz ve de Rusya'ya ikincil yaptırımlar gelirse o zaman Türkiye'nin negatif etkilenme olasılığı daha da yükselir. ABD Hindistan'a Rus petrolünü alıyor ve savaş makinesini besliyor diye %50 tarife getirdi. Hem de bu tarifeyi Trump Putin ile görüşürken getirdi. Rusya'dan en çok petrol alan ülkeler Çin, Hindistan ve Türkiye olarak sıralanıyor. Dolayısıyla bu savaşın sürmesi ve ikincil yaptırımların gelmesi bizi daha zorlayabilir.

Trump'ın yaptığı önemli barış adımlarından biri ise Azerbaycan ve Ermenistan'ı masaya oturtmak oldu. Her ne kadar tam bir anlaşma olmasa da taraflar arasında bir uzlaşma sağlandı.

Diğer taraftan ABD birçok ülke ile anlaşmalarını tamamladı ve artık herkese en az %15 minimum tarife uygulamaya başladı. Bu doğrultuda Türkiye'nin de tarifesi %15'e yükseldi. Tabii çelik ve alüminyum ve çelik, otomotiv gibi sektörel tarifeler nedeniyle bizim karşılaştığımız efektif tarife oranı %20.1 civarında hesaplanıyor. Biz daha düşük tarifelerle daha avantajlı tarafta kaldık. Ancak bu avantajımız da oldukça yüksek bir avantaj sayılmaz. Bunu Global Trade Alert, hesaplamışlar Türkiye avantajlı tarafta ancak bu avantajı ufak bir avantaj sayılabilir (Bkz. Şekil.1)

Şekil.1 Tarife Avantajı (%)



Kaynak: GTA

ABD ekonomisinde tarifeler etkisini göstermeye başladı. Ekonomi stagflasyonist etkiler göstermeye başladı. Tüketici enflasyonu hala çok yüksek değil. En son açıklanan veri %2.7 ile beklentilerin altında geldi. Oyuncak gibi bazı kalemlerde yükselişler başladı diyebiliriz. Ancak üretici tarafına baktığımızda ise üretici enflasyonu beklentilerin çok üstünde, %3.3 geldi. Bu da şunu gösteriyor: tarifler üreticilerin maliyetlerini arttırıyor ancak bunlar daha henüz tüketici fiyatlarına yansımıyor. Aslında bunu gösteren anket verileri de var. McKinsey'nin ABD şirketleri ile yaptığı ankette katılan şirketlerin %53'ü kâr marjlarının düştüğünü söylemişler. Yani şimdilik şirketlerin maliyetleri artıyor ancak bunu fiyatlarına yansıtmıyorlar. Önceden yaptıkları stokları da vardı. Bu stoklar tükendikçe ve de artık tarife oranları bir yerde dengeye oturdukça bu firmaların da fiyatlarını arttırdıklarını göreceğiz. İlk Trump döneminde çamaşır makinelerine tarife gelmiş ve de bu tarifelerin etkisini göstermesi üç ayı bulmuştu. Dolayısıyla önümüzde muhtemelen ABD'de fiyatların arttığını göreceğiz.

Diğer yandan istihdam piyasasından pek iyi sinyaller gelmiyor. İstihdam bu ay 73 bin ile beklentilerin altında kalırken geçtiğimiz iki ayın istihdam rakamları da 258 bin aşağıya revize edildi. İşsizlik oranı ise hala %4.2 olarak kalmaya devam ediyor. Bir yandan da göçmenler sınır dışı ediliyor.

ABD ekonomisi ikinci çeyrekte %3 büyüdü. Ancak bu büyümede tüketimin etkisinin azaldığını biliyoruz. Büyüme daha çok yatırım ve de ithalattaki azalmadan kaynaklandı. İkinci çeyrekte yapay zeka veri merkezlerinin yatırımlarının büyümeye katkısı tüketimden daha fazla oldu. Ancak bu yatırımlar hep böyle devam edemez dolayısıyla eğer tarifeden doğan belirsizlik uzun süreli olursa daha fazla etkisini görebiliriz.

Ağustos ayı dünya merkez bankaları için oldukça önemli bir aydır. Jackson Hole toplantılarında tüm merkez bankası başkanları bir araya gelerek para politikaları için önemli olacak tartışmalar yaparlar. Özellikle FED başkanlarının burada vereceği mesajlar dikkatle izlenir. Geçen sene de Powell faiz indirimlerine başlayacağını sinyalini burada yaptığı konuşmasında vermişti. Bu sene de konuşma merakla bekleniyordu. Üstelik Trump'ın da baskısı vardı. Powell konuşmasında güvercin bir ton takındı. Hem işsizlik hem de istihdam açısından riskler var ama enflasyon açısından olan riskler tek seferlik dedi. Bu da piyasa tarafından oldukça iyi karşılandı. İşsizlik ile ilgili risk görüyorsa demek buna göre politika oluşturacak ve de faiz indirecek şeklinde yorumlandı. Eylül ayında bir faiz indirimi olma ihtimali yaklaşık %85'e ulaştı.

Euro Bölgesinin enflasyonu %2'ye indi. Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin enflasyon hedefi zaten %2 olduğu için Avrupa enflasyonu çözdü diyebiliriz. Ancak Avrupa'da risk düşük büyümeden kaynaklanıyor. Üstelik son dönemde ABD'nin uyguladığı tarifelerle birlikte ihracat potansiyelinde de zayıflama var. Bu da Avrupa ekonomileri Almanya başta olmak üzere zorluyor

İkinci çeyrekte Euro Bölgesi %0.1 büyüdü. Bu büyümede öne çıkan ülkeler İspanya ve Portekiz oldu. Almanya ise %0.1 küçüldü. İspanya ve Potekiz'de büyüme özellikle inşaat yatırımları ve sermaye malı harcamasından kaynaklandı. Sanayi üretimi ise %1.3 düştü. Ancak Euro Bölgesinde Almanya'nın başını çektiği ülkelerde savunma harcamasının artacak olmasının ileriye dönük beklentilerin iyileşmesine neden oluyor. Ayrıca Almanya borç frenini gevşetti ve altyapı yatırımı yapacak. Bu da en azından bir miktar daha fazla büyüme yönlü bir ivme yaratacaktır.

ECB'nin de önünde üç tane faiz toplantısı var. Faiz indirmeye başladığından beri 200 bp düşürdü. Önümüzdeki toplantılarda herhangi bir değişikliğe gitmesi beklenmiyor. Bir taraftan faiz indiren bir FED varken, ECB'nin aynı faizde kalması Euro açısından olumlu olur ve de eğer Powell sonrası FED'in çok faiz indirimi yaptığı bir süreç ile karşılaşırsak Euro/dolar paritesinde artışlar görebiliriz. Eğer Trump'ın istediği faiz indirimleri olursa 1.20'yi geçme ihtimali yükselecektir.

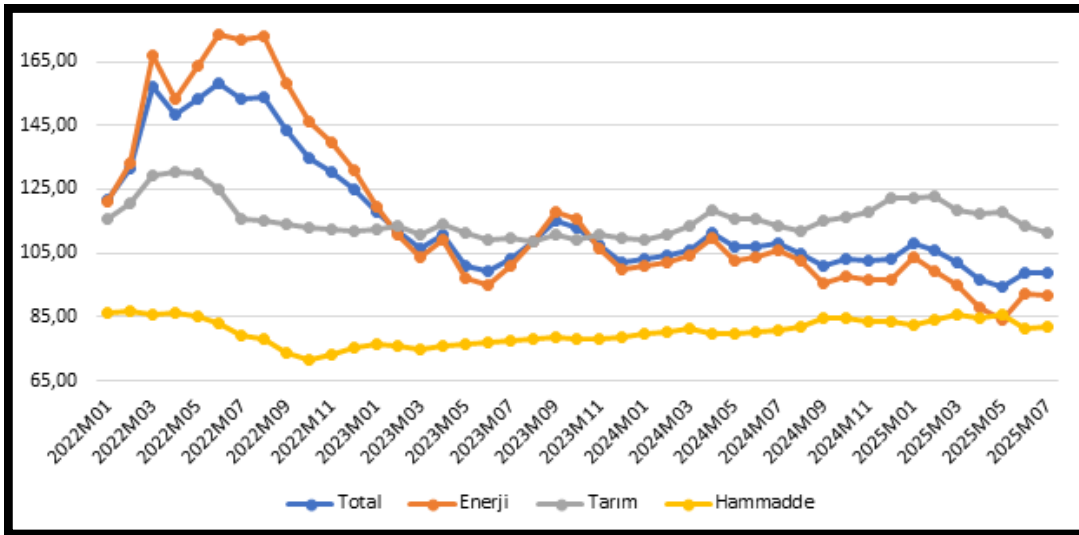
Çin ekonomisinde hafiften soğumalar başladı. Temmuzda sanayi üretimi %5.7 büyüdü. Beklenti %6.8 olması yolundaydı. Daha az büyüdüğünü görüyoruz. Perakende satışlarda ise %3.7'lik bir artış görüldü. Aslında Çin hükümeti talep tarafını canlandırmaya çalışıyor. Kapasite fazlası var ve bunu ihracatla eritmesi de zorlaştı. Bu nedenle talebin devreye girmesi gerekiyor. Ancak bu da çok zor çünkü hanehalkının serveti azalıyor. Hanekhalkının servetinin önemli bir unsuru konut olarak karşımıza çıkıyor. Ancak konut fiyatları uzun süredir geriliyor. Konut tarafında Temmuz da yine %2.8 düşmüş. Böyle bir ortamda da hanehalkı tüketmek istemiyor.

Diğer taraftan 20 yıldır ilk defa Yuan kredi talebinde bir düşüş meydana geldi. Özel sektör talebi düştü. Yerini hükümetin desteklediğini görüyoruz. 2025'te büyüme hedefi %5 olarak koyuldu. İlk ve ikinci çeyrekte %5'in üzerinde büyüyen Çin ekonomisinin bu çeyrekte %4.6 büyümesi, 2026'da ise büyümenin %4.2'ye düşmesi bekleniyor.

Emtia piyasalarında Temmuz 2025 itibarıyla genellikle dalgalı bir görünüm sergilendi. Enerji fiyatları gerilerken tarım ürünleri bazı segmentlerde yükseldi. Özellikle gıda dışı kalemlerde örneğin gübre ve et ürünlerinde belirgin artış oldu. Metal ve değerli metal fiyatları ise sınırlı da olsa yükseliş yönünde seyretti. Bakır vadeli kontratları ve bakır fiyatlarındaki rekor seviyeler görüldü.

Petrol özelinde baktığımızda ise Uluslararası Enerji Ajansı tahminleri bir talep azalışını işaret ediyor. Diğer taraftan da OPEC üretimi arttırıyor. Bu da nihayetinde petrolde görünümün aşağı yönlü olduğunu gösteriyor. Eğer Rusya ve Ukrayna arasında yaşananlar farklı bir boyuta gider ve yaptırımlar ortaya çıkarsa fiyatların yükseldiğini görebiliriz. Ancak ben temel dinamiklere baktığımda petrolde görünümün aşağı yönlü olduğunu düşünüyorum.

Şekil.2 Emtia Endeksleri



Kaynak:Dünya Bankası

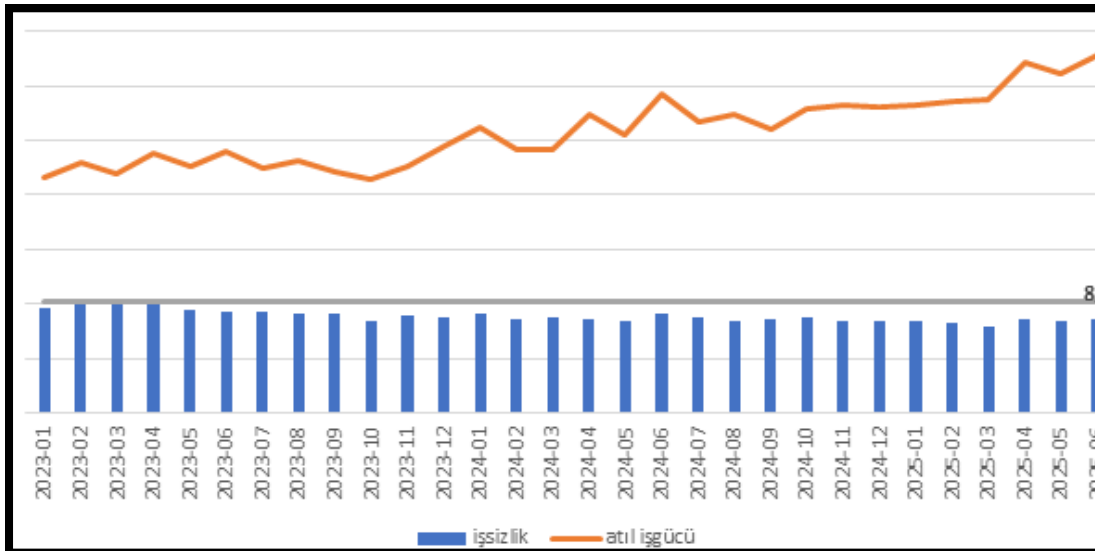
İşsizlik

Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK) yayımladığı güncel verilere göre, Haziran 2025 itibarıyla mevsim etkisinden arındırılmış dar tanımlı işsizlik oranı %8.6 seviyesinde gerçekleşti. Bu oran, bir önceki aya kıyasla 0.2 puanlık bir artışa işaret ederken, toplam işsiz sayısı 3 milyon 47 bin kişi olarak kaydedildi. Cinsiyet bazında değerlendirildiğinde, erkeklerde işsizlik oranı %7.1, kadınlarda ise %11.4 olarak hesaplandı. 15-24 yaş grubunda işsizlik oranı %16.2 olarak gerçekleşirken, bu oran erkeklerde %12.3, kadınlarda ise %23.7 düzeyinde kaydedildi.

2025 yılının ikinci çeyreğine ilişkin veriler de benzer bir tablo ortaya koyuyor. TÜİK verilerine göre, bu dönemde işsizlik oranı ortalama olarak %8.6 seviyesinde gerçekleşti. Toplam işsiz sayısı 3 milyon 34 bin kişi olurken, yılın ilk çeyreğine kıyasla 106 bin kişilik bir artış gözlemlendi. Genç işsizlik oranı ikinci çeyrek ortalamasında %15.9 düzeyinde gerçekleşerek, önceki döneme göre 0.7 puan yükseldi.

Haziran ayı itibarıyla istihdam edilen kişi sayısı 32 milyon 452 bin olarak hesaplandı. İstihdam oranı %48.9, işgücüne katılım oranı ise %53.5 seviyesinde gerçekleşti. Erkeklerde istihdam oranı %66.2 iken, kadınlarda %31.9 düzeyindedir. İşgücüne katılım oranı ise erkeklerde %71.3, kadınlarda %36.0 olarak kaydedildi. Bu oranlar, Türkiye'de kadınların işgücü piyasasına katılımında süregelen yapısal engellerin varlığını teyit ediyor.

Şekil.3 İşsizlik ve Atıl İşgücü Oranı (%)



Kaynak:TÜİK

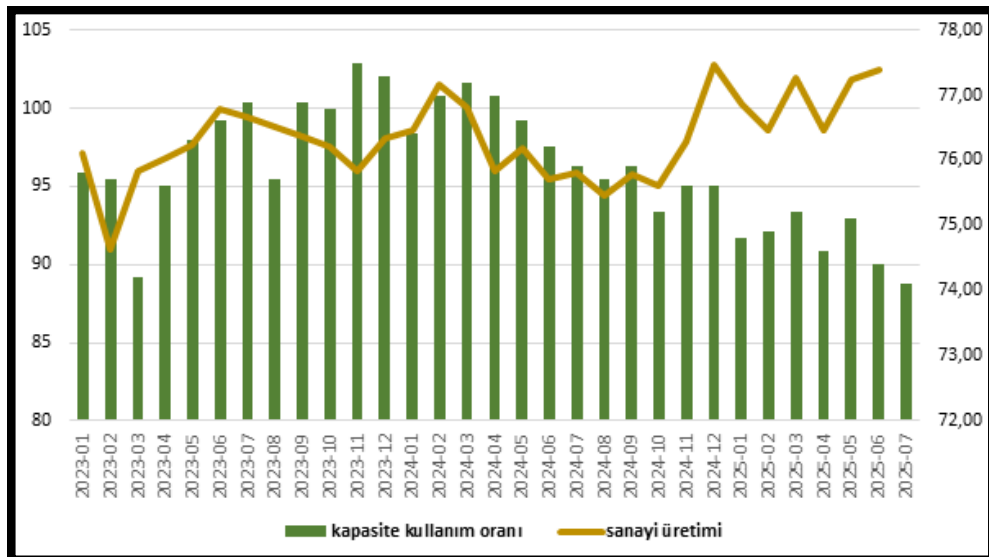
Geniş tanımlı işsizlik (âtil işgücü) oranı, işgücü piyasasında daha derin bir sorun alanını gözler önüne seriyor. Haziran 2025 itibarıyla geniş tanımlı işsizlik oranı %32.9 seviyesinde gerçekleşti. Bu kapsamda değerlendirilen toplam işsiz sayısı yaklaşık 13 milyon 383 bin kişi olarak hesaplandı. Cinsiyet açısından bakıldığında, kadınlarda geniş tanımlı işsizlik oranı %41.2, erkeklerde ise %27.8 seviyesindedir. Genç nüfusta ise özellikle kadınlar açısından tablo daha çarpıcıdır. Kadın gençlerde geniş tanımlı işsizlik oranı %53.4, erkek gençlerde ise %34.5 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'deki geniş tanımlı işsizlik oranı, Avrupa Birliği ortalamasının yaklaşık üç katı düzeyinde oluşuyor. AB ülkelerinde geniş tanımlı işsizlik ortalaması %10.9 iken, Türkiye'de bu oran %32.9. TCMB enflasyon raporunda bu konuya değinmiş. TCMB'na göre yapısal nedenler burada belirleyici oluyor. İş aramaktan umudunu kesenlerin dışında çocuk ve yaşlı bakımı için çalışamayanlar da bu gruba giriyor. Bu nedenle burada yapısal politikalar olmadan işsizlik oranını düşürmek mümkün değil.

Reel Kesim

Haziran 2025 dönemine ilişkin sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranı verileri, sanayi sektöründe üretim artışına karşın kapasite kullanımında sınırlı bir daralma yaşandığını gösterdi. TÜİK verilerine göre, sanayi üretimi Haziran ayında yıllık bazda %8.3, aylık bazda ise %0.7 oranında artış gösterdi. Bu, Şubat 2024'ten bu yana gözlemlenen en güçlü yıllık büyüme olarak kaydedildi. Alt sektörler açısından bakıldığında, imalat sanayisi %9.5'lik bir artışla başı çekerken, madencilik ve taş ocaklığı sektörü %2.3 oranında büyüdü. Buna karşılık, elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretim ve dağıtım sektöründe üretim %1.1 oranında azaldı. Üç aylık hareketli ortalamalar mayıs ayındaki %3.6 seviyesinden haziran ayında %5.5'e yükselerek son 21 ayın en hızlı artış oranına ulaştı.

Şekil.4 Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı



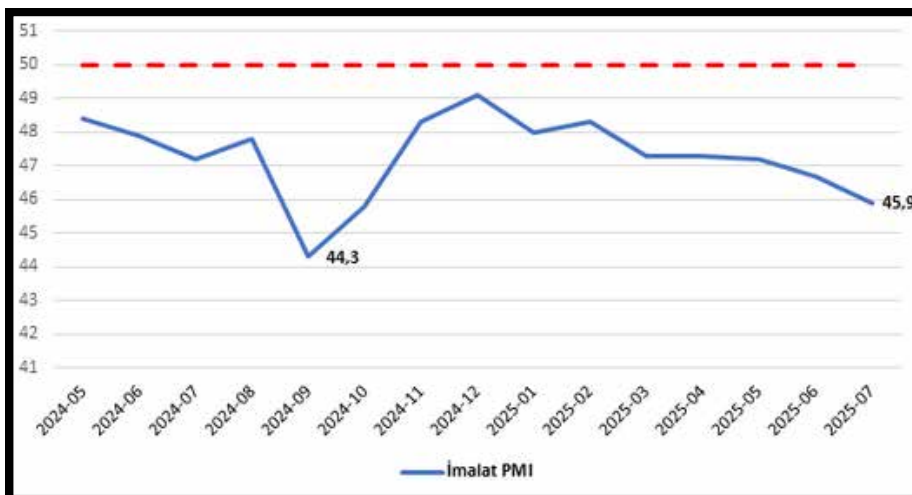
Kaynak: TÜİK

Öte yandan, aynı dönemde kapasite kullanım oranlarında sınırlı bir gerileme gözlemlendi. TCMB verilerine göre, imalat sanayinde mevsim etkilerinden arındırılmış kapasite kullanım oranı Haziran 2025'te %74.6 düzeyinde gerçekleşti. Bu oran bir önceki aya kıyasla 0.4 puanlık bir azalmaya işaret etti. Temmuz 2025'te ise kapasite kullanımındaki düşüş eğilimi sürdü; mevsim etkilerinden arındırılmış oran %74.1, arındırılmamış oran ise %74.2 olarak açıklandı. Bu seviyeler, Mart 2023'ten bu yana kaydedilen en düşük değerler arasında yer aldı. Uzun vadede kapasite kullanım oranı ortalaması %76. 14 aydır kapasite kullanımı ortalamasının altında seyrediyor. Ana mal gruplarına bakıldığında, Temmuz 2025 itibarıyla kapasite kullanım oranları tüketim mallarında %72.3, dayanıklı olmayan tüketim mallarında %72.5, ara mallarda %74.7 ve yatırım mallarında %71.1 düzeyindeydi. Dayanıklı tüketim mallarında ise Haziran ayındaki %69.5'lik orandan Temmuz'da %71.4'e yükseliş yaşandı.

Şekil4.'ten de görüldüğü üzere sanayi üretimi bir şekilde artmaya devam ederken kapasite kullanım oranı düşüyor. Kapasite arttı da kapasite kullanımı mı düştü diye sorabiliriz. Elimizde ikinci çeyrek için henüz yatırım verisi yok ama reel kesim güven endeksi sabit yatırım kısmına baktığımızda bu bize böyle bir eğilim olup olmadığını gösterir. Bu yönde bir eğilim yok. Hatta uzun süredir aşağı yönlü eğilimde gidiyor. Bunun aslında tek mantıklı açıklaması olabilir. O da sanayi üretiminde bazı sektörler sanayi üretimini yukarıya çekerken, çoğu sektörde üretim yavaş seyrediyor.

Temmuz 2025 dönemine ilişkin İmalat Sanayi Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI) verileri, sektördeki daralmanın sürdüğünü ortaya koydu. İstanbul Sanayi Odası ve S&P Global tarafından açıklanan verilere göre, İmalat PMI endeksi Temmuz ayında 46.7'den 45.9'a geriledi. Bu gelişme, imalat sanayinde faaliyet koşullarının üst üste üçüncü ayda da bozulduğunu ve sektördeki ivme kaybının hızlandığını gösteriyor. Endeksin eşik değeri olan 50'nin altında seyretmesi, sektör genelinde daralmanın sürdüğünü işaret ediyor.

Şekil.5 ISO İmalat PMI



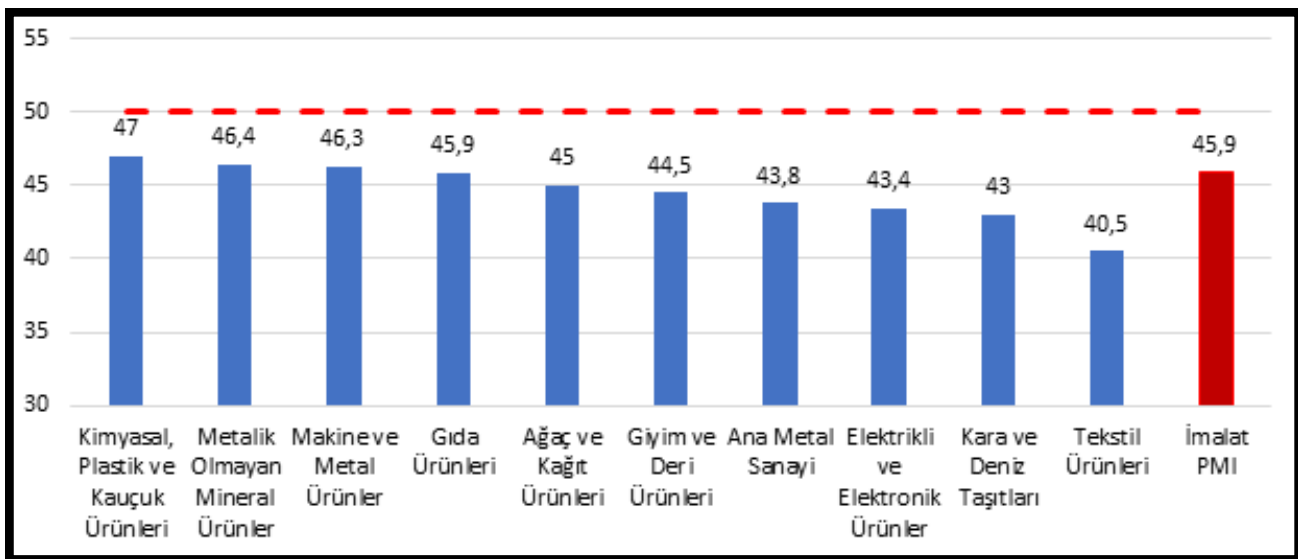
Kaynak: S&P Global

Veriler, yeni siparişlerde 25 aydır devam eden gerilemenin Temmuz ayında daha da hızlandığını ortaya koydu. Hem iç talep hem de ihracat siparişlerinde zayıflık devam ederken, bu durum firmaların üretim hacimlerini son 10 ayın en hızlı temposuyla azaltmalarına neden oldu. Üretimdeki bu gerilemeye paralel olarak istihdam ve satın alma faaliyetlerinde de azalma gözlemlendi. Firmalar, özellikle talep zayıflığının baskısıyla girdi stoklarını azaltma eğilimi gösterdi, Ekim 2024'ten bu yana en sert stok erimesi Temmuz ayında gerçekleşti. Nihai ürün stoklarında da belirgin bir düşüş var.

Talep daralmasının tedarik zinciri üzerindeki baskıyı azaltması sonucu, tedarikçi teslimat süreleri kısaldı, son beş ayın dört ayında olduğu gibi teslimatlar hız kazandı. Öte yandan, Türk lirasındaki değer kaybı üreticilerin girdi maliyetlerini artırdı. Ancak buna rağmen, genel maliyet enflasyonu sınırlı düzeyde kaldı ve 2025 yılı içindeki en düşük seviyesinde gerçekleşti. Satış fiyatlarındaki artış da oldukça sınırlı; bazı firmalar talebi desteklemek amacıyla fiyat indirimi yoluna gitti.

Sektörel PMI verileri ise Temmuz ayında Türk imalat sanayinin 10 alt sektörde kapsamlı bir zayıflamayla karşı karşıya olduğunu gözler önüne serdi. Takip edilen tüm sektörlerde yeni siparişlerde yavaşlama yaşanırken, üretimde yalnızca “elektrikli ve elektronik ekipmanlar” sektörü 17 aylık aranın ardından az da olsa artış gösterebildi. Diğer tüm sektörlerde üretim geriledi; en sert daralma “gıda ürünleri” sektöründe gerçekleşti. İstihdam ve satın alma faaliyetlerinde yaygın yavaşlama yaşanırken, girdi maliyetleri tekstil dışındaki tüm sektörlerde keskin bir artış kaydetti ve bu durum satış fiyatlarına da yansdı. Tekstil sektörü, bu süreçte satış fiyatlarında gerileme kaydedilen tek alan olarak öne çıktı. Bu veriler, sanayi sektöründe daralmanın yaygın ve derin bir karaktere sahip olduğunu gösteriyor.

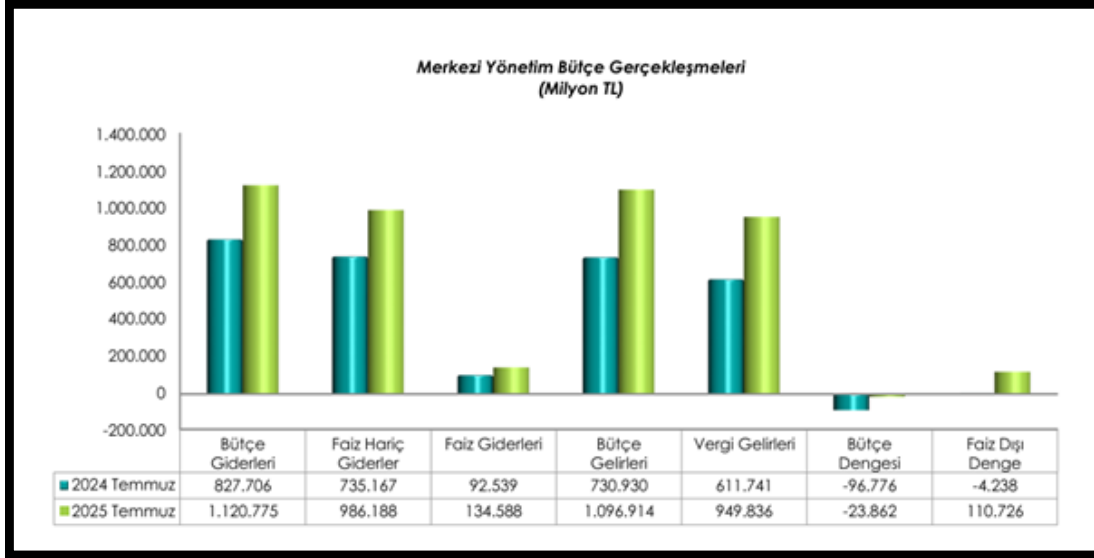
Şekil.6 Sektörel PMI Endeksleri



Kaynak: S&P Global

Ayrıca, Temmuz 2025'teki bütçe açığı, aynı ayda gerçekleşen 68,5 milyar TL'lik Hazine nakit açığının da oldukça altında kaldı. Bu gelişme, nakit gerçekleştirmeler ile bütçe dengesi arasındaki farkın, yılın bu döneminde bütçe lehine açıldığını ortaya koydu. Öte yandan, faiz dışı denge aynı ayda 110,7 milyar TL fazla verdi. Bu kalem geçen yılın aynı döneminde 4,2 milyar TL açık vermişti.

Şekil.8 Haziran 2025 Bütçe Gerçekleşmeleri

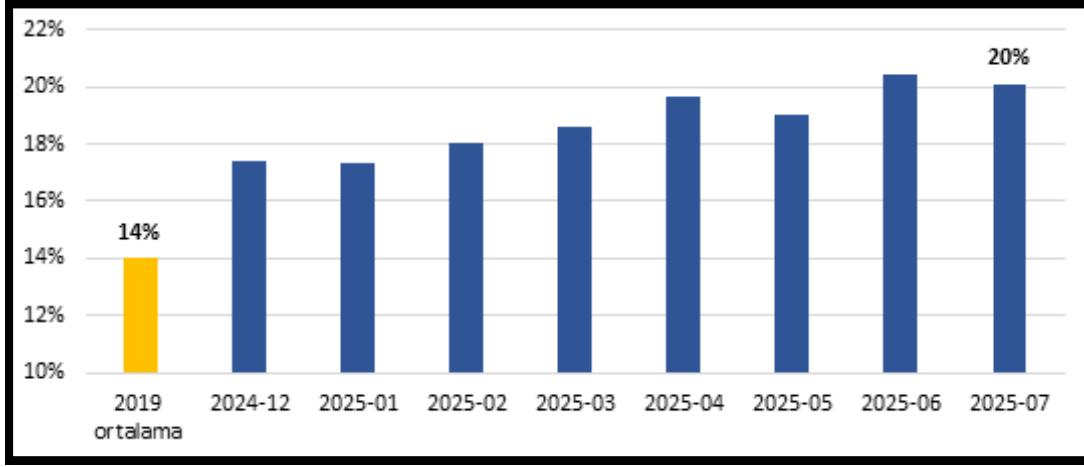


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Yılın ilk yedi aylık dönemine bakıldığında, toplam bütçe açığı 1 trilyon 4 milyar TL seviyesine ulaştı. Aynı dönemde faiz dışı fazla ise 241,7 milyar TL oldu. Ayrıca, 12 aylık kümülatif verilere göre bütçe açığı 2,3 trilyon TL, faiz dışı fazla ise 417 milyar TL olarak hesaplandı. Mevsimsellikten arındırılmış veriler, Temmuz ayında da faiz dışı dengenin pozitif kaldığını, ancak haziran ayına kıyasla sınırlı bir gerileme yaşandığını gösterdi.

Bütçe bu ay görece daha iyi bir performans göstermesine rağmen bütçede faiz yükünün arttığını görüyoruz. Aşağıdaki şekilde faizlerin, toplam vergi gelirlerine oranı izlenebilir. Toplanan verginin %20'sinden fazlası faiz ödemelerine gidiyor. Son dönemde vergilerde artışlar olmasa bu oran çok daha yüksek olabilirdi. 2019'da bu oran %14 olarak kaydedilmiş. Kısaca faizler bütçe için önemli bir yük oluşturuyor.

Şekil.9 Faiz ödemeleri / Vergi Gelirleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi

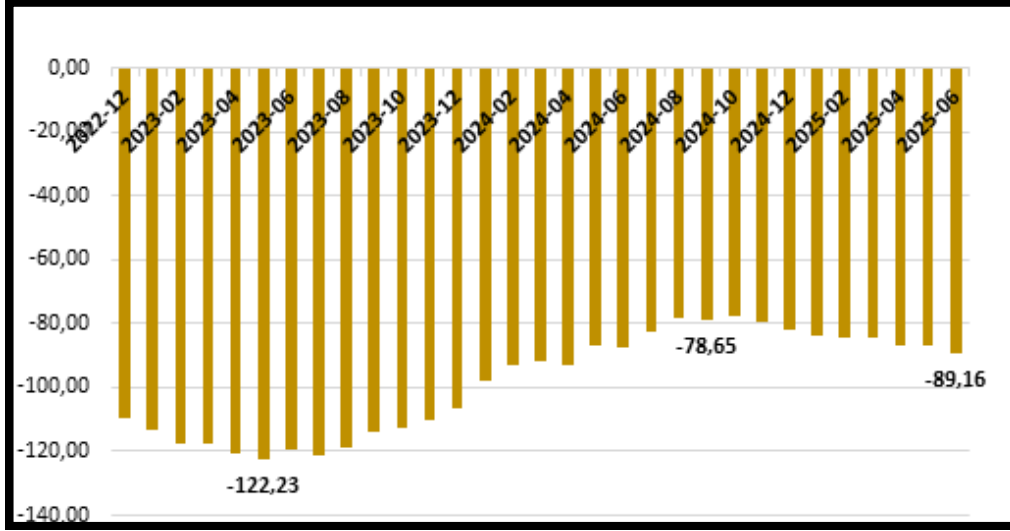
Temmuz 2025 dönemine ilişkin dış ticaret verileri Türkiye'nin dış ticaret performansında dikkat çekici bir iyileşmeye işaret etti. Ticaret Bakanlığı tarafından yayımlanan öncü verilere göre ihracat Temmuz ayında geçen yılın aynı ayına göre yüzde 11 artış göstererek 24 milyar 952 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde ithalat yüzde 5.4 artarak 31 milyar 376 milyon dolar oldu. Böylece Temmuz ayında toplam dış ticaret hacmi yüzde 7.8 artışla 56 milyar 327 milyona ulaştı.

Söz konusu gelişmeler neticesinde dış ticaret açığı Temmuz ayında 6 milyar 424 milyon dolar düzeyinde gerçekleşti. Aynı dönemde ihracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 79.5 oldu. Bu oran geçen yılın Temmuz ayında yüzde 75 düzeyindeydi. Bu da dış ticaret dengesindeki toparlanmanın sadece ihracatın artışıyla değil ithalat artış hızının sınırlı kalmasıyla da desteklendiğini göstermektedir.

Yılın ilk yedi aylık döneminde Türkiye'nin toplam ihracatı yüzde 5.2 artışla 156 milyar 360 milyon dolar olurken ithalatı yüzde 6.9 artışla 212 milyar 221 milyon dolar olarak gerçekleşti. Böylece Ocak–Temmuz döneminde dış ticaret hacmi yüzde 6.2 artarak 368 milyar 581 milyona yükseldi.

Dış ticaret açığına biraz daha yakından baktığımızda 2023'e göre daha iyi seyrederken, 2024 yazına göre de bir miktar bozulma başladığını görebiliriz. Geçen seneye göre dış ticaret açığında 10 milyar dolarlık bir artış meydana geldi. Bunun en önemli nedenlerinden biri nispeten sabit seyreden kurun artık ithalatı arttırmaya başlaması olabilir.

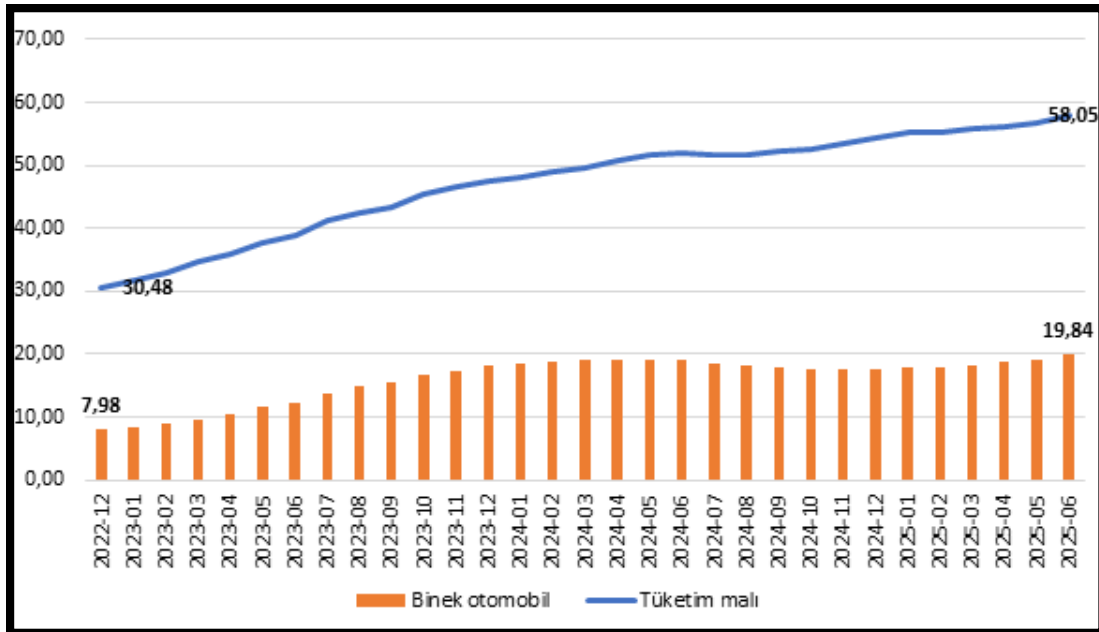
Şekil.10 Dış Ticaret Dengesi (Yıllıklandırılmış, Milyar dolar)



Kaynak: TÜİK

İthalatın detaylarında bu durum daha net ortaya çıkıyor. Tüketim malı ithalatı 2002 seviyesinin iki katına ulaştı. Alt kalemlerine baktığımızda ise binek otomobil ithalatında önemli artış göze çarpıyor. ÖTV düzenlemesinin bu artışı önlemeyi hedeflediği açıklandı. Özellikle binek otomobil ithalatında Çin öne çıkıyor. Ancak ÖTV artışı da olsa Çin otomobilleri hala daha rekabetçi olmaya devam ediyor. Bu da önümüzdeki dönemde otomotiv sektörü için önemli bir risk oluşturuyor.

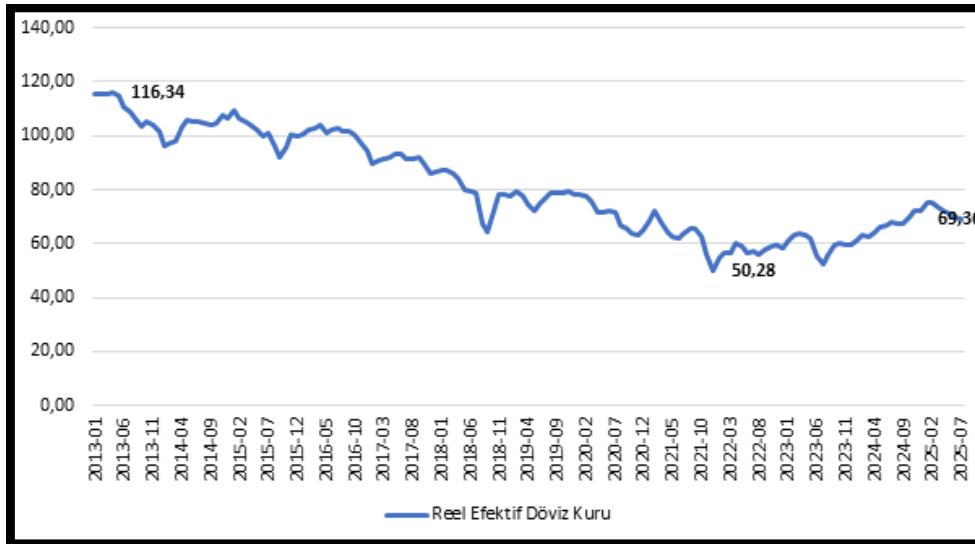
Şekil.11 Tüketim Malı İthalatı (Yıllık, Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Temmuz 2025 dönemine ilişkin Reel Efektif Döviz Kuru (REK) göstergeleri Türk lirasının reel değerinde görece bir gerileme olduğunu ortaya koydu. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası verilerine göre TÜFE bazlı REK endeksi Haziran ayındaki 70,02 düzeyinden 0,66 puan düşerek 69,36 seviyesine indi. Bu düşüş TL'nin enflasyona karşı reel alım gücünde gerileme anlamına geldi. Öte yandan Yi-ÜFE (Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi) bazlı reel efektif döviz kuru endeksi 1,36 puan düşerek 93,28'den 91,92 seviyesine geriledi. Bu gerilemeler nominal kurdaki değer artışlarının TÜFE ve ÜFE artışlarının gerisinde kalmasından kaynaklandı. TÜFE önceki aya göre yüzde 2,06 artarken, ÜFE yüzde 1,73 arttı. Öte yandan dolar ve euro kuru sırasıyla ortalama yüzde 1,95 ve yüzde 3,65 oranında değer kazandı.

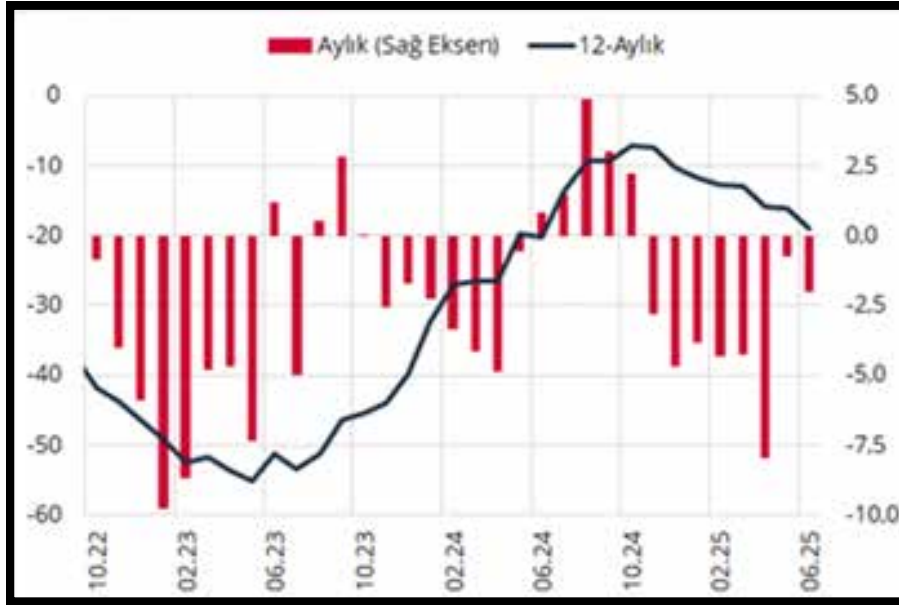
Şekil.12 Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi



Kaynak: TCMB

Haziran 2025 dönemine ilişkin ödemeler dengesi istatistikleri cari işlemler dengesinde sınırlı bir açık verildiğine işaret etti. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından yayımlanan verilere göre cari işlemler hesabı Haziran ayında 2 milyar 6 milyon dolar açık verdi. Böylece on iki aylık kümülatif cari açık 18 milyar 926 milyon dolara ulaştı. Mal ve enerji dışı denge ise pozitif yönde katkı sağladı. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı ise aynı dönemde 2 milyar 600 milyon dolar fazla verdi.

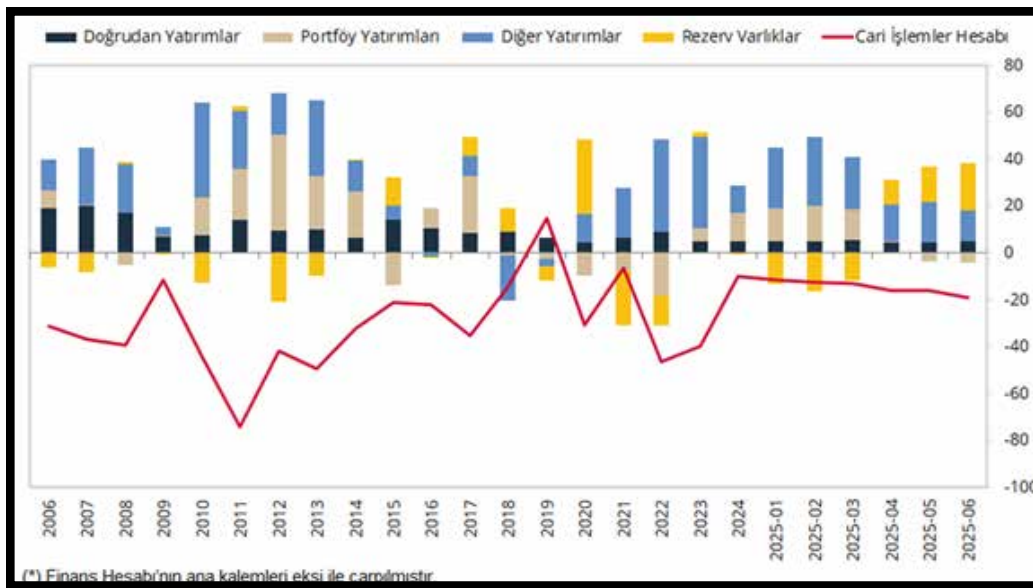
Şekil.13 Cari Denge (Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Finansman kalemleri incelendiğinde doğrudan yatırımlar net giriş olarak 616 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti. Portföy yatırımlarında ise 1 milyar 49 milyon dolar tutarında net giriş yaşandı. Buna karşılık diğer yatırımlar kaleminden 4 milyar 331 milyon dolar net çıkış gerçekleşti. Bu gelişme kısa vadeli borç ve mevduat hareketlerinin etkisiyle şekillendi. Rezervlerde ise 4 milyar dolarlık bir azalış görüldü. Rezervlerde Ocak-Haziran arasındaki azalış ise 27 milyar doları geçti.

Şekil.14 Finans Hesabı (Milyar Dolar)



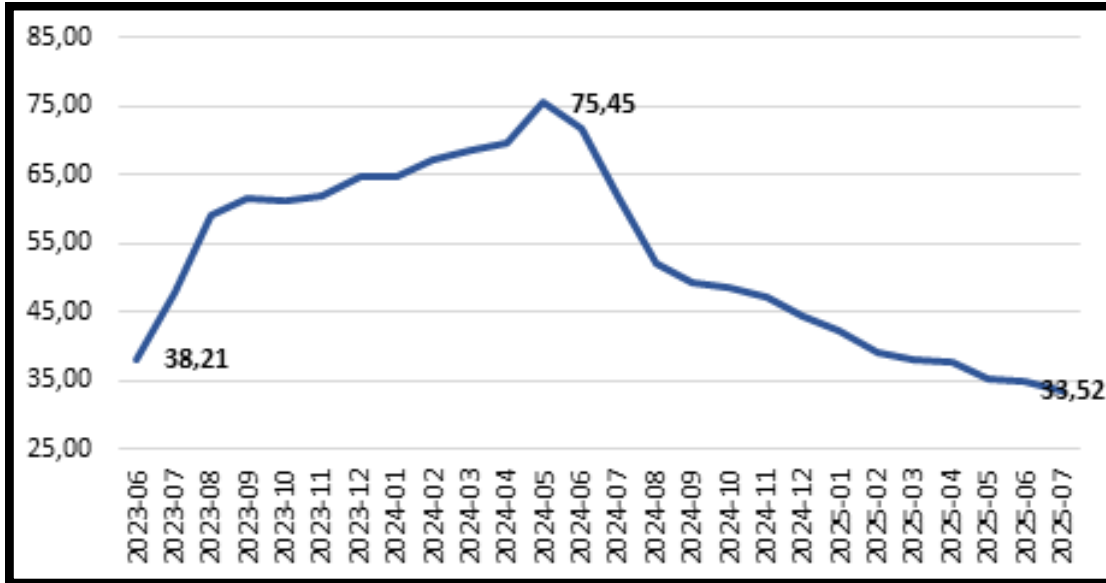
Kaynak: TCMB

Enflasyon

Temmuz 2025 dönemine ilişkin tüketici fiyat endeksi verileri enflasyonda düşüş eğiliminin sürdüğünü gösterdi. TÜİK tarafından açıklanan verilere göre yıllık enflasyon Haziran ayında %35.05 düzeyindeyken Temmuz ayında %33.52 seviyesine geriledi. Böylece enflasyondaki düşüş trendi devam etti. Aylık bazda enflasyon %2.06 oranında gerçekleşti ve bu oran piyasa beklentisi olan %2.4'ün altında kaldı.

Harcama grupları incelendiğinde konut fiyatları aylık %5.78 oranında artış gösterdi ve yıllık bazda %62.01 seviyesine çıktı. Konut grubu Temmuz ayında enflasyona en yüksek katkıyı yaptı. Ulaştırma fiyatları aylık %2.89 oranında artarken yıllık bazda %26.57 seviyesinde gerçekleşti. Giyim ve ayakkabı grubunda ise aylık bazda %5.82 oranında düşüş yaşandı ve bu grup enflasyona negatif katkı yaptı. Çekirdek enflasyon göstergesi olan enerji gıda içecek tütün ve altın hariç TÜFE (C endeksi) Temmuz ayında %1.74 oranında arttı. Yıllık olarak ise %34.70 düzeyinde artış görüldü.

Şekil.15 Hizmet Enflasyonu Kalemleri (Yıllık, %)

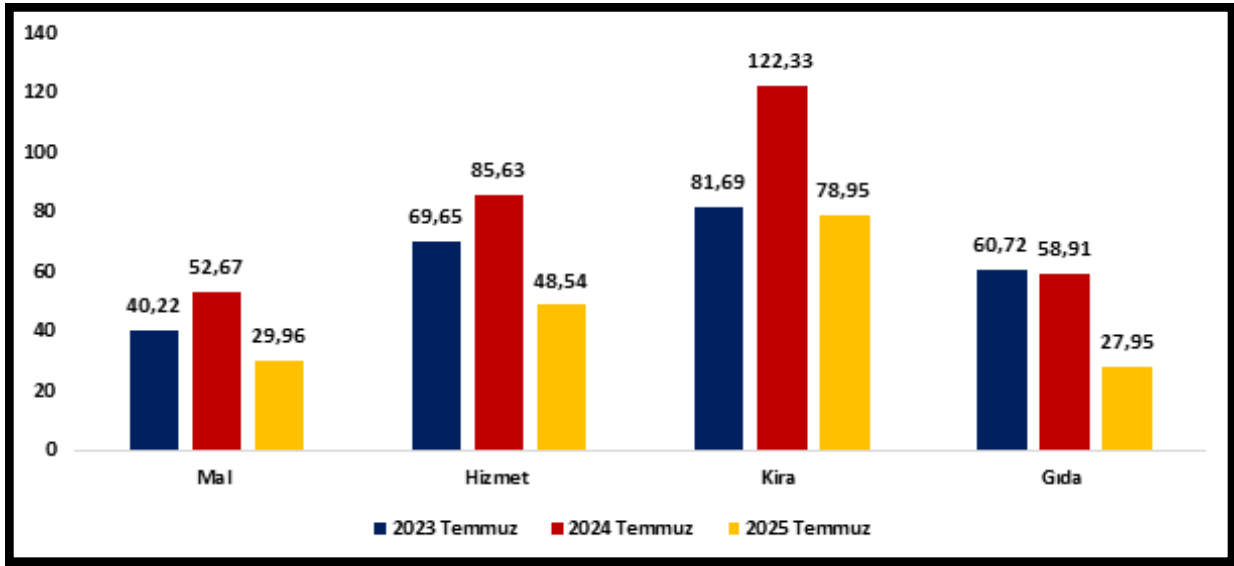


Kaynak: TÜİK

Ekonomi programı 2023 Haziran ayında başlamıştı. Üzerinden iki sene geçti. Bu sürede enflasyon %75'e kadar yükseldi ve o tepe noktasından şimdi aşağıya iniyor. Anca bu yavaş bir dezenflasyon programı oluyor. Enflasyon başladığımız noktanın sadece 5 puan altına inebildi.

Enflasyonda seçilmiş bazı kalemlere bakarsak enflasyon görünümünün farklı olduğunu görüyoruz. Mal enflasyonu %30'un altına gerilerken, hizmet enflasyonu %48,54 ile hala yüksek seviyesinde devam ediyor. Hizmet enflasyonunun yüksek olmasının en temel nedenlerinden biri ise kira kalemi olarak karşımıza çıkıyor. Kira da her ne kadar geçen seneye göre önemli bir geri çekilme olsa da hala %79 seviyesinde seyrediyor.

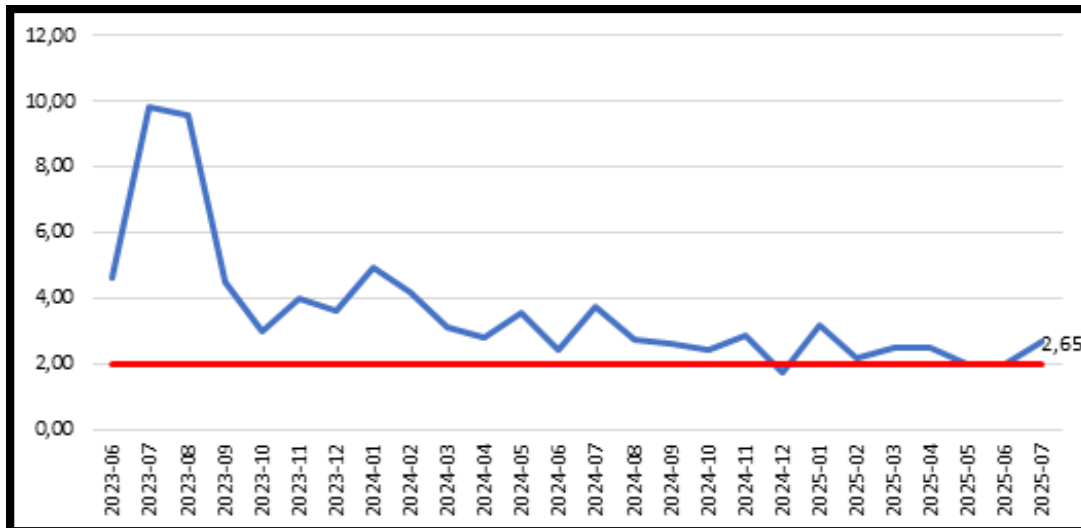
Şekil.16 Seçilmiş Kalemlerde Enflasyon (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

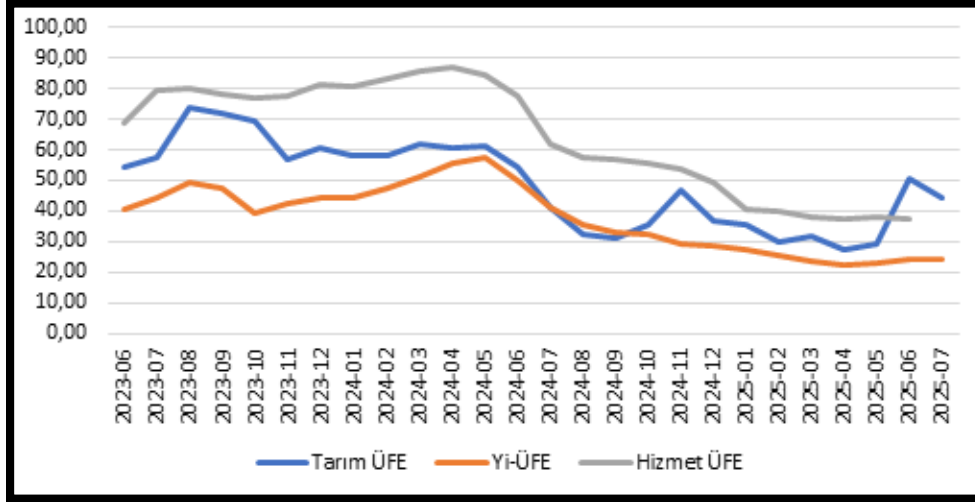
Temmuz ayında mevsimsellikten arındırılmış TÜFE %2.65 olarak hesaplandı. Yani mevsimsel etkileri arındırdığımızda TÜFE aslında daha fazla hesaplanıyor. Yaz ayları olması sebebiyle gıda fiyatlarındaki ve indirim nedeniyle giyimdeki düşüş manşet TÜFE'nin düşük çıkmasına neden oldular. Mevsimsellikten arındırılmış TÜFE TCMB tarafından yakından izleniyor. Ancak burada hala 2'nin altında kalıcı bir enflasyon sağlanamadı.

Şekil.17 Mevsimsellikten Arındırılmış Enflasyon (Aylık, %)



Kaynak: TÜİK

Şekil.18 Üretici Fiyatları Enflasyonu (Yıllık, %)

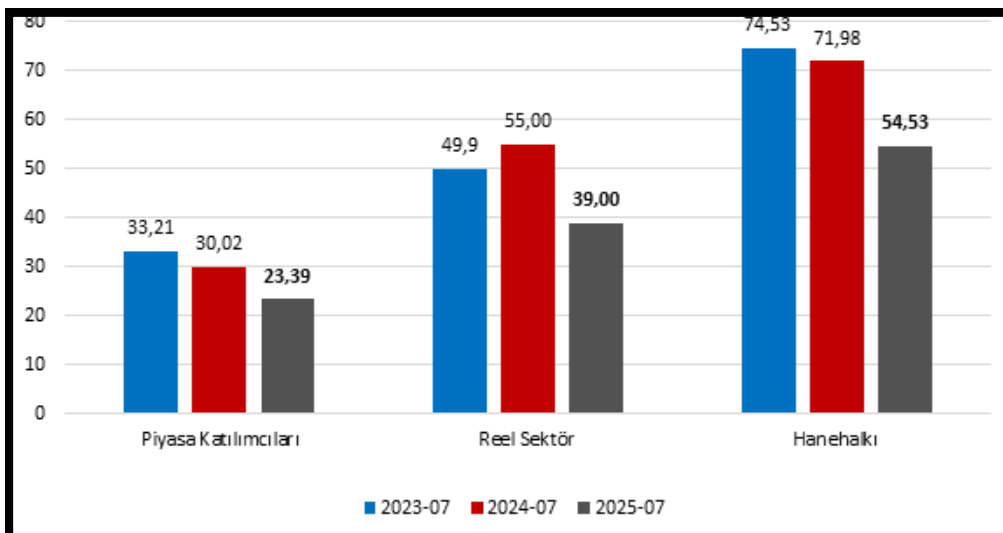


Kaynak: TÜİK

Üretici enflasyonu tarafına baktığımızda genel olarak bir gevşeme olduğu görülüyor. Kurun nispeten daha istikrarlı kalması, işgücü maliyetlerinde sınırlı artışlar yapılması bir miktar etkili oldu. Yi-ÜFE bu ay %1.73 olarak ölçüldü. Tarım ÜFE ise yaz etkisi ile geçen aydaki %18 artışın ardından %5.66 düştü. Ancak önümüzdeki aylarda tarımda bir fiyat artışı görebilmemiz mümkün. Tarımsal girdi endeksi Haziran'da %2.79 artış gösterdi. Bu da maliyet baskısının olduğunu gösteriyor.

Enflasyon beklayişlerinde gerileme yavaş devam ediyor. Piyasa katılımcıları yine en düşük beklentiye sahip olan grup olarak karşımıza çıkıyor. 12 ay sonrası için beklentileri %23.39, geçen aya göre sınırlı olsa da gerileme var. Reel sektörde ise beklenti %39'da oluşmuş. En yüksek enflasyon beklayişine sahip olan grup ise yine hanehalkı olarak karşımıza çıkıyor. Üstelik hanehalkının enflasyon beklentisi az da olsa artmış. Bunun nedeninin ise Temmuz başında ÖTV ayarlamaları ve doğalgaza gelen zamlar olması muhtemel görünüyor.

Şekil.19 Sektörel Enflasyon Beklarişleri (12 ay sonrası, yıllık, %)

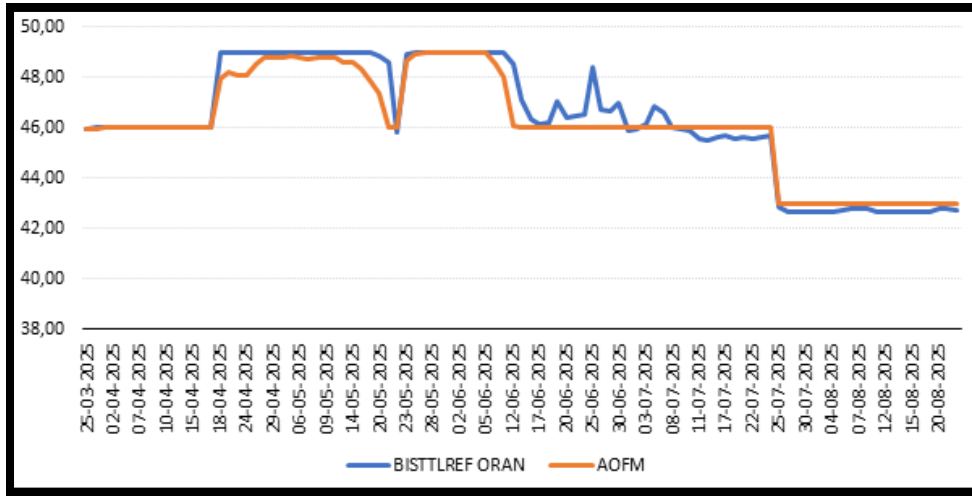


Kaynak: TÜİK

Para ve Kur Politikası

TCMB 24 Temmuz'da 300 bp indirim yaptı ve de faizleri 43 seviyesine indirdi. Bu beklediğimiz bir durumdu ancak beklentilerin biraz üzerinde bir indirim oldu. TCMB bu faizden piyasayı fonlamaya devam ediyor. Ağırlıklı ortalama fonlama faizi %43'te oluşurken, TLREF ise bunun hemen altında %42.70 seviyelerinde devam ediyor.

Şekil.20 Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı ve TLREF (%)

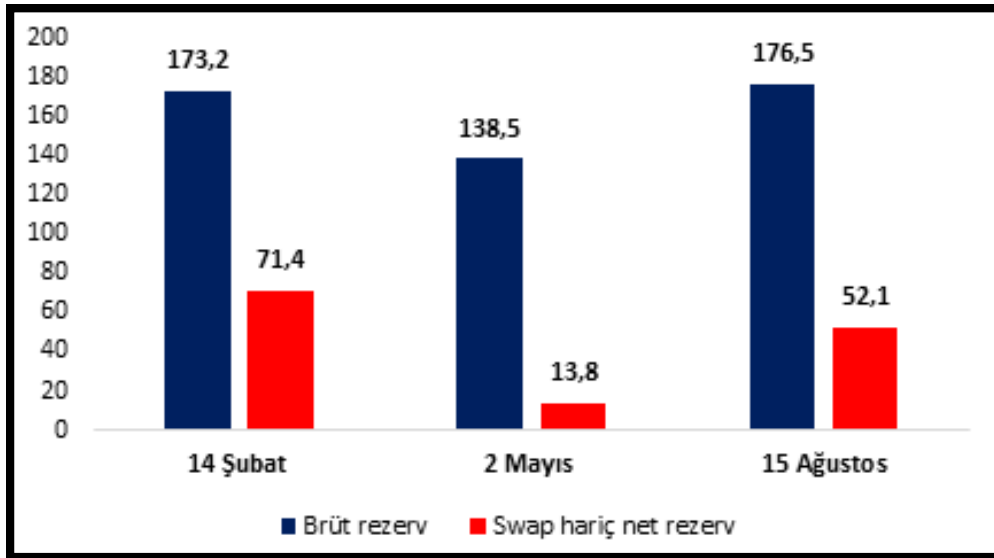


Kaynak: TCMB

TCMB'nin Ağustos ayında bir Para Piyasası Kurulu toplantısı yoktu. Bundan sonraki toplantı 11 Eylül'de yapılacak. Faiz indirimlerine devam etmesi bekleniyor. Ama bu indirimin miktarı ne olacak tartışılıyor. Ağustos ayında faiz toplantısı olmamasına rağmen önemli bir toplantı vardı: Enflasyon Raporu Toplantısı. Üçüncü Enflasyon raporu açıklandı ve de önemli değişiklikler içeriyor. Toplantı ile ilgili izlenimlerimi paylaşayım. Öncelikle Merkez Bankası Başkanı biraz daha şahin açıklamalar yaptı. Sıkı duruşun devamını işaret etti. Merkez Bankası "ara hedef" kavramını yeniden canlandırdı. TCMB'nin fiyat istikrarı doğrultusunda asıl hedefi enflasyonu %5'e indirmektir. Ancak tabi şu an için bu bizim için uzak bir hedef gibi görülüyor. Merkez Bankası ilgili yıl için bize bir ara hedef verecek ve her enflasyon hedefi toplantısında beklenti aralığını açıklayacak. Eğer ara hedef bu beklenti aralığı ile uyumsuz hale gelirse para politikasının sıkılığını buna göre ayarlayacak. Örneğin enflasyon yükseliyor ve de bu ara hedeften uzaklaşıyorsa faiz indirimini durduracak, hatta çok yükselirse belki faiz arttıracak. Her yılın arkasından ilk Enflasyon Raporunda ise hedefi tutturamadıysa onun nedenlerini açıklayacak. Ben bu yeni adımı kredibilite ve para politikasının şeffaf biçimde uygulanması açısından olumlu buluyorum. Bu konuda TCMB daha serbest bırakılmış, baskı unsurları azalmış şeklinde yorumlayabiliriz.

Yeni ara hedef kavramına geçilmesi ile birlikte ara hedefler ve tahmin aralıkları güncellenmiş. 2025 için ara hedef %24 olarak korunmuş ancak beklenti aralığı %25-29. Bu durum biraz tartışma yarattı. Ara hedef zaten şu anda tahmin aralığında değil. TCMB ise şöyle açıklıyor: yılın bitmesini az kaldı, yapılan bir faiz artışı ya da sıkılaştırmanın etkisi daha uzun sürede etkiler. Bugün daha fazla sıkılaşırsak bile bu yılın enflasyonunu çok etkileyemeyiz. O zaman 2026 enflasyonuna bakmak gerekir. 2026 enflasyonunda ise ara hedef %16'ya yükseltildi. Tahmin aralığı ise %13-19 arasında tutulmuş. Bu TCMB açısından daha zorlu bir manzara oluşturuyor. %16'lık enflasyon oranı biraz iyimser kaldı. Enflasyonun 2026'da %16 olması için her ay enflasyonumuzun %1.25'in altında gelmesi gerekiyor. Daha aylık enflasyonları %2'nin altına kalıcı olarak indiremedik. Bu daha fazla sıkı durulacak anlamına gelebilir. Merkez Bankası Başkanı soru cevap kısmında bunun sinyalini zaten verdi. TCMB kredi kısıtlarının gevşemeyeceğini enflasyon düştükçe otomatik bir gevşeme olacağını söyledi. KOBİ tanımı değişti ve birçok şirket de artık KOBİ statüsünde bu krediye başvurabilir. Dolayısıyla kredi önümüzdeki dönemde yine sıkı olmaya devam edecek.

Şekil.21 TCMB Rezervler (Milyar dolar)

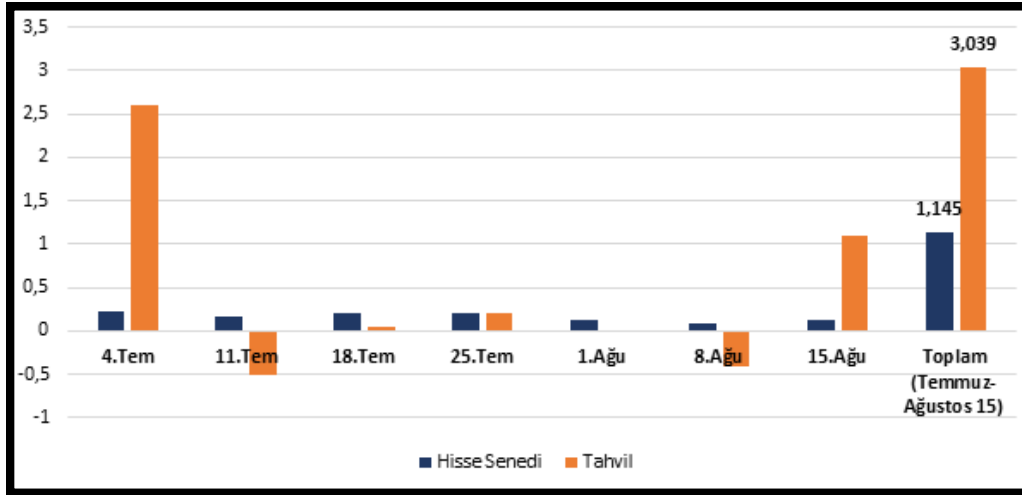


Kaynak: TCMB

TCMB brüt rezervler 176.5 milyar dolarla rekor kırdı. Net rezervler 70 milyar dolar, swap hariç net rezervler ise 52.1 milyar dolara yükseldi. Rezervler yeterli mi sorusunun cevabı ise daha zor. Rezervin yeterli olması farklı kriterlere göre ölçülüyor. Bunlardan biri bir yıl vadesi kalan borçların rezervlerle ödenip ödenemediği kriteridir. Buna göre Türkiye'nin kısa vadeli dış borç stoku 220.3 milyar dolar olarak kaydedilmiş. Yani bunun gerisindeyiz. Ancak rezervlerde toparlanma devam ediyor.

Bu rezerv artışı nereden kaynaklanıyor diye baktığımızda ise tahvil ve hisse senedinde ılımlı bir giriş olduğunu görüyoruz. Temmuz başından beri hisse senedine 1.14 milyar dolar giriş olurken, tahvil tarafında ise 3.03 milyar dolarlık bir giriş olduğu görülüyor. Geçen hafta rezervlerde yaşanan 2 milyar dolarlık bir artışın 1 milyar dolarının tahvil girişleri kaynaklı olduğunu görüyoruz.

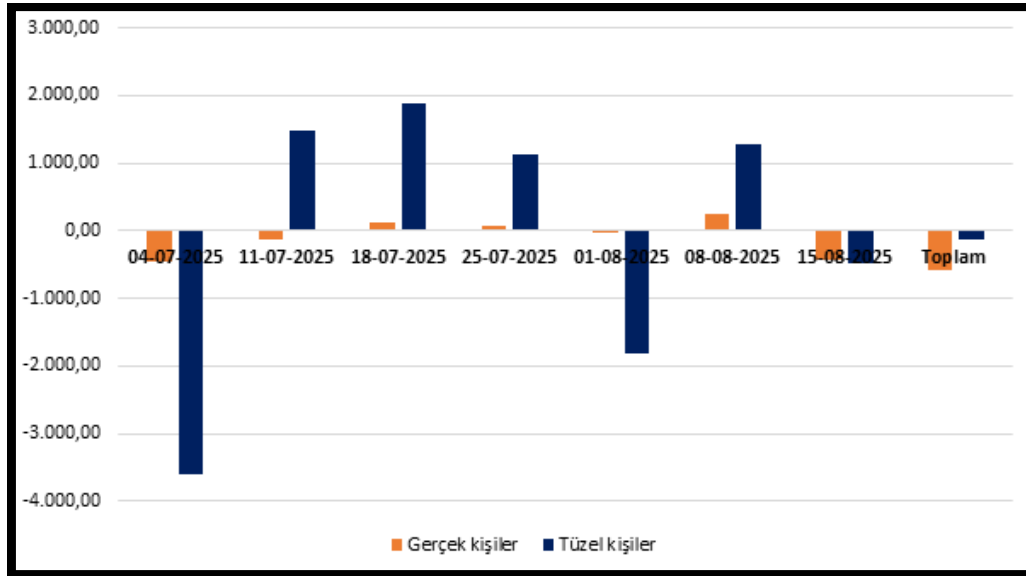
Şekil.22 Tahvil ve Hisse Senedi Giriş ve Çıkışları (Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Döviz mevduatlarına baktığımızda ise Temmuzun ikinci haftasında döviz alımlarını alan Tüzel Kişilerin döviz alımlarının zaman zaman yükselse de ılımlı olduğunu seyrettiğini gördük. Nihayetinde toplam da 1 Temmuz 15 Ağustos arasında parite etkisinden arındırıldıktan sonra döviz mevduatlarının gerçek kişilerde 0.58 milyar dolar tüzel kişilerde ise 0.11 milyar dolar totalde 0.7 milyar dolar azaldığını görüyoruz. 23 Ağustos tarihinde uzun süredir para politikasının bitirmeye çalıştığı Kur Korumalı Mevduat(KKM) tamamen sonlandırıldığı açıklandı. Burada 11 milyar dolara yakın bir bakiye var. Bunların bir kısmı geleneksel döviz yatırımcısı olduğundan döviz mevduatlarına bir geçiş olduğunu görebiliriz.

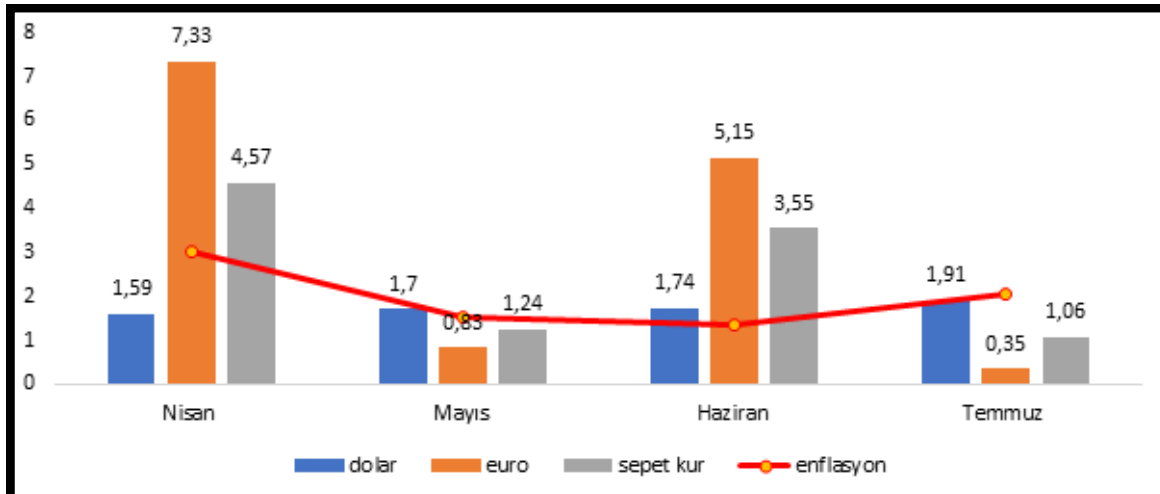
Şekil.23 Döviz Mevduat Hesaplarında Değişim (Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

BKur politikasına geldiğimizde ise TCMB'nin Temmuz ayında yeniden kurda daha sıkı durduğu görülüyor. Sepet kur Temmuz ayında %1.06 artarak enflasyon oranının altında kaldı. Ağustos başından 23 Ağustos'a kadar baktığımızda ise dolarda artış yavaşlarken (%0.83), Euro'da ise %2.15'lik bir artış göze çarpıyor. Bu doların Euro karşısında değer kaybetmesinden kaynaklı bir hareket olarak göze çarpıyor. Son dönemde doların Euro karşısında değer kaybetmesi Euro/dolar paritesinde de oynaklığa neden oluyor. FED'in faiz indirimine gideceğini düşündüğümüzde Euro dolar karşısında önümüzdeki dönemde değerlendirilebilir.

Şekil.24 Kur Değişimleri ve Enflasyon (Aylık, %)



Kaynak: TCMB

Geçtiğimiz bir ay aslında jeopolitik anlamda savaşların son bulabileceğine dair umutlu gelişmeler yaşandı. Özellikle Türkiye için önemi daha da fazla çünkü bu anlaşmalar Türkiye'nin yakın coğrafyasında gerçekleşiyor. Ermenistan ve Azerbaycan arasında bir anlaşmanın sağlanıyor olması Türkiye açısından oldukça olumlu olacaktır. Hem ticaretimizi arttırır hem de Türkiye'nin diğer bölgelere de ulaşmasını ticaret potansiyelini arttırmasını sağlayacaktır. Rusya ve Ukrayna arasında ise barış anlaşmasının sağlanması bizim gibi her iki ülke ile de ticareti bulunan bir ülke için oldukça pozitif olacaktır. Bir yandan savaş sonrası Ukrayna'nın yeniden yapılandırılması için bölgede önemli bir ülke olduğumuz için devrede olmamız daha olası olacak bir yandan da yaptırımlar kalktığı için bizim o bölge ile iş yapmamız kolaylaşacaktır. Şirketlerimiz yaptırımlara takılmadan kolayca iş yapabilmesinin önü açılacaktır.

FED ise önümüzdeki dönemde bir faiz indirimine başlayacağını sinyali verdi. Bu da Türkiye için pozitif bir senaryo anlamına geliyor. Faiz indirimleri oldukça para geliştirmekte olan ülkelere daha yüksek getiri arayışı ile akmaya devam edecek. Bunun zaten başladığını görüyoruz. 2 Nisan sonrasına geliştirmekte olan ülkelere giren sermaye gelişmiş ülkelere giren sermayeden daha fazla oldu. Son haftalarda Türkiye'ye girişler olduğunu görüyoruz. Makroekonomik istikrar sürerse bundan daha fazla faydalanırız. FED'in faiz indirmesinin bizim için şöyle bir avantajı da olabilir: Euro dolar paritesi yükselir. Bu özellikle Avrupa'ya ihracat yapanlar açısından daha olumlu bir gelişme olarak yorumlanabilir.

Geçtiğimiz ay içerisindeki en önemli gelişme ise Enflasyon Raporu oldu. Burada verilen mesajlar önemliydi. Sıkı para politikası devam edecek ve de kredi kısıtlarında bir gevşeme olmayacak. Yeni getirilen ara hedef uygulaması da eğer merkez bankası gerçekten uygulayacaksa bunu gerektiriyor. Eylül, Ekim ve Aralık aylarında 3 tane daha toplantı kalıyor. Bu toplantılarda 700 baz puan indirimle sene sonunda %36 politika faizi ile bitirmesi olasılığı daha yüksek görülüyor. Enflasyonun da yılsonunda %29'lar civarına inmesi bekleniyor. Bu doğrultuda yine enflasyonun bir miktar üzerinde reel faizle yoluna devam edecek demektir.

Maliye politikasında artan destek denmesine rağmen hala o tarafta çok ciddi bir destek olduğunu göremiyoruz. Şirketlerin çoğunluğunun zararda olması kurumlar vergisi tarafında daha düşük gelire neden olurken, kalanı gelir vergileri, KDV gibi vergilerle telafi edilmeye çalışılıyor. Geçen OVP tahminlerinde bu yılsonu bütçe açığı /GSYH oranı %3.1 öngörülmüştü. Hedefi tutturmak zor görünüyor.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



[Derya Hekim](#)



[@drderyahekim](#)



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ