



EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2025 ARALIK

DOÇ. DR. DERYA HEKİM



BUSIAD
BURSA SANAYİCİLERİ VE İŞİNSANLARI DERNEĞİ

İÇİNDEKİLER

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



BUSIAD
BURSA SANAYİCİLERİ VE İŞİNSANLARI DERNEĞİ

YÖNETİCİ ÖZETİ

Aralık 2025 itibarıyla küresel ekonomi ve jeopolitik gelişmeler, belirsizliklerin tamamen ortadan kalkmadığı ancak risk algısının görece dengelendiği bir görünüme işaret etmektedir. Rusya-Ukrayna savaşı devam ederken Avrupa'nın savunma harcamalarını artırma yönünde attığı adımlar ve Almanya'nın mali kuralı esnetmesi, 2026 için Avrupa büyüme görünümünü sınırlı da olsa desteklemektedir. ABD tarafında ise yapay zekâ odaklı yatırımlar ve enerji altyapısına yönelik harcamalar büyümeyi sürüklemeye devam ederken, enflasyondaki yavaşlama FED'in faiz indirim sürecine alan açmıştır. Çin ekonomisi ise ABD'ye ihracattaki düşüşü diğer bölgelere yönelerek telafi etmekte; yüksek dış ticaret fazlası küresel dengesizlik tartışmalarını canlı tutmaktadır.

Emtia piyasalarında petrol fiyatları küresel talep zayıflığı ve arz fazlası beklentileri nedeniyle baskı altında kalırken, değerli metaller artan jeopolitik riskler ve faiz indirim beklentileriyle pozitif ayrılmıştır. Bu görünüm, enerji ithalatçısı ülkeler açısından maliyet baskılarının sınırlı kalabileceğine işaret etmektedir.

Türkiye ekonomisinde Aralık ayı itibarıyla enflasyon cephesinde belirgin bir iyileşme dikkat çekmektedir. Kasım ayında manşet enflasyonun beklentilerin oldukça altında gerçekleşmesi, Merkez Bankası'na faiz indirimleri için alan açmış; TCMB politika faizini %38 seviyesine indirmiştir. Buna karşın, maliyet enflasyonunun görece yüksek seyri ve hizmet enflasyonundaki katılık, dezenflasyon sürecinin kırılganlığını koruduğunu göstermektedir.

Reel sektör tarafında sanayi üretimi ve PMI verileri daralmanın hız kestiğine işaret ederken, kapasite kullanım oranı ve Reel Kesim Güven Endeksi sanayide sınırlı toparlanma sinyalleri vermektedir. Ancak sektörel ayrışma belirginliğini korumakta; özellikle tekstil gibi emek yoğun sektörlerde zayıflık sürmektedir. Faiz indirimlerinin finansman maliyetlerini aşağı çekmesi olumlu bir unsur olmakla birlikte, kredi kısıtlarının devam etmesi reel sektör üzerindeki baskıyı sınırlı ölçüde hafifletmektedir.

Dış denge tarafında cari işlemler hesabı üst üste dördüncü ayda da fazla vermiş, çekirdek cari denge güçlü seyrini sürdürmüştür. Buna rağmen dış ticaret açığının ithalat kaynaklı olarak yüksek seyretmesi dikkatle izlenmesi gereken bir unsur olmaya devam etmektedir. Finansman tarafında doğrudan yatırımların katkısı olumlu olmakla birlikte, rezerv yeterliliği hâlen temkinli değerlendirilmelidir.

“

*“Yeni fikirler geliřtirmekteki asıl zorluk, eskilerden
kurtulabilmektir.”*

John Maynard Keynes

”

Rusya ve Ukrayna arasındaki savaş ne yazık ki Aralık ayında da bir çözüme kavuşmamıştır. Trump her ne kadar bu konuda uğraşsa da hem Rusya tarafı hem de Ukrayna tarafı bazı tavizleri vermek istememekte ve bu da nihai bir metin üzerinde anlaşmayı zorlaştırmaktadır. Avrupa tarafı ise bu konuda söz sahibi olamamaktadır. Bu durum Avrupa için gittikçe daha vahim bir hal almaktadır. Rusya gönderdiği dronelarla ve de yaptığı açıklamalarla ne kadar ciddi olduğunu ortaya koymaktadır. Bu nedenle Avrupa savunma harcamalarını arttırmakta ve de Ukrayna'ya destek sağlamak için yollar aramaktadır. Bu yollardan biri olan donmuş Rus varlıklarının kullanılarak Ukrayna'ya destek sağlanması Aralık ayında Avrupa tarafında en çok tartışılan konulardan biri olmuştur. Rusya'nın dondurulmuş 210 milyar Euro'luk bir varlığı bulunmaktadır. Almanya'nın da öncülük ettiği bir grup AB ülkesi bu dondurulmuş varlıkların Ukrayna'ya kredi verilmesi ve de sonrasında savaş tazminatı olarak bunların Rusya'dan tazmin edilmesi planını ortaya koymuştur. Ancak başta Belçika olmak üzere Çekya ve Macaristan'ın da içinde bulunduğu ülkeler bu plana karşı çıkmışlardır. Nihayetinde bu bir başka ülkelerin parasına el koyma anlamına gelen "müsadere"dir ve de hukuki sonuçları olabilecektir. Özellikle bu donan varlıkların 185 milyar Euro'su Euroclear'da bulunmaktadır. Euroclear'ın da merkezi Belçika'dadır. Yani Rusya'nın savaş sonrası bu varlıkları talep etmesi halinde Belçika sorumlu olacaktır. Bu itirazlar sonucunda anlaşma AB'nin direkt kredi vermesi ve de bu krediye teminat olarak bu varlıkların kullanılması olarak değiştirilmiştir.

Aralık ayının bir diğer önemli jeopolitik olayı ABD'nin yeni güvenlik stratejisini açıklaması olmuştur. Bu güvenlik stratejisi aslında bildiğimiz birçok şeyi belgelendirmiştir. En önemli çıkarımlarından biri ise Avrupa açısından olmuştur. Avrupa'yı bir yük olarak gördüğü anlaşılmıştır. Avrupa'da göç karşıtı sağcı partilere de desteğini alt metinlerde belirtmektedir.

Ayrıca Pasifik Okyanusu'nda da sular ısınmaktadır. Japonya'nın yeni başbakanı Takaichi, Çin'in Tayvan'ı işgal etmesinin Japonya için savaş sebebi olabileceği yönünde açıklamalar yapmıştır. Bu açıklamalar Çin tarafını kızdırmış ve de vatandaşlarını Japonya'ya gitmemeleri konusunda uyarmıştır. Şimdilik bu anlaşmazlık mevzi kaybetse de 2026 için ne yazık ki sıkıntı oluşturmaktadır.

Son olarak Venezuela ile ABD arasındaki gerilimler de bu ay artmış; Trump, Maduro'yu istemediğini açıkça beyan etmiştir. Son olarak Venezuela'nın petrol satışını engellemeye çalışmış ve de gemileri durdurarak blokaj uygulamıştır. Venezuela petrolünün en büyük alıcı Çin olduğu düşünülürse, ABD bu hamleleri ile Çin'in Venezuela ile ilişkisini kesmeye çalışmaktadır. ABD Amerika kıtası üzerindeki hakimiyetini arttırmaya çalışmaktadır

ABD ekonomisi üçüncü çeyrekte %4.3 büyüme kaydetmiştir. Beklentilerin üzerinde gelen bu büyüme rakamları bu dönemde hükümet kapalı olduğu için ve de veri toplamada aksaklık olabileceği için biraz şüphe ile karşılanmıştır. Bu büyüme oranının büyük ölçüde hanehalkı tüketimi ve de yatırımlardan geldiği açıklanmıştır. ABD ekonomisinde büyümenin 2026'da da devam etmesi beklenmektedir. Yapay zeka için açıklanan yatırımlar zaten büyüme için itici bir güç oluşturacaktır. Ayrıca yapay zekanın enerji tüketimi de oldukça yüksektir. Bu enerjiyi sağlayabilmek için altyapının yenilenmesi gerekmektedir. Bu da yine ekstradan yatırım demektir. Önümüzdeki dönemde ABD ekonomisi yatırım yapmaya devam edecek bu da büyümeyi arttıracaktır.

Diğer taraftan ise enflasyon beklenenden düşük gelmiş ve de yeniden verilerin güvenliği sorgulanmıştır. Enflasyon %2.7 ile beklenen %3.1 seviyesinin altında kalmış ve de faiz indirimleri için FED'e kapı aralamıştır. Diğer taraftan ise işsizlik artmaktadır. İşsizlik %4.6'ya yükselmiştir, Ekim ayı tarım dışı istihdam 105 bin azalma yönünde revize edilmiştir.

Aralık ayında FED faizi 25 bp daha aşağı indirmiş ve 2026 için tek bir faiz indirimi gördüğünü noktasal grafiklerle ortaya koymuştur. Piyasa ise 2 faiz indirimi fiyatlamaktadır. 2026'nın ilk günlerinde yeni FED başkanı atanacaktır. Bu FED başkanı ile birlikte faiz indirimi konusunda FED'in bir tutum sergilemesi beklenmektedir. 2026'da daha güvercin bir FED beklentisi oluşmuştur.

Euro Bölgesinde ise faiz indirimlerinin sonuna gelinmiştir. Ancak Fransa Başbakanı'nın yaptığı açıklamalar Avrupa Merkez Bankası'nın da daha genişlemeci politikalar uygulaması yönünde olmuştur. Ancak Avrupa Merkez Bankası en özerk merkez bankasıdır ve yapısı kolay kolay değişemez. Bu nedenle bu itirazlara rağmen sıkı duruşuna devam edecektir.

2026'da Avrupa için daha ılımlı bir tablo çizilmeye başlanmıştır. Her ne kadar birtakım sıkıntıları olsa da tüm ülkeler savunma harcamalarını arttırmaya başlamışlardır. En büyük ekonomi olan Almanya ise mali kuralını esnetmiş ve 1 trilyon euroluk ek harcama yapacağını açıklamıştır. Bu da Almanya'nın ekonomisini başta olmak üzere diğer ekonomileri de büyüme yönünde pozitif etkileyecektir. Avrupa Merkez Bankası bu doğrultuda büyüme tahminini %1.2'den %1.4'e yükseltmiştir.

Çin ekonomisi Aralık ayında yine verdiği dış ticaret fazlası ile gündeme oturmuştur. Çin'in dış ticaret fazlası 1 trilyon doları bulmuştur. ABD ile girdiği ticaret savaşına rağmen artan dış ticaret fazlası diğer bölgelere olan ihracat artışından kaynaklanmaktadır. ABD'ye ihracatı %28.6 düşmesine rağmen Avusturalya'ya %35.8, AB'ye %14.8 ve de ASEAN Bölgesi'ne %8.2 artmıştır. Yani ABD'ye satamadığı malları diğer bölgelere satmaya devam etmiştir. ASEAN'a sattığı malların bir kısmının tekrar ABD'ye satıldığı tahmin edilmektedir.

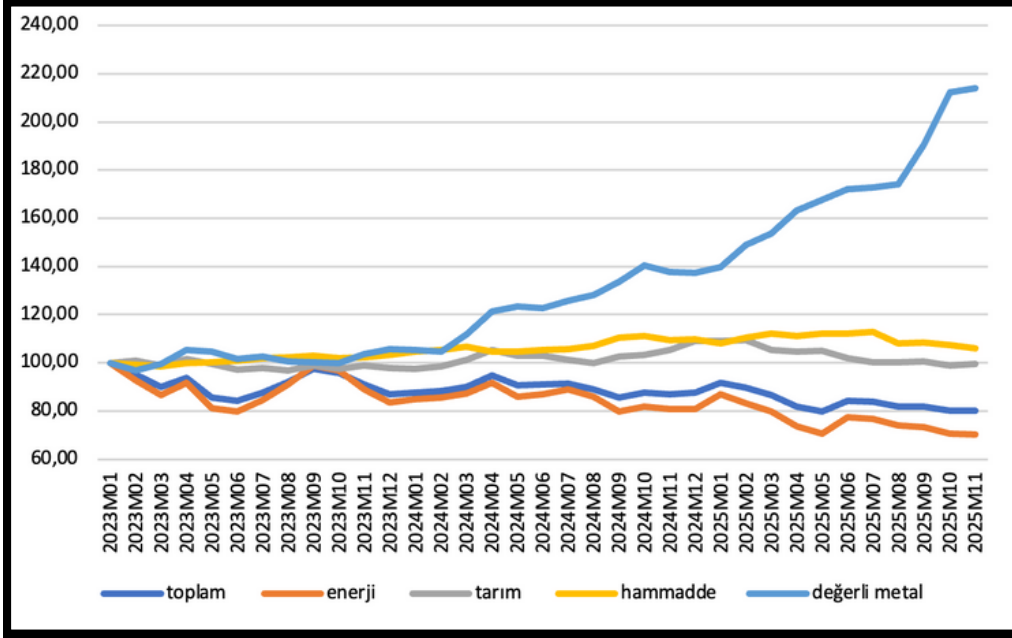
Çin'de tatil sezonu nedeniyle enflasyon %0.7 yani Şubat ayından beri en yüksek artışı kaydetmiş olsa da fabrika çıkışı fiyatlar %2 düşmüştür. Fabrika çıkışı fiyatlar yani üretici fiyatları tam olarak 38 aydır düşüş serisine devam etmektedir. Bu da aslında Çin'in nasıl yurtdışında bu kadar fazla mal sattığının da bir göstergesidir.

Emtia piyasalarında Aralık ayında küresel genel görünüm sınırlı toparlanma ile birlikte temkinli bir seyir izlemiştir. Enerji grubunda ham petrol fiyatları ay boyunca dalgalı bir görünüm sergilemiş; Brent ve WTI fiyatları jeopolitik gelişmelerin etkisiyle sınırlı yükselişler kaydetmiş olsa da, küresel talep görünümündeki zayıflık ve arz fazlası beklentileri fiyatları baskı altında tutmuştur. Petroldeki zayıf seyrin 2026'da da sürmesi beklenmektedir. Uluslararası Enerji Ajansı 2026'da günde 3.8 milyon varil fazla olacağını açıklamıştır. Bu da 2026'nın ortasında petrolün 50 dolar civarına düşebileceği beklentisini oluşturmuştur.

Değerli metaller tarafında ise ABD Merkez Bankası'nın 2026'ya yönelik faiz indirim beklentilerinin güçlenmesi, dolar endeksindeki görece zayıflama ve artan jeopolitik belirsizlikler altın ve gümüş fiyatlarını desteklemiştir. Bu çerçevede değerli metaller Aralık ayında emtia grubu içinde pozitif ayrılmıştır. Gümüşte görünen hızlı artış ise gümüşün hem endüstriyel hem de değerli metal özelliğinden kaynaklanmaktadır. Tabii volatilitesinin de daha yüksek olduğu unutulmamalıdır.

Endüstriyel metallerde özellikle bakır fiyatlarında, arz yönlü kısıtlar ve enerji dönüşümüne bağlı yapısal talep beklentileriyle güçlü bir görünüm izlenmiştir. Buna karşılık tarım emtialarında bol stok seviyeleri ve arz fazlası fiyatları baskılamıştır.

Şekil.1 Emtia Endeksleri



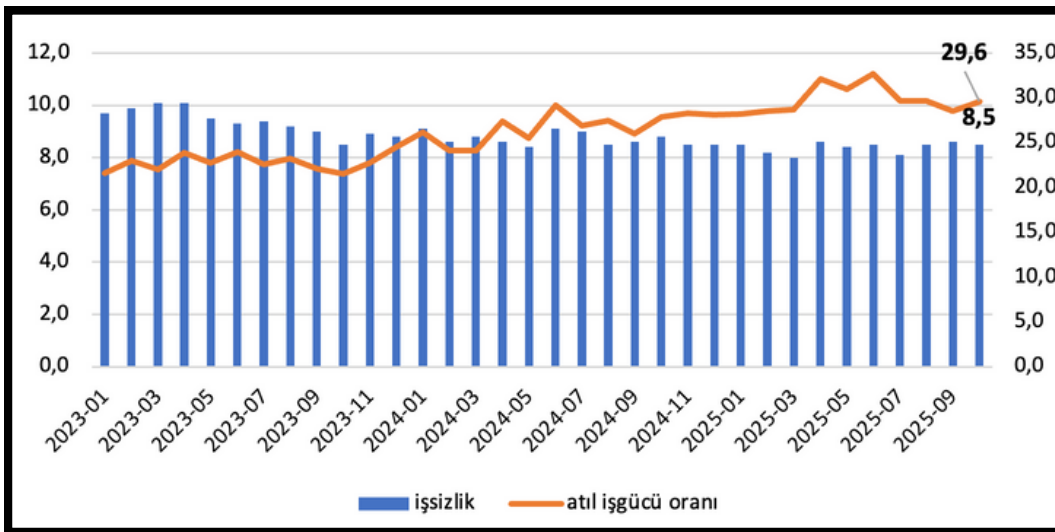
Kaynak:Dünya Bankası

İşsizlik

2025 yılı Ekim ayında Türkiye’de işsizlik oranı mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dar tanımlı bazda yüzde 8.5 seviyesine gerilemiştir; bu oran bir önceki aya göre 0.1 puan düşüş göstermiştir. İşsiz sayısı aynı dönemde yaklaşık 27 bin kişi azalarak 3 milyon 33 bin kişi olarak gerçekleşmiştir. Cinsiyet dağılımında erkeklerde işsizlik %7, kadınlarda ise %11.3 olarak tahmin edilmiştir. Ayrıca istihdam edilenlerin sayısı artış göstermiş, işgücüne katılım oranı yükselmiş olup toplamda işgücü piyasasında hafif toparlanma sinyalleri izlenmiştir.

Aynı dönemde zamana bağlı eksik istihdam, potansiyel işgücü ve işsizlerden oluşan atıl işgücü oranı %29.6 olarak hesaplanmış ve bir önceki aya göre 1.1 puan artış kaydetmiştir. Dar tanımlı işsizlikte sınırlı iyileşmeye rağmen işgücü piyasasında eksik istihdam ve potansiyel işgücü kaynaklı kırılmalıkların yüksek seyrini sürdürdüğüne işaret etmektedir.

Şekil.2 İşsizlik ve Atıl İşgücü Oranı (%)

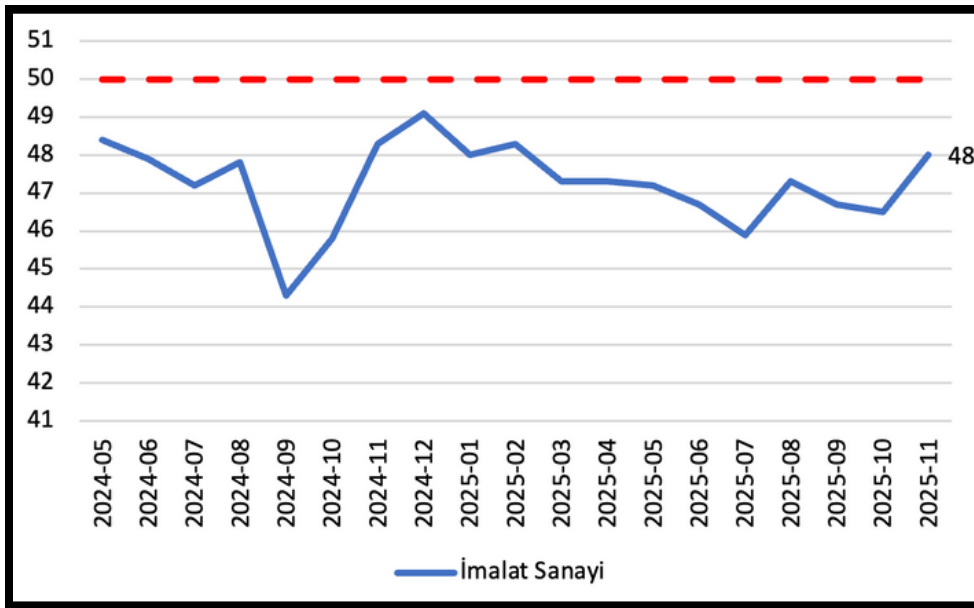


Kaynak: TÜİK

İstanbul Sanayi Odası ve S&P Global tarafından yayımlanan PMI verilerine göre 2025 yılı Kasım ayında Türkiye imalat sanayiinde faaliyet koşullarındaki bozulma devam etmekle birlikte, yavaşlama önceki aylara kıyasla belirgin şekilde hafiflemiştir. İstanbul Sanayi Odası Türkiye İmalat PMI endeksi, Ekim ayında 46.5 iken Kasım ayında 48 seviyesine yükselmiştir. Endeks eşik değer olan 50'nin altında kalarak daralmaya işaret etmeyi sürdürmüş, ancak Şubat ayından bu yana en sınırlı bozulma kaydedilmiştir. Üretim ve yeni siparişlerdeki düşüş hız kesmiş, istihdamdaki daralma ise son sekiz ayın en düşük düzeyinde gerçekleşmiştir.

Aynı dönemde enflasyonist baskıların belirgin biçimde zayıfladığı izlenmiştir. Girdi maliyetleri ve nihai ürün satış fiyatlarındaki artış, 2025 yılı başından bu yana en düşük hızda kaydedilmiştir. Talep koşullarındaki zayıflık firmaların üretim ve satın alma faaliyetlerini sınırlamaya devam etmesine neden olurken, yeni ihracat siparişlerinde daralma belirginleşmiştir. Genel olarak Kasım ayı verileri, imalat sanayiinde daralmanın sürdüğünü ancak yılın sonuna doğru toparlanma ihtimalinin güçlendiğini göstermiştir.

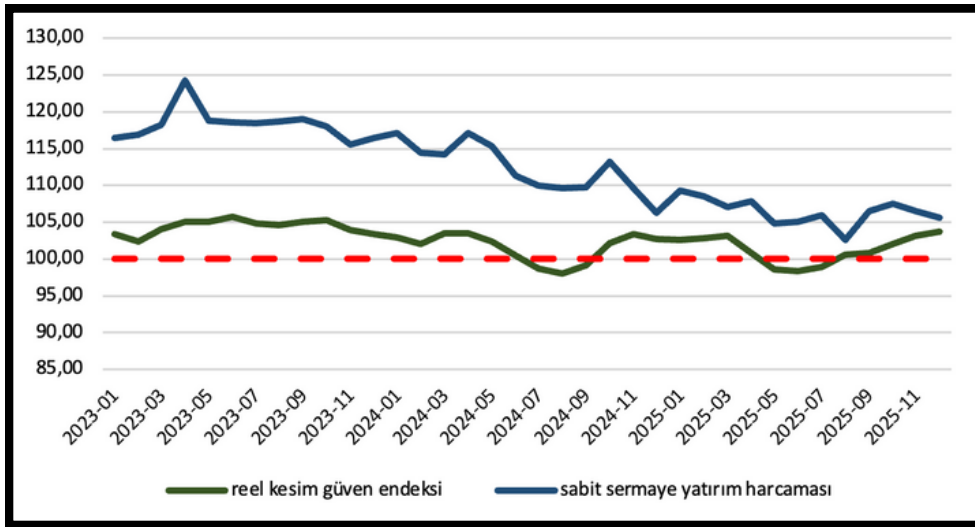
Şekil.4 İmalat PMI



Kaynak: S&P Global, İSO

2025 yılı Aralık ayında imalat sanayini kapsayan Reel Kesim Güven Endeksi, mevsimsellikten arındırılmış olarak 103.7 seviyesinde gerçekleşmiştir ve bir önceki aya göre 0.5 puan artış göstermiştir. Bu düzey 100 puanın üzerinde kaldığı için sanayi kesimindeki işletmelerin genel ekonomik görünüm ve üretim beklentilerinde ılımlı iyimserlik bulunduğu değerlendirilmiştir. Endeks bileşenleri incelendiğinde, gelecek üç aya yönelik üretim hacmi, genel gidişat, mevcut mamul stok seviyesi ve istihdam beklentilerindeki iyileşme, endeksi yukarı yönlü etkileyen başlıca unsurlar olarak öne çıkmıştır. Mevcut ve gelecek sipariş miktarları ile sabit sermaye yatırım harcamalarına ilişkin değerlendirmeler ise endeksi aşağı yönlü baskılayan faktörler arasında yer almıştır. Sabit sermaye yatırım harcaması planlayan firmaların artışa geçmiş olması sanayide bir miktar toparlanma olduğunu da desteklemektedir.

Şekil.6 İktisadi Yönelim Anketi

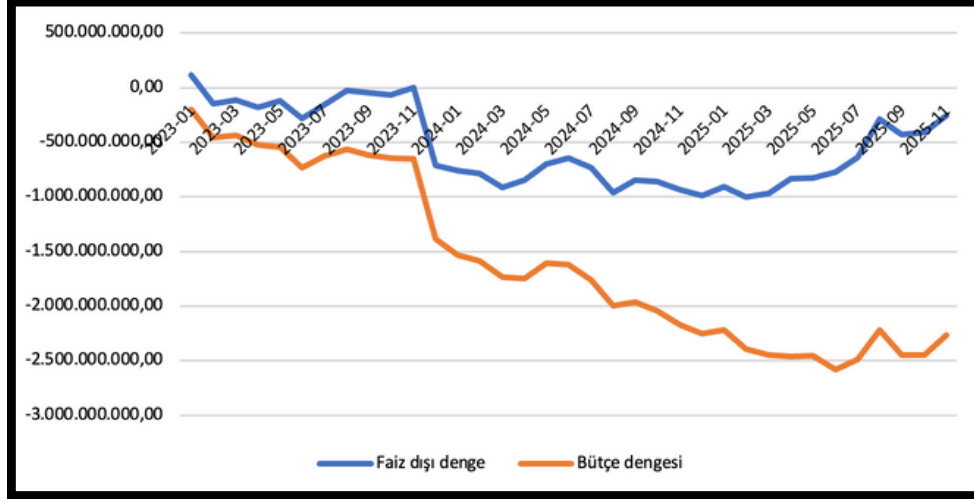


Kaynak: TCMB

Maliye Politikası

Kasım 2025'te merkezi yönetim bütçesinin 169 milyar TL ve faiz dışı dengenin 287 milyar TL fazla verdiğini ortaya koymuştur; bu durum, gelir artışının faiz hariç harcamaların üzerine çıkmasından kaynaklanmıştır. Bu çerçevede 12 aylık toplanan bütçe ve faiz dışı açıklar önceki aya göre daralmıştır; kurumlar vergisi gelirindeki yıllık %77'lik artış toplam vergi gelirinin yaklaşık %26'sını oluşturmuştur. Raporda, faiz ödemelerinin önceki yıla göre sınırlı kalmasının bütçe performansındaki iyileşmede önemli rol oynadığı vurgulanmıştır.

Şekil.7 Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge (Milyon TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

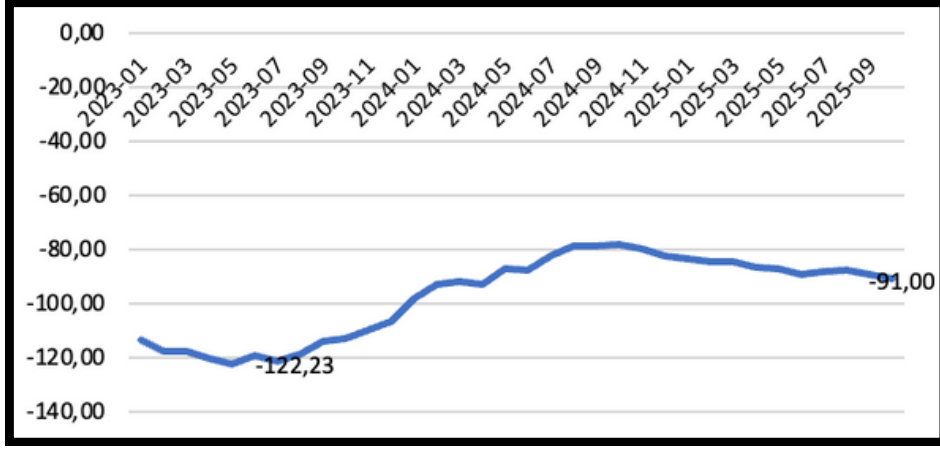
Ocak-Kasım 2025 dönemi itibarıyla merkezi bütçe açığının önceki yıla göre neredeyse değişmediği belirtilmiş, 2025 yılı bütçe hedefinin korunabilmesi için yılın son ayında açığın sınırlı artış göstermesi gerektiği ifade edilmiştir. Orta Vadeli Program (OVP) hedeflerine göre 2025'te merkezi bütçe açık/GSYH oranının %3.6'ya gerilemesi; 2026 hedefinin ise %3.5 seviyesinde olması öngörülmektedir. Ayrıca harcamalar içinde cari transferler ve personel giderlerinin payı yüksek kalırken, yatırım harcamalarındaki yıllık artış dikkat çekici olmuştur.

Dış ticaret ve Ödemeler Dengesi

2025 yılı Kasım ayında Türkiye'nin dış ticaretinde ithalattaki artışın ihracattan daha güçlü seyretmesi sonucunda dış ticaret açığı yüksek seviyesini korumuştur. Ticaret Bakanlığı verilerine göre ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %2.2 artarak 22.7 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde ithalat %2.6 artışla 30.5 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Bu gelişmeler sonucunda Kasım ayında dış ticaret açığı 7.8 milyar ABD doları olarak kaydedilirken, dış ticaret hacmi 53.2 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır. İhracatın ithalatı karşılama oranı ise %74.4 olarak gerçekleşmiştir.

Ocak-Kasım 2025 döneminde ihracat toplamı %3.7 artışla 247.2 milyar ABD doları, ithalat toplamı ise %5.7 artışla 329.7 milyar ABD doları olmuştur. Böylece yılın ilk on bir ayında dış ticaret açığı 82.5 milyar ABD doları seviyesine yükselmiş ve önceki yılın aynı dönemine kıyasla genişleme göstermiştir. Kasım ayında ihracatın ithalatı karşılama oranı 0,4 puan azalarak %74.4 olarak gerçekleşmiştir. Enerji verileri hariç tutulduğunda, ihracatın ithalatı karşılama oranı 3.9 puan azalarak %83.8 olarak gerçekleşmiştir.

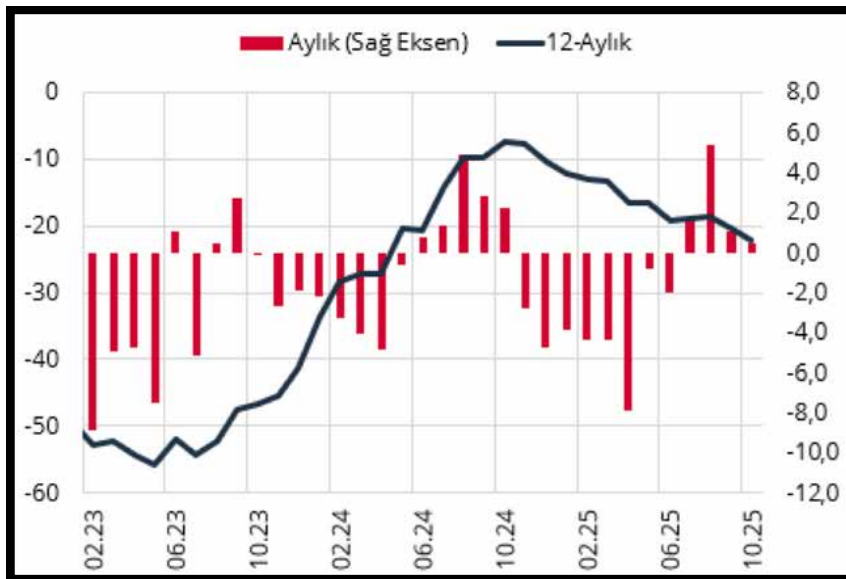
Şekil.8 Dış Ticaret Açığı (Milyar Dolar)



Kaynak: TÜİK

2025 yılı Ekim ayında cari işlemler hesabı 457 milyon ABD doları fazla vermiştir. Böylece cari denge üst üste dördüncü ayda da pozitif seyretmiştir. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı 7.028 milyon dolar fazla vererek, cari dengedeki iyileşmenin daha çok çekirdek kalemlerden kaynaklandığını göstermiştir. Aynı dönemde ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı 5.963 milyon dolar olarak gerçekleşirken, hizmetler dengesi özellikle seyahat ve taşımacılık gelirlerinin güçlü katkısıyla cari dengeyi desteklemiştir. Yıllıklandırılmış bazda cari açık yaklaşık 22 milyar dolar seviyesinde izlenmiştir.

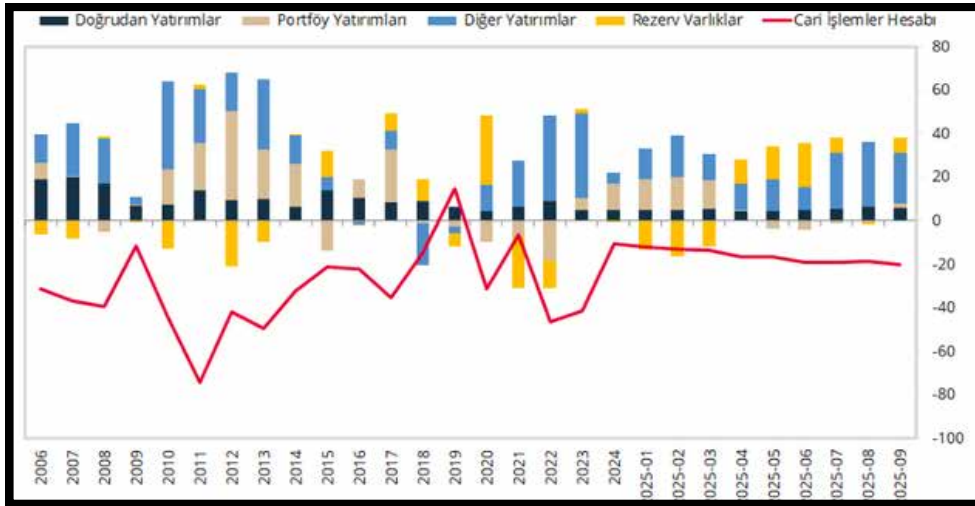
Şekil.9 Cari Denge (Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Finans hesabı incelendiğinde, Ekim ayında cari açığın finansmanında doğrudan yatırımların 5.2 milyar dolar, portföy yatırımlarının ise 0.2 milyar dolar katkı sağladığı görülmüştür. Krediler ve ticari krediler finansman tarafında destekleyici olurken, net efektif ve mevduatlar 3.9 milyar dolar tutarında çıkış göstermiştir. Resmî rezervlerde ise aynı ayda 1.610 milyon dolar net azalış kaydedilmiştir. Bu görünüm, cari işlemler dengesindeki olumlu seyrin devam ettiğini ancak finansman kompozisyonu ve rezerv dinamiklerinin yakından izlenmesi gerektiğini ortaya koymuştur.

Şekil.10 Finans Hesabı (Milyar Dolar)

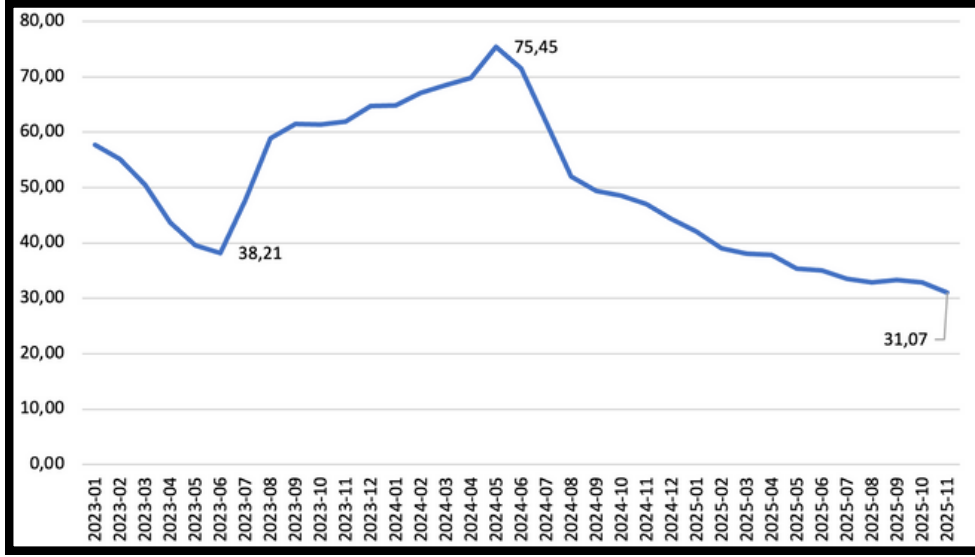


Kaynak: TCMB

Enflasyon

Kasım ayı enflasyonu beklentilerin çok altında aylık % 0.87 olarak açıklanmıştır. Yıllık manşet enflasyon ise % 31.07'ye inmiştir. Bu düşüşte gıda enflasyonundaki düşüş etkili olmuştur. Genel endekste düşüş %0.69 olmuştur. Çekirdek enflasyon ise bu nedenle manşet enflasyonun üstünde gelmiştir. B endeksinde aylık artış %1.27, C endeksinde ise %1.22 olarak kaydedilmiştir. Gruplara baktığımızda konut tarafında aylık artışın %1.70 ile geçtiğimiz aylara göre artış hızının azaldığı görülmektedir. Diğer yandan ulaştırma tarafında ise aylık %1.78'lik bir artış kaydedilmiştir.

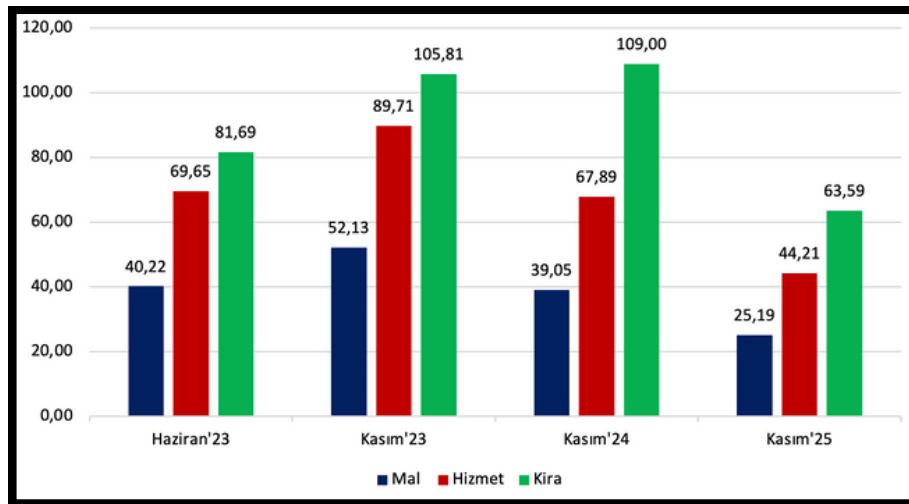
Şekil.11 TÜFE Enflasyon (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Kasım ayında mal enflasyonu aylık olarak %0.56 gelmiştir. Buradaki en önemli katkıyı ise işlenmemiş gıda tarafındaki aylık %6.09'luk düşüş vermiştir. Hizmetler tarafında ise aylık olarak enflasyon %1.46 olarak kaydedilmiştir. Manşet enflasyonun üzerinde olsa da geçtiğimiz aylara göre önemli bir yavaşlama olmuştur. Kira enflasyonu da bu doğrultuda daha düşük seyretmiştir. Aylık olarak kira enflasyonu %2.49 olarak ölçülmüştür. Mayıs 2022'den beri en düşük kira enflasyonu yaşanmıştır. Bu da hem hizmetler hem de manşet enflasyonun düşük gelmesine neden olmuştur.

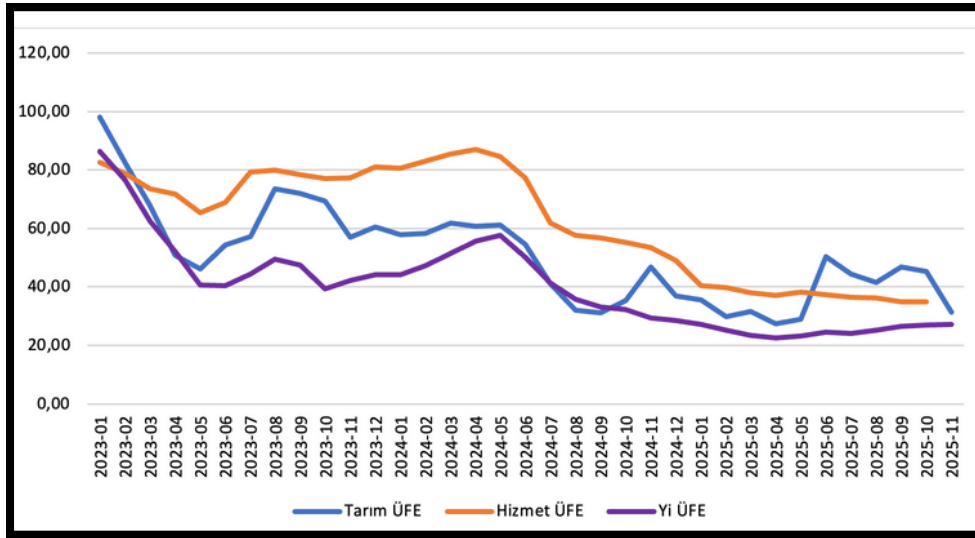
Şekil.12 Seçilmiş Kalelerde Enflasyon (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Kasım ayı mevsimsellik etkisinin görüldüğü bir ay olduğu için mevsimsellikten arındırılmış enflasyon oranları enflasyonun yönünü anlamak için daha fazla yol gösterici olacaktır. Kasım ayında manşet enflasyonu mevsimsellikten arındırdığımızda aylık %1.5 bir enflasyonla karşılaşmaktayız. Bu da enflasyonla mücadele açısından olumlu olmuştur. Ancak bir ayın enflasyon oranının düşük gelmesi enflasyon açısından olumlu olsa da yeterli görülmemektedir. Bu nedenle 3 aylık ortalama enflasyonu takip etmek daha doğru olacaktır. Üç aylık ortalama enflasyon ise geçen ay %2.42'den bu ay %2.08'e gerilemiştir. Hizmet tarafına baktığımızda ise %2.91'e sınırlı da olsa yükseldiği görülmektedir. Üç aylık ortalamalarda da olumlu bir değişim görülmemektedir. Mal enflasyonu tarafında mevsimsellikten arındırılmış enflasyon %0.81'e gerilerken üç aylık ortalama ise %1.69'a düşmüştür.

Şekil.13 Üretici Enflasyonu (Yıllık, %)

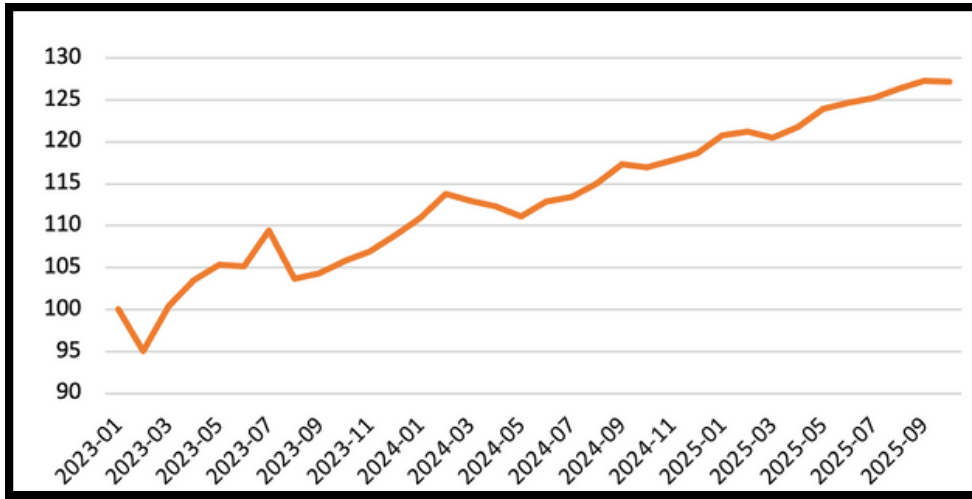


Kaynak: TÜİK

Maliyet kanalına baktığımızda enflasyonun %22'ler seviyesine indikten sonra tekrar yükselişe geçip %27'ler civarında kaldığı görülmektedir. Maliyet enflasyonunun aşağıya düşmemesi enflasyonun burada takılabileceğini göstermektedir. Tarım ÜFE ise mevsimsel etkileri barındırmaktadır. 2025 ortasından beri artmış ancak son 2 ayda aşağıya doğru gelmektedir. Hizmetler tarafında ise yüksek olan ÜFE aşağıya gelmeye başlamış ancak bu ivme de yavaşlamıştır.

Talep tarafında ise bir miktar soğuma görülmeye başlanmıştır. Perakende ticaret hacim endeksi bir miktar yavaşlamıştır. Perakende ticaret hacim endeksi aylık olarak %0.2 yıllık ise %15 artmıştır. Saat ve mücevherat hariç perakende ticaret ise %0.1 gerilemiştir. Şekilde de görüldüğü üzere perakende ticaret hacim endeksi artmaya devam etmektedir. 2023 başından beri kümülatif artış %27 olmuştur.

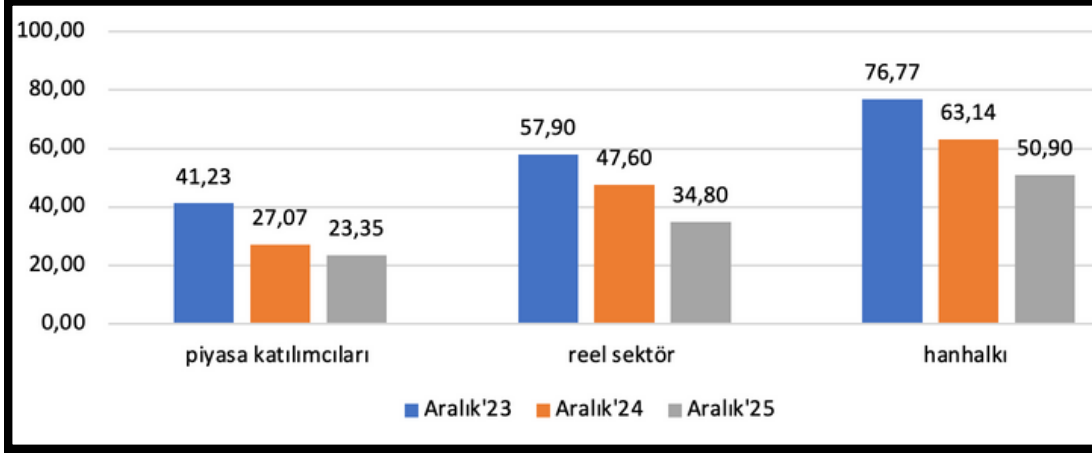
**Şekil.14 Perakende Ticaret Hacmi Endeksi
(Saat ve Mücevherat Hariç)**



Kaynak: TÜİK

Beklentilere geldiğimizde ise sınırlı bir iyileşme olduğu gözükmemektedir. Hanehalkı enflasyon beklentisi %50'ye gerilemiştir. Reel sektör bir sene sonra enflasyonun %34.8 olmasını beklerken piyasa katılımcıları %23.35 olmasını beklemektedir. Enflasyon bekleyişlerinde bir gerileme olmasına rağmen bu gerilemenin sınırlı kalmış olması önemlidir. Ayrıca ankette tüketici fiyatlarının aynı kalacağını, düşeceğini veya daha düşük bir oranla artacağını bekleyen hanehalkı oranının Kasım'a göre biraz daha gerileyerek %24.53 olmuştur. Bu da hala hanehalkının önemli bir kısmının enflasyonun düşeceğine inanmadığını göstermektedir.

Şekil.15 Sektörel Enflasyon Beklentileri (12 ay sonrası, %)



Kaynak: TÜİK

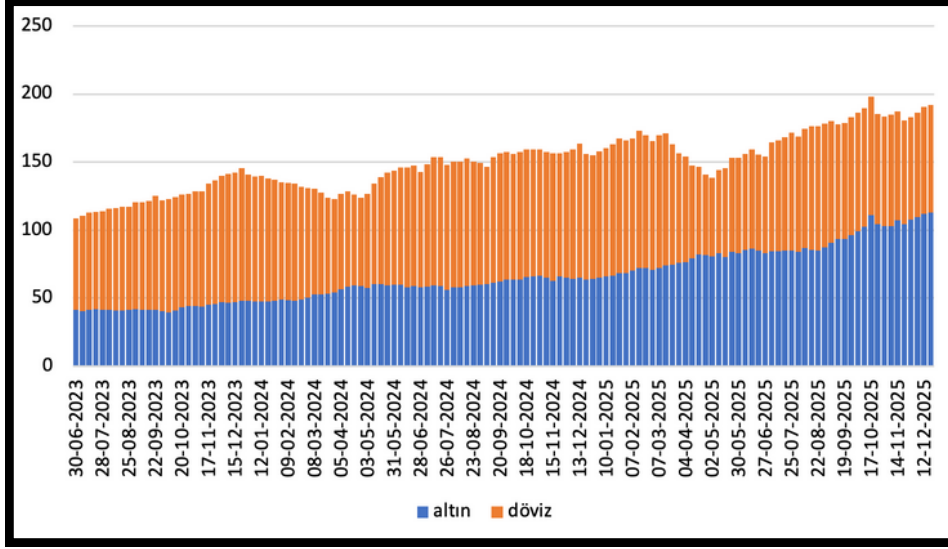
Para ve Kur Politikası

Aralık ayında TCMB beklenildiği gibi faiz indirimlerine devam etmiştir. 150 baz puan bir indirim yaparak faizi %38'e indirmiştir. Gecelik borç verme faizini %41'engecelik borçlanma faizini de %36.5'a indirerek eski faiz bandı seviyesini korumuştur. Faizin üst bandında kendine 3 puanlık bir alan bırakması gerektiğinde faizi tekrar o seviyeye yükseltebileceği anlamına gelmektedir. Kasım ayında enflasyonun beklenenin çok altında gelmesi merkez bankasına bu alanı açmıştır.

Faizin %38'e inmesi ve de enflasyonun %31'e düşmesi ile birlikte kabaca reel faiz %7 civarına inmiştir. Muhtemelen merkez bankası %6 ile 7 arasında bir reel faizi sürdürmeye devam edecektir. Bu yüzden her toplantıda merkez bankası enflasyondaki gelişmelere bağlı olarak faiz artışını arttıracak ya da düşürecek.

TCMB'nin rezervleri 192 milyar dolara ulaşmıştır. Net rezervler 80.4 milyar dolar olurken, swap hariç net rezervler de 66.7 milyar dolar olarak kaydedilmiştir. Ne kadar rezerv olmalı sorusunun tek bir cevabı olmamakla birlikte farklı kriterler öne sürülmektedir. Bunlardan ilki 6 aylık ithalatı karşılayacak kadar rezerv tutulmasıdır. Aylık ithalatımızın ortalama 30 milyar dolar olduğunu düşünürsek bu 180 milyar dolara denk gelmektedir. Diğer bir kriter ise kısa vadeli dış borçları 1 yıl süre ile karşılama kriteridir. Türkiye'nin kısa vadeli dış borcu (vadesine 1 yıldan az kalmış) 226 milyar dolardır. Bu iki kritere baktığımızda ise rezervlerin daha tam olarak yeterli olmadığı söylenebilir. Ancak Türkiye'nin durumu eskisi ile karşılaştırıldığında oldukça iyidir. IMF ise böyle bir sınıflandırma yapmakta ve de Türkiye'yi daha yeterli görmediğini ortaya koymaktadır.

Şekil.16 TCMB Brüt Rezervi (Milyar Dolar)

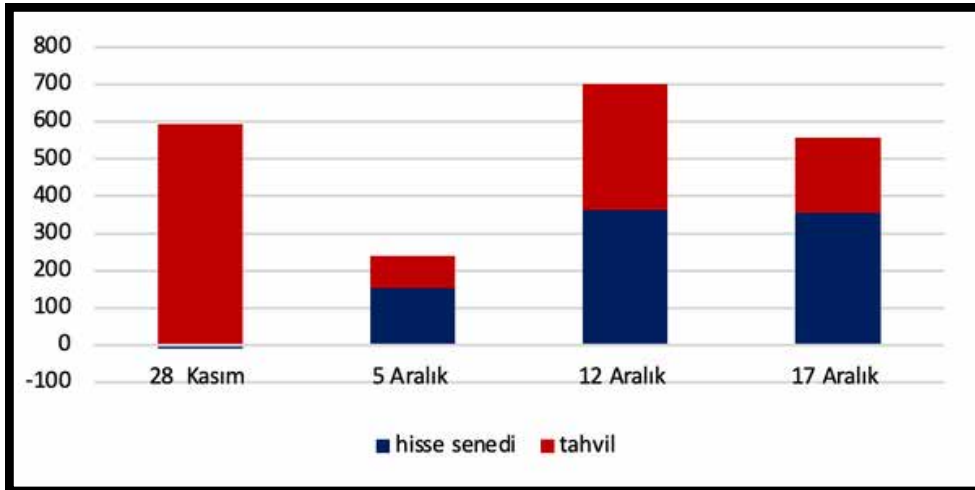


Kaynak: TCMB

Aralık ayında en önemli gelişmelerden biri ise CDS primlerinde 2018 seviyesine düşülmesi olmuştur. CDS primi 205 bp seviyesine gerilemiştir. Bu bizim için borçlanırken daha düşük risk primi yani düşük faizle borçlanma anlamına gelmektedir. 2023 Mayıs ayında 900 baz puan olduğu düşünülürse önemli bir gerileme ve borçlanma maliyetinde düşüş yaşandı yorumu yapılabilmektedir.

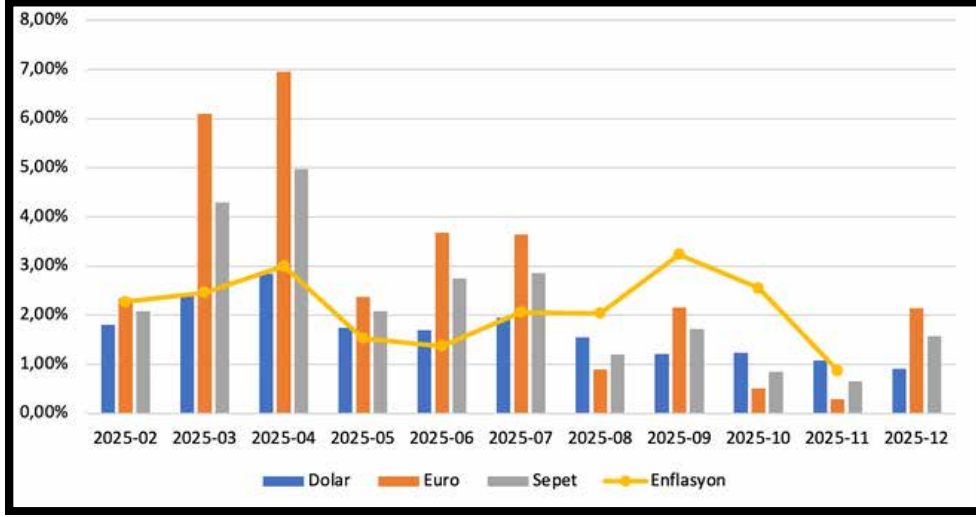
Son 4 haftada az da olsa yabancı yatırımcı girişi tahvil ve hisse senedi tarafında başlamıştır. Son 4 hatada hisse senedi tarafında 864 milyon dolar tahvil tarafında ise 1.2 milyar dolar bir giriş yaşanmıştır. Toplam olarak baktığımızda ise 2 milyar doların üzerinde bir sermaye girişi olmuştur.

Şekil.17 Menkul Kıymet Değişimi (Milyon Dolar)



Kaynak: TCMB

Şekil.19 Kur Artışları ve Enflasyon (Aylık, %)



Kaynak: TCMB

Geçtiğimiz bir ayda jeopolitik gelişmeler daha sınırlı bir etki yaratmıştır. Bir yanda Rusya ve Ukrayna arasında barış olma ihtimali yükselirken diğer tarafta Venezuela cephesi ısınmaktadır. AB ise kendisi bu işin neresinde olacak onu tartışmaktadır. ABD'nin Avrup hakkındaki bakışının artık ulusal güvenlik stratejisine girmesi aslında bu konudaki ciddiyeti de göstermiştir. Avrupa yanında bir Rus tehdidi ile yalnız başınadır ve bu tehditle uğraşmak için gerekli önlemleri almak durumundadır.

Ekonomik gelişmelere baktığımızda ise Nisan ayındaki karamsarlık bir miktar gevşemiştir. ABD ekonomisi hızlı büyümesine devam etmektedir. Bunda yapay zeka yatırımlarının da etkisi önemlidir. Bir yandan veri merkezleri için inşaat sürmekte bir yandan da enerji altyapısı buna uygun hale getirilmeye çalışılmaktadır. Önümüzdeki dönemde bu yatırımlar ABD'de büyümenin sürükleyicisi olacaktır.

Türkiye'de ise enflasyonun uzun zaman sonra pozitif bir sürpriz yapmıştır ve de merkez bankasının faiz indirimleri konusunda elini rahatlatmıştır. Merkez Bankası da bu toplantısında 150 baz puan indirim yaparak seneyi %38 politika faiz oranı ile kapatmıştır. Önümüzdeki yıl da 8 tane para politikası toplantısı yapılacaktır. Bu toplantılarda faiz indirimlerinin ne kadar olacağını ise enflasyonun seyri belirleyecektir.

Türkiye'de enflasyonun düşük gelmesi, siyasi risklerin nispeten azalması ve de programın devam etmesi riskliliğimizi düşürmüştür. CDS primleri 2018 seviyesine gerilemiş ve de yavaş da olsa bir yabancı girişi başlamıştır. 2026'da böyle devam eder, herhangi bir siyasi şok yaşamazsak bu sürecin devam etmesi beklenebilir.

Maliye politikası tarafına geldiğimizde bu yılki bütçe açığının OVP hedefi olan %3.6 civarında gerçekleşmesi beklenmektedir. Bütçe tarafında giderlerde ciddi bir tasarruf olmamış bu gelirler tarafındaki bir artışla kapatılmıştır. 2026 bütçesinin de 2025'e benzer olması planlanmıştır.

Kur tarafında Merkez Bankasının tavrının önümüzdeki yılda da devam etmesi beklenmektedir. Merkez Bankasının bu süreci yönetecek yeterli rezervi de bulunmaktadır. Bu nedenle kur tarafından enflasyonist bir etkinin gelmesi beklenmemektedir.

Reel sektörün ise faiz indirimleri ile birlikte bazı sektörlerde umutların arttığı bir manzara ortaya çıkmaktadır. Türkiye’de sektörler birbirlerinden çok farklı bir gelişim seviyesi izlemektedir. Genel olarak faizlerin düşmesi finansman maliyetini düşürmektedir. Ancak kredi kısıtlarının önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



[Derya Hekim](#)



[@drderyahekim](#)



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ