



EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2025 EKİM

DOÇ. DR. DERYA HEKİM

İÇİNDEKİLER

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



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ VE İŞİNSANLARI DERNEĞİ

YÖNETİCİ ÖZETİ

EEkim ayında küresel ölçekte jeopolitik tansiyonlar bir miktar azalmıştır. İsrail-Filistin savaşı Mısır'da yapılan anlaşmayla sona ermiş, Gazze'nin silahsızlandırılması ve teknokratik bir yönetim kurulması kararlaştırılmıştır. Ancak tarafların anlaşmaya ne kadar sadık kalacağı belirsizdir. Trump yönetimi, Rusya'nın iki büyük petrol şirketi Rosneft ve Lukoil'e yaptırım uygulayarak Moskova'ya baskıyı artırmıştır. Bu karar, Rusya'dan petrol alan Türkiye, Çin ve Hindistan'da şok etkisi yaratmış ve petrol fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur.

ABD-Çin ilişkilerinde ticaret gerilimi yeniden artmıştır. ABD, Çin'e çip ekipmanı ihracatını kısıtlamış ve Çin yapımı gemilere ek vergi uygulamasına başlamıştır. Buna karşılık Çin, nadir toprak elementleri ihracatını lisansa bağlamış ve ABD'ye ihracat kısıtlaması getirmiştir. Trump da buna %100 gümrük vergisi ile karşılık vermiştir. Kritik mineraller ve tedarik zinciri alanındaki bu çekişmede Türkiye, sahip olduğu büyük nadir element rezervi ile stratejik önem kazanmıştır.

ABD'de bütçe harcaması krizleri nedeniyle veri akışında aksamalar yaşanmıştır. Enflasyon %3, çekirdek enflasyon %3.1 olarak açıklanmış, bu da 29 Ekim'de FED'in 25 baz puan faiz indirimi yapacağı beklentisini güçlendirmiştir. Euro Bölgesi enflasyonu %2.2, çekirdek enflasyon %2.3'e yükselmiş; ECB'nin faiz indirim döngüsünü sonlandırdığı değerlendirilmiştir. Çin ekonomisi %4.8 büyümüş, sanayi üretimi %6.5 artarken iç talep zayıf kalmış ve konut fiyatları %0.41 gerilemiştir. Küresel emtia fiyatlarında enerji fiyatlarının artışı endeksleri desteklemiş, altın fiyatları merkez bankalarının yüksek alımları nedeniyle güçlü seyrini sürdürmüştür.

Türkiye'de işsizlik oranı %8.5, genç işsizlik %16, kadın işsizliği %11.6, atıl işgücü oranı ise %29.1'dir. Sanayi üretimi yıllık %7.1, imalat sanayi üretimi %7.7 artmıştır. Kapasite kullanım oranı %73.8, İmalat PMI 46.7, Reel Kesim Güven Endeksi 100.8 olarak ölçülmüştür. Veriler, üretimde ılımlı artışa rağmen ihracat siparişleri ve istihdam beklentilerinde zayıflamaya işaret etmektedir.

YÖNETİCİ ÖZETİ

Eylül 2025'te bütçe açığı 309,6 milyar TL, faiz dışı açık 73 milyar TL olmuştur. Vergi gelirleri yıllık %58.3 artarak 924,7 milyar TL'ye çıkarken, faiz giderleri %73.5 artışla 236,9 milyar TL olmuştur. Cari transferler ve personel giderlerindeki artış, bütçede kalıcı baskı yaratmıştır.

Dış ticaret açığı 6,9 milyar dolar, ihracat 22,6 milyar dolar seviyesindedir. Cari işlemler hesabı 5,5 milyar dolar fazla vermiş, altın ve enerji hariç cari fazla 10 milyar dolar olmuştur. Yıllık cari açık 18,3 milyar dolara gerileyerek son üç yılın en düşük düzeyine inmiştir. Hizmet gelirleri 62,3 milyar dolara ulaşmıştır.

Eylül TÜFE aylık %3.23, yıllık %33.29 olmuştur. En yüksek artış eğitim (%17.9) ve gıda (%4.62) gruplarında gerçekleşmiştir. Yİ-ÜFE %2.52, Tarım-ÜFE %5.80, yıllık Tarım-ÜFE %46.83 olmuştur. Fiyat artışları genel olarak enerji, gıda ve hizmet gruplarında yoğunlaşmıştır.

TCMB 23 Ekim'de politika faizini %40.5'ten %39.5'e indirmiştir. Karar metni, dezenflasyon sürecinin yavaşladığına dikkat çekmiş ve "sıkı para politikası duruşu sürecektir" mesajı verilmiştir. KKM bakiyesi 205 milyar TL'ye gerilemiş, döviz mevduatlarının payı %36 olmuştur.

Genel olarak Ekim 2025 itibarıyla jeopolitik risklerde azalma ve finansal istikrar arayışı öne çıkarken, içeride enflasyon görünümündeki bozulma, para politikasının etkisini sınırlamaktadır. Yüksek faiz ortamı sanayiye baskılarken, bütçe açığı ve mali disiplin kırılma riski sürmektedir. Türkiye ekonomisinin 2026 hedeflerine ulaşabilmesi için dezenflasyonu destekleyen mali ve yapısal politikaların kararlılıkla sürdürülmesi gerekmektedir.

“

*“Kapitalist toplumda ekonomik ilerleme, aynı zamanda bir
çalkantı demektir.*

Joseph A. Schumpeter

”

ABD'nin bitirmek için elinden geleni yaptığı İsrail- Filistin orantısız savaşında olmlu bir noktaya varılmıştır. Taraflar arasında bir anlaşma sağlanmış, bu anlaşma Mısırdaki gerçekleşen bir trenle garantör devletleri bir araya getirmiştir. Rehine takası gerçekleşmiş, Gazze'nin silahsızlandırılması, tenokratik bir hükmet tarafından yönetilmesi kararlaştırılmıştır. şimdilik barış gibi görünse de tarafların buna ne kadar riayet edeceği de tartışma konusu olmuştur.

Trump'ın ilgilendiği ve bitirmeye çalıştığı diğer bir savaş ise Rusya Ukrayna Savaşı olmuştu. Trump göreve geldiğinden beri Putin ile iyi ilişkiler kurmuş, Putin'i ikna etmeye çalışmıştır. Ancak şimdi bu tutumdan vazgeçmiş gibi görünmektedir. Putin'in savaş makinesi durdurmak için Rusya'nın iki büyük petrol şirketi Rosneft ve Lukoil'e yaptırımlar getirmiş, bu şirketlerle iş yapan şirketlere de getireceğini belirtmiştir. Bu Rusya'dan petrol alan ülkeler Çin, Hindistan ve de tabii ki Türkiye'de bir şok etkisi yaratmıştır. Petrol fiyatları da bu doğrultuda yükselmiştir. Putin ile Trump'ın görüşeceği açıklanmıştı ancak bu görüşmenin olup olmayacağı daha netleşmemiştir.

ABD ile Çin arasında bir ticaret savaşı ateşkesi sürerken iki tarafın da birbirlerine karşı bir takım hamleler yapmaları ile birlikte ticaret savaşı yeniden alevlenmeye başlamıştır. ABD Çin'e ip yapımında kullanılan ekipmanların ihracatında sınırlama getirmiştir. Ayrıca Ekim ayı itibarı ile limanlardaki Çin yapımı gemilerden alınacak ilave ücretler de devreye girmeye başlayınca Çin de elini yükseltmiş ve nadir toprak elementleri silahını kullanmıştır. Nadir toprak elementleri savaş sanayiinden otomotiv sanayine yaygın bir kullanım alanına sahiptir. Bu elementler çok nadir değillerse de işlenmeleri oldukça zor ve kirli olduğundan uzun yıllardır ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkeler bu elementlerin üretimini gelişmekte olan ülkelere bırakmışlardır. Çin bu nedenle bu alanda ne geçmiş, nadir toprak elementlerinin proses kısmında %90'lık bir paya sahip olmuştur. şimdi de bu üstünlüğünü bir silah olarak kullanmaktadır. Nadir toprak elementlerinin ihracatını lisansa bağlamış ve de ABD'ye ihracatına kısıtlama getirmiştir. Bu da ABD'de otomotiv sanayii başta olmak üzere tüm sanayilerde bir tedarik sıkıntısı yaratabileceğinden Trump buna tepki göstererek Çin'e 1 Kasım'dan geçerli olmak kaydı ile %100 gümrük vergisi getirdiğini açıklamıştır. şimdi bu iki lider ve ekipleri arasında temaslar yeniden başlamış ve bir mutabakata varıldığı da açıklanmıştır. Son anlaşma ise Trump ve Xi arasında 30 Ekim'de ASEAN toplantısında görüşülecektir. Muhtemelen iki ülke aralarında anlaşacaklardır.

Trump ASEAN zirvesine katılmak için Malezya'da bulunmaktadır. Burada Asya ülkeleri ile anlaşmalar yapmaktadır. Kamboçya, Tayland ve Malezya ile anlaşmaya varılmıştır. Bu ülkelerle yapılan anlaşmalarda, karşı ülkeler ABD'den özellikle daha fazla tarım ürünü almayı taahhüt ederken ABD de tarifelerde istisnalara gitmiştir. Ayrıca Tayland ve Malezya anlaşmalarında kritik mineraller konusu da yer almış ve bu ülkeler kritik minerallerin çıkarılması konusunda ABD'li şirketlere kolaylık sağlamayı taahhüt etmişlerdir. Zirve kapsamında diğer ülkelerle de görüşecek olan Trump'ın ana konusu bu kritik mineraller olacaktır. Bu anlaşmalar önemli olsa da bu tedarik zincirinin kurulması zaman almaktadır. Türkiye'de nadir toprak elementleri rezervi bulunmaktadır. Bu da Türkiye'yi bu anlamda önemli bir ülke haline getirmiştir. Türkiye'nin de bu elementlerin çıkarılması ve işlenmesi ile ilgili ABD ile görüştüğü haberleri çıkmış ancak resmi bir açıklama yapılmamıştır. Türkiye'deki rezervin Çin'den sonra ikinci büyük rezerv olduğu düşünülse de kesin net bir veri bulunmamaktadır.

ABD’de kongre ile başkanlık arasında bütçe harcamalarının onaylanması konusunda anlaşmazlıklar yaşanmakta ve bu durum bazı federal kurumların fonlarının tükenmesine ve işlevlerinin askıya alınmasına yol açmaktadır. Bu nedenle verilerin açıklanmasında da aksaklıklar yaşanmaktadır. Tarım dışı istihdam verisi açıklanamamıştır. Enflasyon verisi ise gecikmeli olarak açıklanabilmiştir. Enflasyon beklentilerin altında gelerek aslında önümüzdeki FED toplantısı için faiz indirimi beklentilerini güçlendirmiştir. Genel beklenti enflasyonun %3.1 civarına yükselmesi iken enflasyon %3 ile beklentilerin altında kalmıştır. Ancak Ağustos’ta %2.9 gelen enflasyonda bir miktar yukarı doğru bir hareketlenme olduğunu da ortaya koymaktadır. Çekirdek enflasyon ise %3 yükselerek yine %3.1 olan beklentinin altında kalmıştır.

29 Ekim’de FED’in toplantısında 25 bp indirim yapmasına artık kesin gözü ile bakılmaktadır. Ancak orada takip edilen, metinde neler deneceği ve Powell’ın konuşmasında gelecekteki faiz oranları ile ilgili nasıl bir patika öngördüğü ile ilgili olacaktır. Ayrıca FED’in pandemiden sonra devasa artan bütçesini küçültme operasyonunu sonlandırma ile ilgili bir açıklama yapması da söz konusu olabilecektir. Eğer bunu durdurursa piyasada daha fazla likidite olacağı anlamına geldiğinden hem gelişmekte olan ülkelere daha fazla para akabilecek hem de bazı varlık sınıflarında (altın gibi) yeni yükselişler yaşanabilecektir.

Euro Bölgesinin enflasyonu beklentilere paralel olarak %2.2’ye yükselmiştir. Bu yükselişte en çok katkı sağlayan hizmet fiyatları olmuştur. Hizmet fiyatları %3.2 artmıştır. Çekirdek enflasyon ise %2.3’e yükselmiştir.

Enflasyondaki bu hafif te olsa yükseliş ECB’nin faiz indirimlerini bitirdiği görüşünü daha da desteklemektedir. Diğer taraftan son açıklanan PMI verisi Euro Bölgesi için umut verici olarak görülmüştür. S&P Bileşik PMI 51.2’den 52.2’ye yükselmiştir. Hizmet PMI 52.6 olarak ölçülürken, imalat PMI 51.1 olarak kalmıştır. Fransa Ekim imalat PMI 48.3 gelirken hizmet PMI 47.1 olarak ölçülmüştür. Almanya’da ise imalat PMI 49.6 ile yine 50’nin altında kalırken hizmet PMI 54.5 ile toparlanmış görünmektedir.

Fransa bir siyasi krizle boğuşmakla birlikte zor günler geçirmektedir. Siyasi kaynağın da nedeni bütçe problemidir. Gelen hükümetler parlamentodan bütçeyi geçiremedikleri için istifa etmek durumunda kalmışlardır. Fransa’da bütçe açığı %5.8 iken borç oranı %114’e ulaşmıştır. Fransa’nın borcunu sürdürülebilir düzeye indirmesi için mali konsolidasyon yani bütçeden bazı kesintiler yapması gerekmektedir. Bu kesintilerin nereden yapılacağı tartışma konusu olduğundan siyasi kriz devam etmektedir.

Çin ekonomisi üçüncü çeyrekte %4.8 büyüme kaydetmiştir. İlk çeyrekte %5.4 ve ikinci çeyrekteki %5.2'lik büyümenin gerisinde kalmıştır. Ancak alt kırılımlarına baktığımızda Çin ekonomisinin kırılganlıkları ortaya çıkmaktadır. Sanayi üretimi %6.5 artarak beklentilerin üzerinde gelmiştir. Üstelik ABD ile ticaret savaşının sürdüğü bir ortamda bu kadar sanayi büyümesi ilginç görülmektedir. Ağustos'ta bu oran %5.2 iken bu ay beklenti olan %5'in çok üzerinde gelmiştir. Bu artışta belirleyici olan ihracat artışı olmuştur. İhracat bu ticaret savaşına rağmen %8.3 artmıştır.

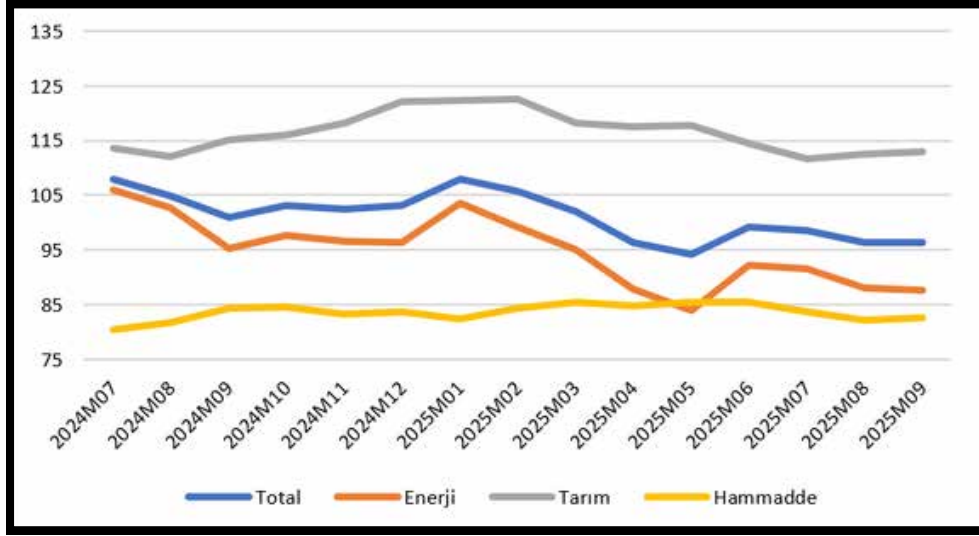
Büyümedeki düşüşün nedeni ise iç tüketim olarak karşımıza çıkmaktadır. Perakende satışlar bu çeyrekte bir önceki çeyreğe göre %3 artış göstermiştir. Üstelik birçok canlandırma teşviki uygulanmasına rağmen bu oran artmamıştır. Temmuzda %3.7 artan bu oran Ağustos'ta %3.4'e geriledikten sonra 3. Ay yine gerilemeye devam etmiştir. Konut fiyatları ise düşmeye devam etmektedir. Yeni konut fiyatları bu ay %0.41 düşerek yılbaşından beri en çok düşen ay olarak kayda geçmiştir.

Emtia piyasalarında küresel emtia piyasalarında yılın son çeyreğine girilirken ılımlı bir toparlanma eğilimine işaret etmektedir. Enerji fiyatlarındaki kısmi toparlanma, özellikle ham petrol ve doğalgaz fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketler, endekslerin genel seviyesini desteklemiştir. Petrolde ABD'nin Rusya'ya olan yaptırımları etkili olmaktadır. Ancak bunun geçici bir etki olacağı da beklenmektedir. Trump yüksek petrol fiyatı istemediğinden OPEC tarafına baskı yaparak üretim artışı sağlamaya çalışacaktır.

Metal grubu emtiada talep zayıflığı ve Çin kaynaklı büyüme endişeleri nedeniyle fiyat artışları sınırlı kalmıştır. Tarım ürünleri tarafında ise kuraklık riskleri ve arz yönlü kısıtlar bazı alt kalemlerde fiyatları yukarı çekmiştir.

Değerli metaller tarafında ise uzun süreli rallinin sonuna gelmiş gibi görünmektedir. Altın özelinde çok takip edilen değerli metaller düzeltme safhasına girmişlerdir. Altının fiyatının bu kadar artmasının altında yatan nedenler oldukça ilginçtir. Öncelikle Trump'ın yaptıkları doların değerini düşürdüğünden dolar güvenilir liman olma statüsünü kaybetmeye başlamıştır. Bu da altının bu rolünü güçlendirmiştir. Ayrıca rezervlerini çeşitlendiren merkez bankaları da yüklü alımlar yapmaktadır. 2024'te merkez bankaları 1089 ton altın almışlardır. Tabii son dönemde artan ralli ile birlikte FOMO (Fear of Missing Out) yani ralliyi kaçırmama korkusu ile yatırımcılar altına hücum etmişlerdir. Önümüzdeki dönemde FOMO etisi ortadan kalkacaktır. Ancak diğer etkiler kalkmadığı ve de FED'in faiz indirimine gideceği düşünülürse altında daha dengeli ama yükselişin sürebileceği beklenebilir.

Şekil.1 Emtia Endeksleri

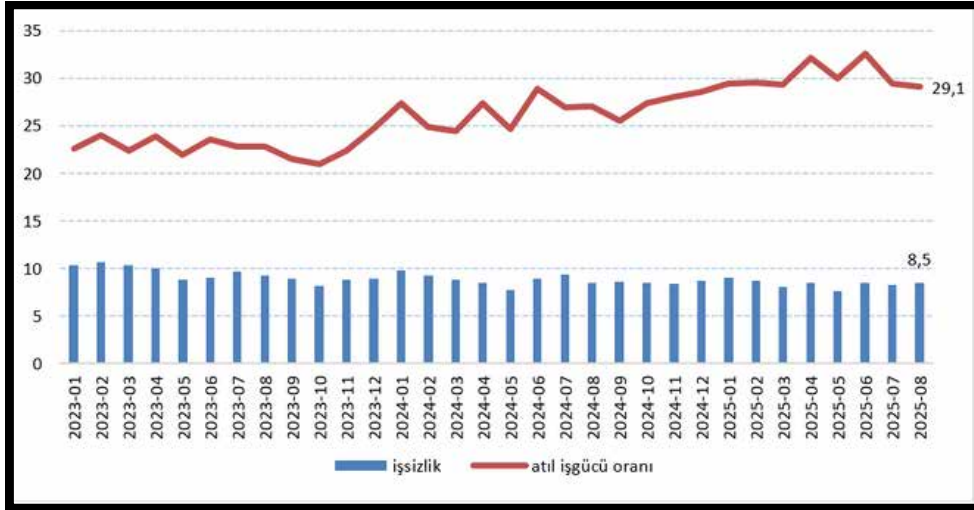


Kaynak:Dünya Bankası

İşsizlik

TÜİK tarafından yayımlanan Ağustos 2025 dönemi Hanehalkı İşgücü Araştırması sonuçlarına göre, Türkiye genelinde işsizlik oranı %8.5 olmuştur. İşsiz sayısı 3 milyon 44 bin kişi olarak gerçekleşmiş, bir önceki aya göre 82 bin kişilik artış göstermiştir. İstihdam edilenlerin sayısı 32 milyon 829 bin kişi olmuştur. İstihdam oranı %49.4, işgücüne katılım oranı ise %54 olarak kaydedilmiştir. Cinsiyet bazında bakıldığında, erkek işsizlik oranı %6,8, kadın işsizlik oranı ise %11.6 olmuştur. Genç nüfusta (15–24 yaş) işsizlik oranı %16 olmuş, genç kadınlarda bu oran %22.7 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Şekil.2 İşsizlik Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

Ağustos döneminde işsizlik oranı, Temmuz 2025'e kıyasla 0.4 puan artış göstermiştir. Artışın temel nedeni, işgücüne katılım oranındaki yükselişle birlikte iş arayan kişi sayısındaki artış olmuştur. İstihdamın yılın ilk yarısında artış eğiliminde olmasına rağmen, üçüncü çeyrekte ekonomik faaliyette gözlenen ılımlı yavaşlama istihdam artış hızını sınırlamıştır. Özellikle sanayi ve inşaat sektörlerinde istihdam artışı zayıflamış, hizmetler sektörü istihdamı ise görece yatay seyretmiştir.

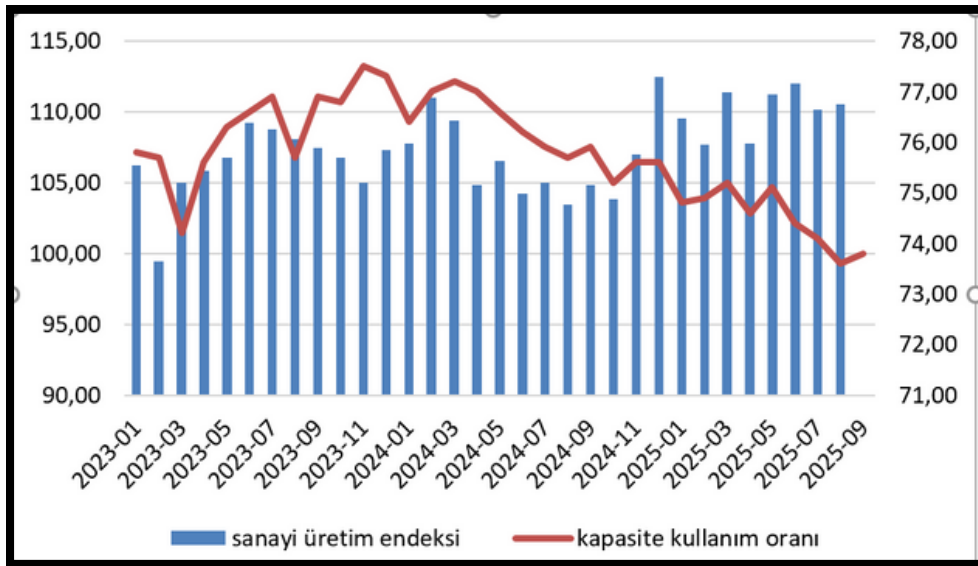
Atıl işgücü oranı ise %29.1 ile yüksek seviyesini korumaya devam etmiştir. Hazirandaki %32.6'lık seviyesinden aşağıya gelmiş ancak hala yüksek seyretmektedir. Her üç kişiden biri atıl işgücü olarak görülmektedir.

Reel Kesim

2025 Ağustos ayında Sanayi üretim endeksi (2021=100), mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak bir önceki aya göre %0.4 artmıştır. Takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretimi ise bir önceki yılın aynı ayına göre %7.1 artış göstermiştir. İmalat sanayinde üretim yıllık bazda %7.7 artmıştır. Orta yüksek teknolojili sanayide üretim aylık %4.4 artarken, yıllıkta %19 artış göstermiştir. Yüksek teknolojide ise aylık bazda üretim %16.3 azalmıştır. Buna rağmen yıllık artış %8.5 olarak kaydedilmiştir.

Eylül 2025'te imalat sanayi kapasite kullanım oranı ise mevsim etkilerinden arındırılmış verilerle %73.8 olarak belirlenmiştir. Arındırılmamış oran %74 seviyesinde gerçekleşmiştir. Kapasite kullanım oranı ortalama olarak %76 olarak kaydedilmiştir. Son bir yıldır kapasite kullanım oranı tarihsel ortalamalarının altında kalmıştır.

Şekil.3 Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK

İstanbul Sanayi Odası (İSO) ve S&P Global iş birliğiyle hazırlanan Türkiye İmalat PMI (Satın Alma Yöneticileri Endeksi), Eylül 2025 döneminde 46.7 olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki ay olan Ağustos'ta endeks 47.3 seviyesinde bulunmuştu. Böylece faaliyet koşullarındaki bozulma eğilimi üst üste onuncu aya taşınmıştır. Endeksin 50,0 seviyesinin altında kalması, imalat sektöründe genel bir daralmaya işaret etmektedir.

Yeni siparişler, hem iç piyasadaki zayıf talep hem de ihracattaki yavaşlama nedeniyle gerilemiştir. Üretim alt endeksi, Nisan 2024'ten bu yana devam eden düşüş eğilimini sürdürmüştür.

Firmalar, yeni siparişlerdeki azalma nedeniyle üretimlerini kısmış, yeni personel alımlarını yavaşlatmış ve satın alma faaliyetlerini azaltmıştır.

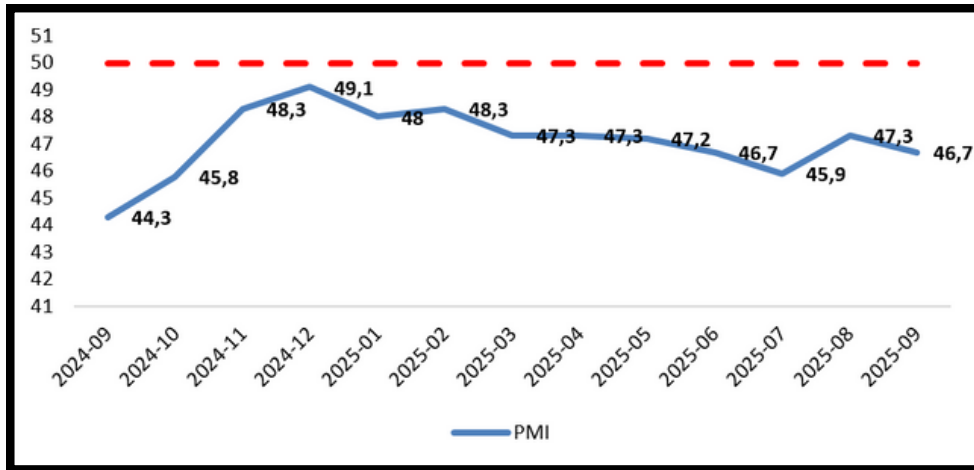
Eylül ayında imalat sanayinde üretim, istihdam ve siparişlerde gerileme yaşanmıştır.

Zayıf talep koşulları firmaların üretim planlarını sınırlamış, istihdam hacmi onuncu ayda da düşüş göstermiştir. Bazı işletmelerde bu azalış doğal personel istifaları yoluyla gerçekleşmiştir.

Firmalar, üretimde kullanılmak üzere yeni hammadde alımı yerine mevcut stokları değerlendirmiştir. Bunun sonucunda üretim öncesi stoklar azalmış, satılamayan nihai ürünlerin depolanmasıyla üretim sonrası stoklar artmıştır.

Liradaki değer kaybı, Eylül ayında girdi maliyetlerinde artışa neden olmuştur. Girdi enflasyonu son üç ayın en yüksek seviyesine ulaşmış, ancak yine de tarihsel ortalamanın altında kalmıştır. Nihai ürün satış fiyatlarında ise Nisan 2025'ten bu yana en hızlı artış kaydedilmiştir.

Şekil.4 İmalat PMI



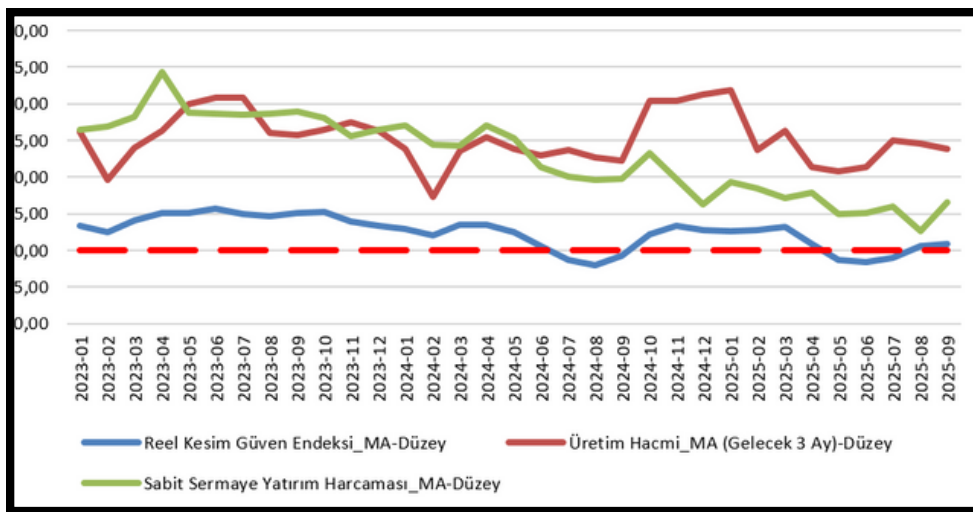
Kaynak: S&P Global, İSO

2025 Eylül ayında Reel Kesim Güven Endeksi mevsim etkilerinden arındırılmış olarak 100.8 seviyesine yükselmiştir. Bu değer, endeksin nötr eşik olan 100'ün üzerinde kalarak imalat sanayinde yöneticilerin beklentilerinde sınırlı da olsa iyimserliğin sürdüğünü göstermiştir. Alt bileşenlere bakıldığında sabit sermaye yatırım harcamalarına ilişkin beklentiler ile son üç aydaki toplam sipariş miktarı endekse yukarı yönlü katkı yapmıştır. Buna karşın mevcut mamul stok seviyeleri, gelecek üç aya ilişkin üretim hacmi, ihracat sipariş beklentileri ve istihdam beklentileri endeksi aşağı çekmiştir. Özellikle ihracat siparişlerindeki zayıflık ve istihdam artışı konusundaki temkinli yaklaşım, güven göstergesinin sınırlı kalmasına yol açmıştır.

Firmaların maliyet algıları yüksek seyretmeye devam etmiştir. Liradaki değer kaybı nedeniyle girdi maliyetlerinde artış beklentisi korunmuştur. Ancak satış fiyatlarına bu artışın tam olarak yansıtılamaması, talep daralması ve rekabet baskısı fiyatlama davranışlarını sınırlamıştır. Stok seviyelerinin normalin üzerinde seyretmesi de işletmelerin önümüzdeki dönemde likidite ve nakit akışı yönetiminde baskı hissedebileceğine işaret etmiştir. Genel tablo, talep tarafında toparlanma algısı olsa da üretim ve dış sipariş beklentilerinde zayıflığın sürdüğünü, istihdam artışı konusundaki isteksizliğin ise işgücü piyasasında temkinli bir görünüm yarattığını ortaya koymuştur.

Reel Kesim Güven Endeksi anketinde firmalara 12 ay sonrası için ÜFE beklentisi de sorulmuştur. Bu beklenti %34.5 olarak kaydedilmiştir. En son açıklanan ÜFE yıllık artışı ise %25.0 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu durum, reel kesimin fiyatların önümüzdeki dönemde yükseleceğini beklemeye devam ettiğini göstermiştir.

Şekil.6 İktisadi Yönelim Anketi



Kaynak: TCMB

Anket sonuçları, son üç aya ilişkin üretim hacmi artışının bir miktar hız kazandığını, ancak ihracat siparişlerinde azalış bildiren işletmelerin oranının yükseldiğini ortaya koymuştur. İç piyasa siparişlerinde daralma eğilimi sürmekle birlikte, bu eğilim bir önceki aya kıyasla hafiflemiştir.

Mevcut siparişlerin mevsim normallerinin altında olduğunu belirten işletmelerin oranı azalmış; buna karşılık stok seviyelerinin mevsim normallerinin üzerinde olduğu yönündeki görüşler artmıştır. Bu durum, üretim artışının talep artışından ziyade stok yönetimi kaynaklı olabileceğini düşündürmektedir.

Gelecek üç aya ilişkin beklentiler zayıflamıştır. Üretim hacmi, iç piyasa ve ihracat siparişlerinde artış bekleyenlerin oranı gerilerken, gelecek üç ayda istihdam artışı bekleyenlerin oranı da düşmüştür. Buna karşın, gelecek 12 ay içinde sabit sermaye yatırım harcamalarını artırmayı planlayan işletmelerin payı yükselmiştir.

Ortalama birim maliyet ve satış fiyatı artışı bekleyen işletmelerin oranı azalmış, yıllık ÜFE beklentisi ise bir önceki aya göre 0.9 puan düşerek %34.5 seviyesine gerilemiştir. Buna rağmen genel gidişata ilişkin değerlendirmelerde iyimserlik zayıflamış, bir önceki aya göre daha kötümser olduğunu belirten işletmelerin oranı artmıştır.

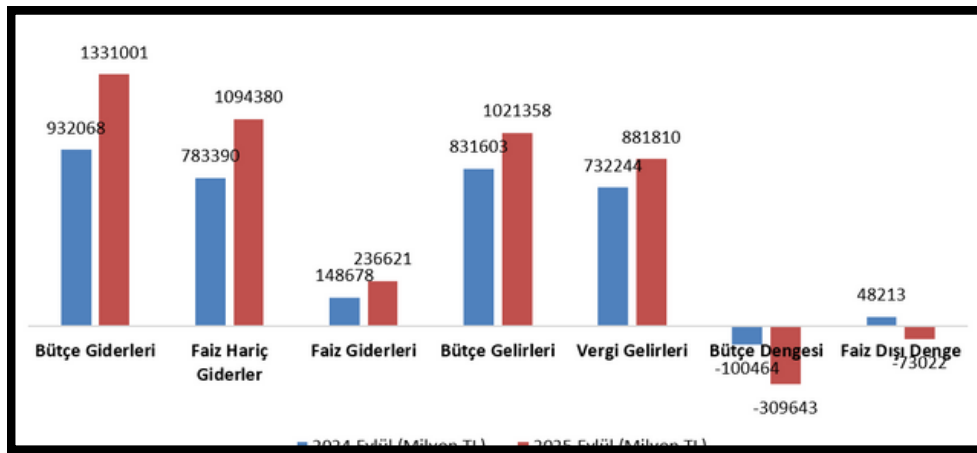
Maliye Politikası

2025 yılı Eylül ayında merkezi yönetim bütçesi 309,6 milyar TL açık vermiştir. Bütçe gelirleri 1 021 milyar TL olurken, bütçe giderleri 1 331 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Böylece faiz dışı denge de 73 milyar TL açık vermiştir. Bir önceki yılın aynı ayında bütçe 129,3 milyar TL açık vermişti; dolayısıyla yıllık bazda bütçe açığı %139 oranında artış göstermiştir. Yılın Ocak-Eylül döneminde ise toplam bütçe açığı 1 217 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Eylül ayında bütçe gelirleri geçen yılın aynı ayına göre %55.4 oranında artış göstermiştir. Bu artışın temel kaynağı vergi gelirleri olmuştur. Vergi gelirleri 924,7 milyar TL'ye ulaşarak yıllık bazda %58.3 oranında yükselmiştir. Gelir vergisi %74 artışla 204,5 milyar TL'ye, kurumlar vergisi %60.5 artışla 137,2 milyar TL'ye çıkmıştır. KDV gelirleri (dahili) 141,6 milyar TL'ye yükselmiş, ithalde alınan KDV ise 184,0 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Vergi dışı gelirler 96,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu tablo, vergi tahsilatında güçlü bir nominal artışa işaret etmekle birlikte, bu artışın önemli bir kısmı enflasyon ve kur etkisinden kaynaklanmıştır.

Bütçe giderleri yıllık bazda %42.8 oranında artarak 1 331 milyar TL'ye yükselmiştir. Faiz dışı harcamalar 1 094 milyar TL'ye ulaşarak %38.7 oranında artmış, faiz giderleri ise %73.5 artışla 236,9 milyar TL olmuştur. Faiz giderlerindeki bu hızlı yükseliş bütçe dengesini olumsuz etkilemiştir. Giderler içinde en fazla artış cari transferler kaleminde (%47) gerçekleşmiş, bunu personel giderleri (%42.1) ve mal ve hizmet alımları (%36.8) izlemiştir.

Şekil.7 Bütçe Gerçekleşmeleri

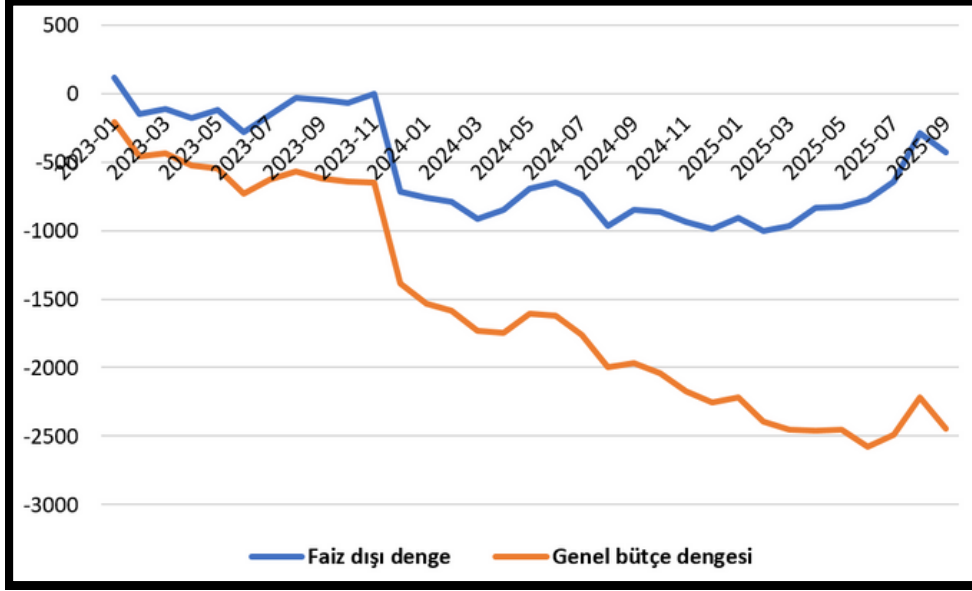


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Eylül ayında bütçe açığının artmasında iki temel unsur etkili olmuştur. Birincisi, faiz giderlerindeki hızlı artış bütçe disiplini zayıflatmıştır. İkincisi, gelir artışının büyük ölçüde enflasyondan kaynaklanması, reel anlamda bütçe dengesinde iyileşme sağlamamıştır. Buna karşın vergi performansı güçlü seyrini korumuş, özellikle gelir ve kurumlar vergisi tahsilatındaki artış dikkat çekmiştir. Ancak iç talepteki yavaşlama eğilimi, önümüzdeki dönemde vergi gelirlerinin artış hızını sınırlayabilecek bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Eylül 2025 itibarıyla bütçe dengesi yeniden açık vermiştir. Ağustos ayındaki geçici bütçe fazlasının ardından Eylül'de gözlenen bu açık, mali disiplin açısından dönemsel bir bozulmayı yansıtmaktadır. Faiz dışı açığın oluşması, bütçe dengesinin temelinde yapısal zorlukların sürdüğünü göstermektedir.

Şekil.8 Genel Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Dış ticaret ve Ödemeler Dengesi

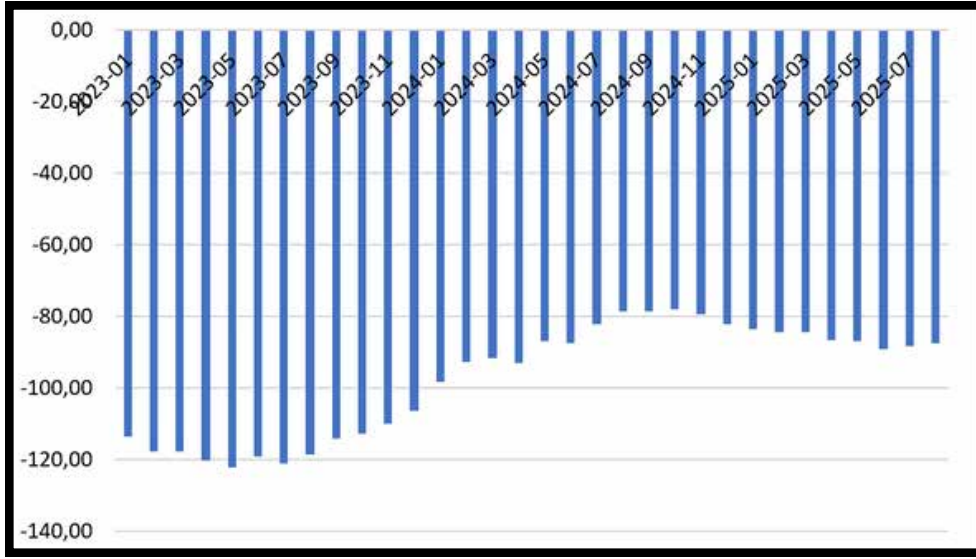
2025 yılı Eylül ayında Ticaret Bakanlığı'nın açıkladığı verilerde Türkiye'nin dış ticaret açığı yaklaşık 6,9 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde ihracat 22,6 milyar dolar seviyesinde kaydedilmiş, ithalat ise artış eğilimini sürdürmüştür. Böylece dış ticaret açığının genişlemesinde ithalattaki yükseliş belirleyici olmuştur.

Eylül ayında ihracatta sınırlı bir artış yaşanırken, ithalatın özellikle ara malı ve sermaye malı kalemlerinde yükselmesi dış ticaret dengesini olumsuz etkilemiştir. Küresel enerji fiyatlarının görece yüksek seyri ve döviz kuru etkisi de ithalat faturasını artıran unsurlar arasında yer almıştır. Buna karşılık, ihracat tarafında Avrupa pazarlarındaki zayıf talep ve küresel ticaret hacmindeki yavaşlama Türkiye'nin ihracatını sınırlamıştır.

Sonuç olarak, 2025 yılı Eylül ayında dış ticaret açığı bir önceki aya kıyasla kısmen artış göstermiş, bu durum da yılın üçüncü çeyreğinde dış ticaret dengesinde kısa vadeli bir bozulmaya işaret etmiştir. Ancak hizmet gelirlerindeki güçlü seyrin ve turizm kaynaklı döviz girişlerinin etkisiyle, cari denge üzerindeki etkinin sınırlı kalması beklenmektedir.

TÜİK'in açıkladığı veriler ise en son Ağustos ayına dair verileri göstermektedir. Bu verilerden de dış ticaretin gelişimi izlenebilmektedir. Dış ticaret açığı 2024 sonunda 78 milyar dolara kadar gerilemişti. Ancak yeniden artışa geçmiştir. Şu anda 88 milyar dolara ulaşmıştır. Altın kotasının olması altın ithalatını sınırlamakta ve de enerji fiyatlarının düşük seyretmesi bu sürece katkı sağlamaktadır.

Şekil.9 Dış Ticaret Dengesi (Milyar Dolar)



Kaynak: TÜİK

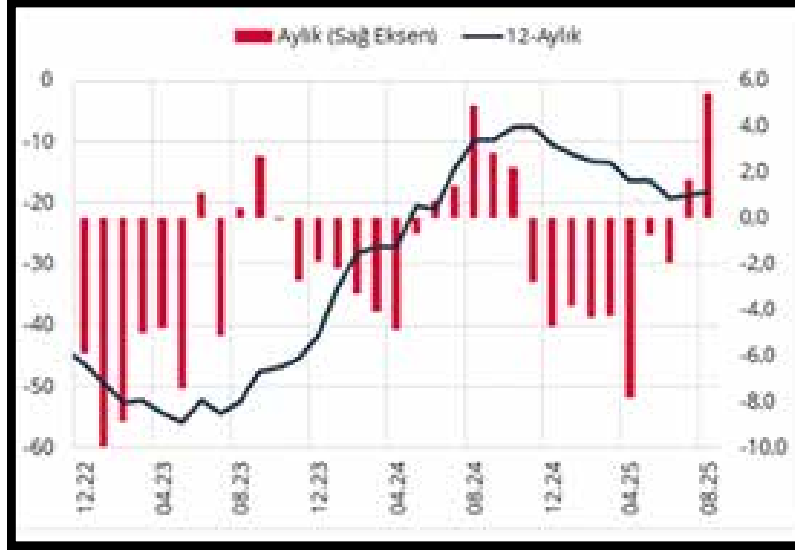
2025 yılı Ağustos ayında Türkiye ekonomisinde dış finansman dengesi olumlu bir seyir göstermiştir. Cari işlemler hesabı 5,5 milyar dolar fazla verirken, altın ve enerji hariç cari fazla 10 milyar dolara ulaşmıştır. Böylece cari işlemler dengesinde son üç yılın en yüksek fazlası kaydedilmiştir.

Mal ticareti kaleminde ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı 2,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde ihracat 21,4 milyar dolar, ithalat 24,2 milyar dolar olmuştur. Buna karşılık hizmetler dengesi 9,5 milyar dolar fazla vererek cari fazlanın temel kaynağını oluşturmuştur. Hizmet gelirleri alt kaleminde seyahat gelirleri 7,7 milyar dolar, taşımacılık gelirleri 2,8 milyar dolar olarak kaydedilmiştir.

Birincil gelir dengesi 1,2 milyar dolar açık verirken, ikincil gelir dengesi 40 milyon dolar fazla vermiştir.

Ağustos ayı itibarıyla yıllıklandırılmış cari işlemler dengesi 18,3 milyar dolar açık seviyesine gerilemiştir. Bu rakam, bir önceki yılın aynı döneminde 51,4 milyar dolar olan cari açığa kıyasla yaklaşık 33 milyar dolarlık iyileşmeye karşılık gelmektedir. Yıllık hizmet gelirleri ise 62,3 milyar dolara ulaşarak Türkiye'nin cari denge üzerindeki en güçlü destek kalemi olmuştur.

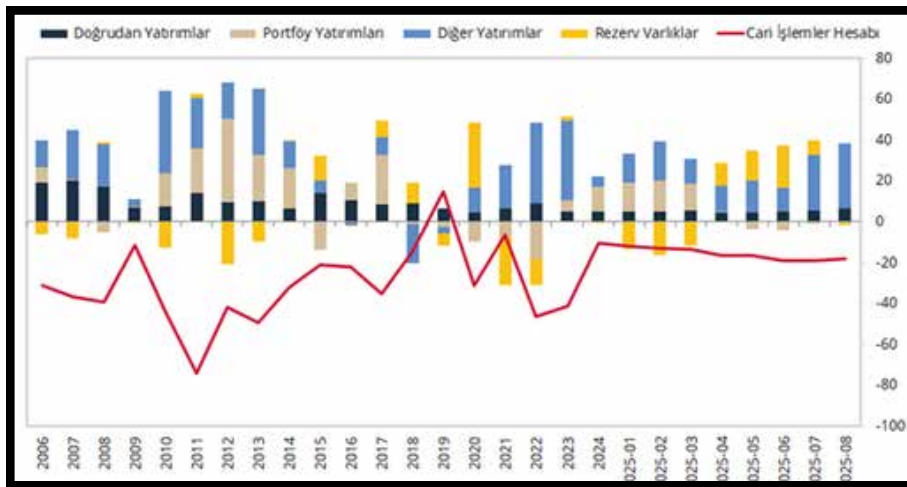
Şekil.10 Cari Denge (Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Finansman tarafında, Ağustos ayında net sermaye girişi 3,8 milyar dolar olmuştur. Doğrudan yatırımlar 986 milyon dolar net giriş kaydederken, portföy yatırımlarında 662 milyon dolar net çıkış yaşanmıştır. Diğer yatırımlar kaleminde bankalar ve reel sektör tarafından 4 milyar dolar tutarında net kredi kullanımı gerçekleştirilmiştir. Resmî rezervler 5,7 milyar dolar artış göstermiş, bu da TCMB rezerv pozisyonunu güçlendirmiştir.

Şekil.11 Finans Hesabı (Milyar Dolar)

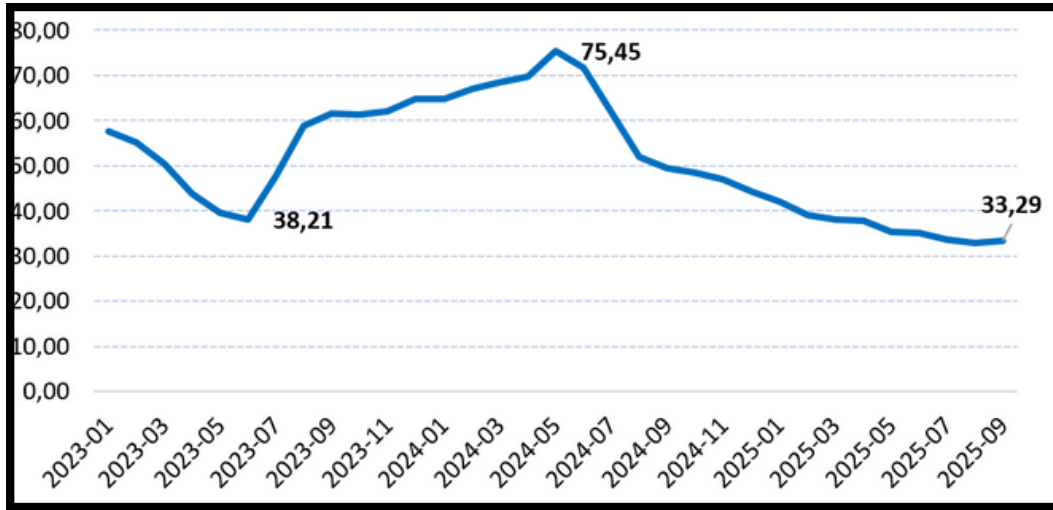


Kaynak: TCMB

Enflasyon

2025 yılı Eylül ayında Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %3.23 artarken, yıllık enflasyon oranı %33.29 seviyesinde gerçekleşmiştir. Böylece enflasyon, Ağustos ayındaki %32 seviyesinden sınırlı bir artış göstererek son dört ayın en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Bu artışta özellikle enerji, konut, eğitim ve gıda kalemleri belirleyici olmuştur. Bu ayda en yüksek artış eğitim grubunda yaşanmıştır. Eğitim aylık bazda %17.90 artmıştır. İkinci önemli kalem ise gıda ve alkolsüz içecekler grubu olmuştur. Gıda ve alkolsüz içekte ise aylık artış %4.62 olarak kaydedilmiştir. Enflasyondaki bu beklenen üstü artış acaba dezenflasyon sürecinin sonuna mı gelindi endişelerini de beraberinde getirmiştir.

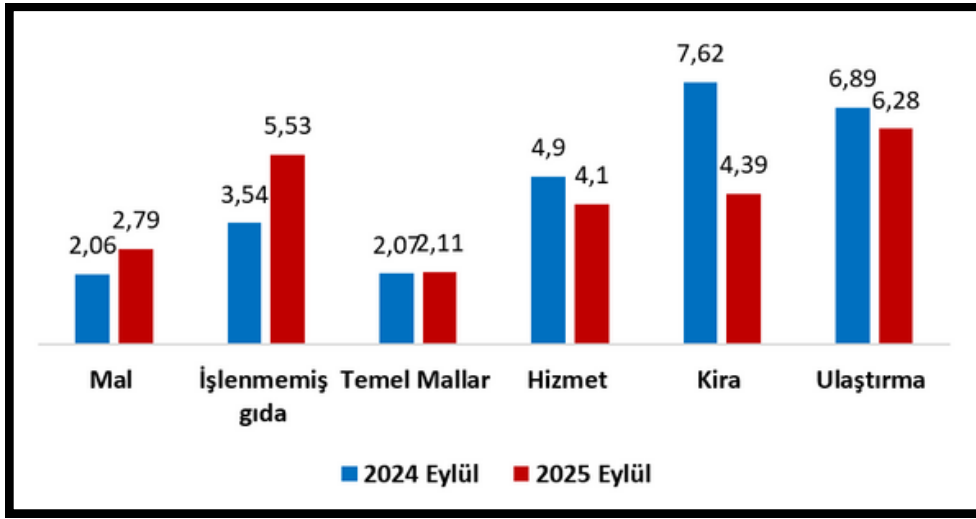
Şekil.12 TÜFE Enflasyon (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Çekirdek enflasyona baktığımızda bozulma eğiliminin sürdüğü görülmektedir. B ve C endeksi sırası ile aylık olarak %3.34 ile %3.22 gelerek enflasyonun mevsimsellikten hariç tüm mal gruplarında bozulma eğilimi ortaya koyduğunu göstermiştir. Gruplar bazında baktığımızda Ağustos ayında %1.72 gelen mal enflasyonu Eylül ayında %2.79'a yükselmiştir. Hizmet enflasyonunda ise %2.65'ten %4.10 gibi bir orana ulaşılmıştır. Bu da tüm mal ve hizmet gruplarında enflasyon görünümünün bozulduğunu göstermektedir. Mallar içerisinde işlenmemiş gıdalar %5.53 ile hizmetler arasında ise ulaştırma %6.28 ile en çok fiyatı artan kalemler olarak öne çıkmıştır.

Şekil.13 Seçilmiş Kalemlerde Enflasyon (Aylık, %)

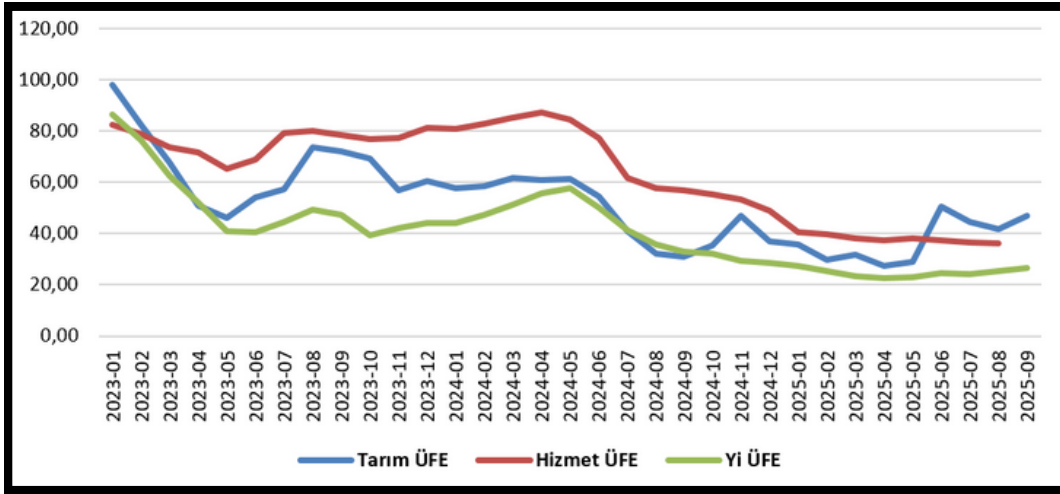


Kaynak: TÜİK

2025 yılı Eylül ayında Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE) bir önceki aya göre %2.52 artarken, bir önceki yılın aynı ayına göre %26.59 oranında yükselmiştir. Böylece üretici fiyatları, son dört ayın en yüksek aylık artışını göstermiştir. Aylık artışı dayanıksız tüketim malları (%5.07) ve imalat (%2.79) sürüklemiştir; bu görünüm gıda-kimya-tekstil gibi tüketim ağırlıklı imalat kollarında maliyet baskısının belirginleştiğine işaret etmektedir. Elektrik-gaz-buhar kalemindeki -%0.05'lik sınırlı düşüş, enerji tarafının bu ay manşete yukarı yönlü baskı yapmadığını gösterirken, enerji toplamı yine de %0.78 artmıştır. Dayanıklı tüketim (%2.80) ve sermaye malları (%1.90) artışları, kur ve ithal girdi maliyetleri kaynaklı fiyatlanmanın sürdüğüne işaret etmektedir. Genel olarak, üretici enflasyonu Eylül'de yaygın ve tüketim malları ağırlıklı bir maliyet artışına işaret etmiş; enerji bacağı ise yataya yakın kalmıştır.

2025 yılı Eylül ayında Tarım-ÜFE, bir önceki aya göre %5.80 artış göstermiştir. Endeks, bir önceki yılın Aralık ayına göre %28.90, bir önceki yılın aynı ayına göre ise %46.83 oranında yükselmiştir. On iki aylık ortalamalara göre değişim oranı ise %37.98 olarak gerçekleşmiştir. Böylece üretici fiyatlarındaki artış, yılın üçüncü çeyreğini güçlü bir ivmeyle kapatmıştır. Sektörler bazında incelendiğinde, tarım ve avcılık ürünleri ile ilgili hizmetlerde %6.28, ormancılık ürünleri ve ilgili hizmetlerde %0.25 oranında artış gerçekleşmiştir. Buna karşılık balıkçılık ve diğer balıkçılık ürünleri, su ürünleri ve balıkçılık için destekleyici hizmetlerde ise %1.96 oranında azalış gözlenmiştir. Hizmet ÜFE'de ise elimizde en son veri Ağustos olmakla birlikte %2.47'lik bir aylık artış görülmektedir. Bu yıllıkta hafif bir düşme olsa da yüksek seviyesini korumaktadır.

Şekil.14 Üretici Enflasyonu (Yıllık, %)

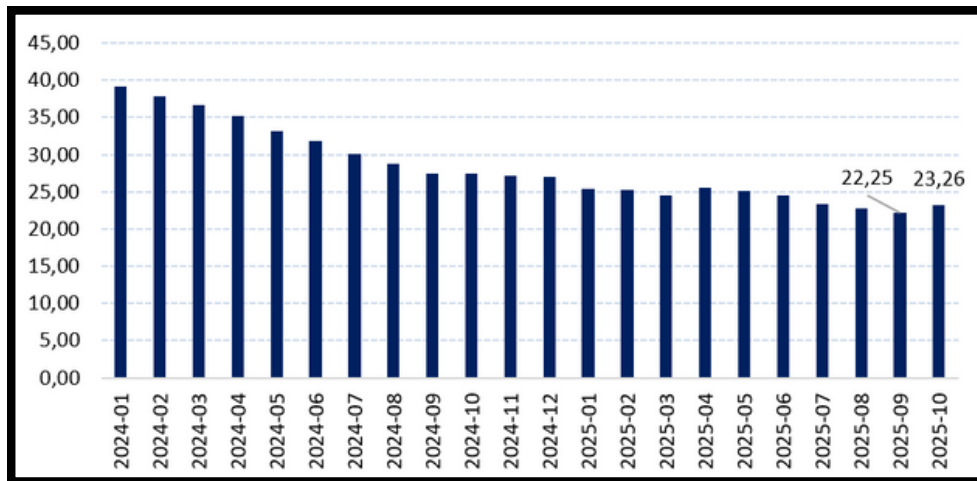


Kaynak: TÜİK

Şekilde görüldüğü gibi tüm üretici fiyat endekslerinde 2024 Nisan ayından sonra bir aşağı doğru iniş olmuştur. Ancak bu 2025 Temmuz itibarı ile son bulmuş ve de üretici fiyatları artışa geçmeye başlamıştır. Bu maliyet tarafında yukarıya doğru bir ivmelenme olduğunu göstermektedir.

Eylül ayının enflasyonun yüksek gelmesinin ardından bekleyişlerde de bir bozulma olmuştur. Piyasa katılımcıları anketinde ilk defa enflasyon beklentileri bir önceki aya göre artmıştır. Yılsonu enflasyon beklentisi %31.77 olmuştur. 12 ay sonrası enflasyon beklenti ise %23.26'ya yükselmiştir. Piyasa katılımcılarının en düşük enflasyon beklentisine sahip olduğu düşünüldüğünde bu oldukça dikkat çekicidir.

Şekil.15 Piyasa Katılımcıları Enflasyon Bekleyişleri (12 ay sonrası, yıllık, %)



Kaynak: TCMB

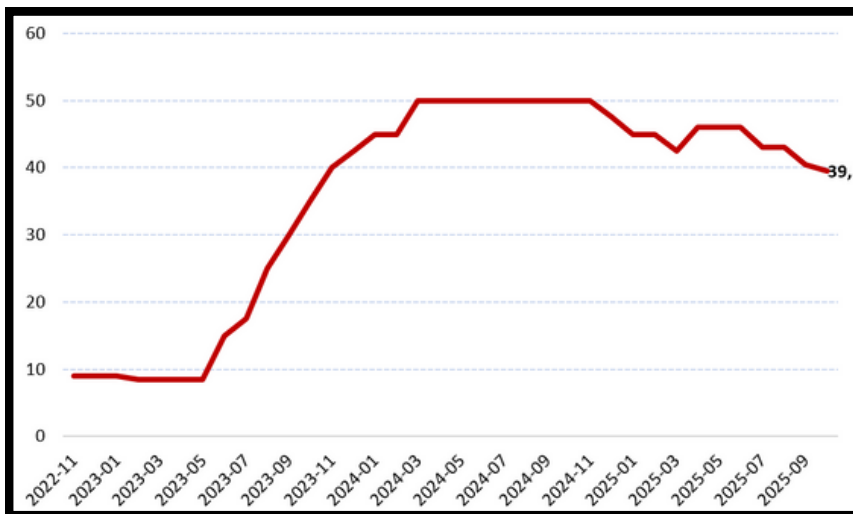
Para ve Kur Politikası

Yüksek gelen Eylül ayı enflasyonu sonrasında TCMB'den beklenen faiz indirimi de gerilemiştir. Hatta belki de bu toplantıda pas geçebilir yorumları da artmıştır. 23 Ekim'de gerçekleştirilen toplantıda TCMB faiz oranını 100 bp düşürerek politika faizini %39.5 olarak belirlemiştir. Buna paralel olarak, gecelik borç verme faizi %43.5'ten %42.5'e, borçlanma faizi ise %39'dan %38'e indirilmiştir. Bir faiz indirimine gitmesine rağmen politika metnindeki detaylar ise daha şahin bir görünüm ortaya koymuştur.

Kurul karar metninde, Eylül ayında enflasyonun ana eğiliminin yükseldiği, ancak talep koşullarının genel olarak dezenflasyonist düzeyde kalmaya devam ettiği vurgulanmıştır. Buna rağmen, özellikle gıda fiyatlarındaki artışın beklentiler ve fiyatlama davranışları üzerinden dezenflasyon sürecini yavaşlattığı belirtilmiştir. Merkez Bankası, fiyat istikrarı sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunun süreceğini, politika adımlarının ise enflasyon gerçekleştirmeleri, ana eğilim ve beklentiler dikkate alınarak belirleneceğini ifade etmiştir. Ayrıca, enflasyon görünümünün hedeflerle belirgin biçimde ayrışması hâlinde ilave sıkılaştırma adımlarının gündeme gelebileceği belirtilmiştir. Kurul, kredi ve mevduat piyasalarında öngörülenin dışında gelişmeler olması durumunda makroihtiyati tedbirlerin devreye alınacağını, likidite koşullarının ise yakından izlenerek yönetileceğini vurgulamıştır.

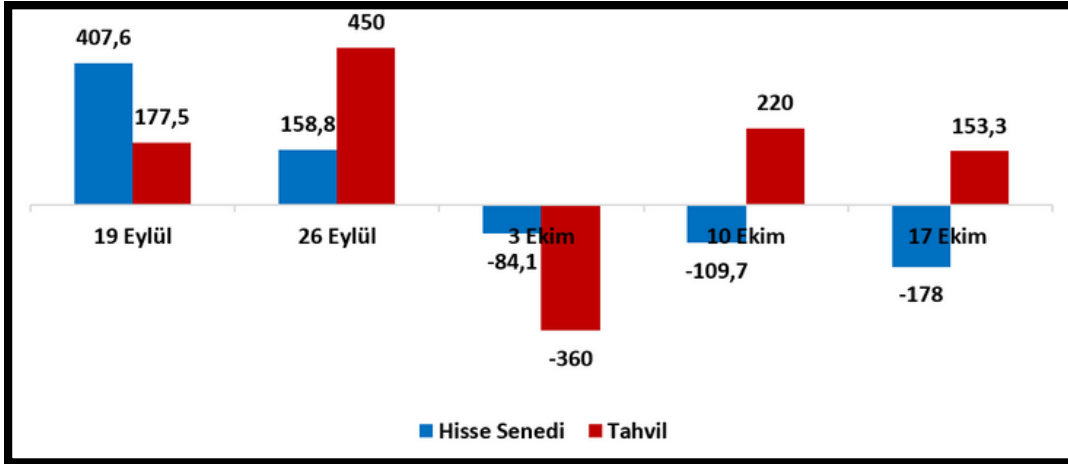
Özetle TCMB sınırlı bir faiz indirimine gitmiştir ve de metinde daha sıkı bir duruş sergileyerek şahin bir mesaj göndermiştir. Dezenflasyon eğiliminin yavaşladığına işaret etmektedir.

Şekil.16 Politika Faiz Oranı (%)



Kaynak: TCMB

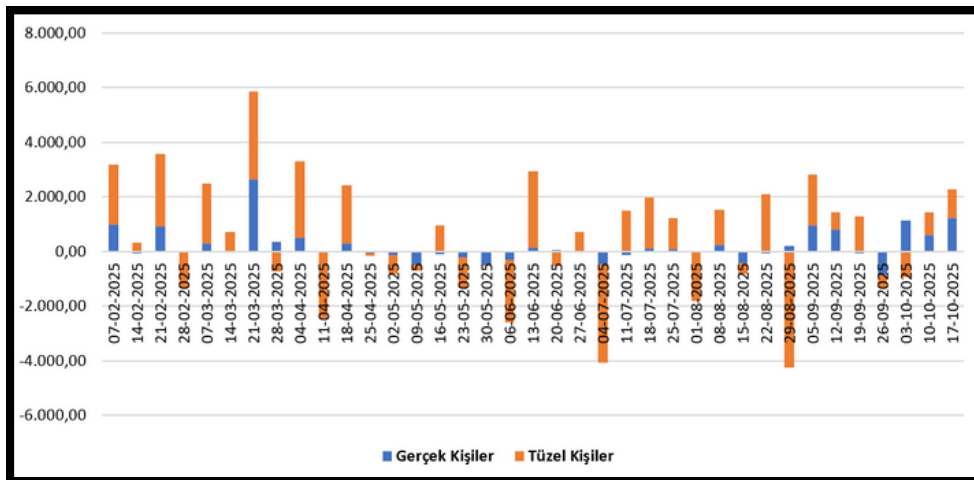
**Şekil.18 Hisse Senedi ve Tahvil Hareketleri
(Milyon Dolar)**



Kaynak: TCMB

KKM bakiyesi 205 milyar TL'ye gerilemiştir. Son dönemde gerek KKM'nin erimesi gerek dezenflasyonda durma gerekse siyasi belirsizlikler mevduat sahiplerinin TL'den uzaklaşmasına sebep olmuştur. Bu doğrultuda döviz mevduatlarında bir artışı yaşanmıştır. Eylül başından 17 Ekim'e kadar olan sürede DTH'larda parite etkisinden arındırılmış toplam 8,04 milyar dolarlık bir artış yaşanmıştır. Benzer bir eğilimin döviz cinsinden olan fonlarda da gözlemlenmektedir. Geçtiğimiz bir ayda döviz cinsinden fonlara net giriş 1.8 milyar dolar olmuştur. Mevduat dolarizasyonu olarak ifade ettiğimiz döviz mevduatlarının toplam mevduatlar içindeki payı %36 olarak kaydedilmiştir.

**Şekil.19 Döviz Mevduat Hesaplarında Değişim
(Kur Etkisinden Arındırılmış, Milyon Dolar)**



Kaynak: TCMB

Dezenflasyonun yavaşlaması sonucunda merkez bankası kurlardaki sıkı duruşunu daha da arttırmıştır. Bu nedenle Ekim başından beri dolardaki artış %0.9 olmuştur. Merkez Bankasının son haftalarda piyasalarda satım yönünde müdahalede bulunduğu analitik bilançolardan ortaya çıkmaktadır. Ancak altındaki gelişmeler şu ana kadar bunu maskeleymiştir. Altın fiyatlarındaki düşüşle birlikte rezerv değişimleri daha net ortaya çıkacaktır. Bundan sonraki aylarda da enflasyon görünümünde iyileşme olacağı beklenmediğinden kurlardaki bu sıkı duruşun devam etmesi olasıdır.

Euro/dolar paritesine geldiğimizde ise FED'in faiz indirimine başlayacak olması ve Trump'ın yaptığı her hamlenin doların değerini düşürmesi nedeniyle bir artış olması beklenebilir. Ancak dikkatli olmak gerekir. Euro'daki bu değerlenme Euro Bölgesi'ndeki iyi gidişat yerine dolardaki değer kaybından kaynaklanmaktadır ve geçici olacaktır. Hedge enstrümanları ile önlem almak daha doğru olacaktır.

Geçtiğimiz ay dışarıda jeopolitik gerilimlerin bir miktar azalarak devam ettiği bir süreç yaşanmıştır. İsrail ve Filistin arasındaki orantısız savaşın sona ermesi –en azından şimdilik- hem insani hem de ekonomik anlamı olarak olumlu okunabilir. Türkiye’nin de rolünün bu anlamda önemli olması uluslararası etkinliğimizi arttırmaktadır.

Trump ise her zamanki gibi tarifeleri silah olarak kullanmaya devam etmektedir. Yine Çin ile arasında devam eden teknoloji savaşında bu silahını göstermiş ve Çin’i %100 tarife koymakla tehdit etmiştir. Teknoloji savaşı iki eksende devam etmektedir. ABD yapay zekada lider konumdadır ve Çin’in bu alanda kendine rakip olmasını engellemeye çalışmaktadır. Çin ise elinde bulunan nadir toprak elementleri ile ABD’yi köşeye sıkıştırmaktadır. Çin’in bu savaşta güçlü duruşu ABD’yi de taviz vermeye zorlamaktadır. Bu aradaki savaş böyle dalgalanarak devam edecektir. Bunun son bulması ancak iki kutbun belli olması ile mümkündür. Biz de şimdi bu geçiş sürecinin kaosunu yaşamak durumundayız.

Diğer taraftan ABD Rusya üzerindeki baskılarını da arttırmak için petrol şirketlerine yaptırım getirmektedir. Rusya’nın en önemli müşterilerinden biri olduğumuz için bizi de yakında ilgilendirmektedir. Rusya ile iş yapan şirketlere de yaptırım konma ihtimali bizi de zorlamaktadır.

İçeride ise bu ayın en önemli olayı enflasyonun beklenilenin çok üstünde çıkmasıdır. Dezenflasyon sürecinin yavaşladığı merkez bankası tarafından da kabul edilmiştir. Enflasyonun genel eğiliminde bir yükseliş görülmektedir. Enflasyonla mücadelede para politikasının yapabildiklerinin sonuna doğru gelinmektedir. Bu da başka politikaların devreye girmesi gerektiğini göstermektedir.

TCMB geçen ay raporda da belirttiğim üzere 100 bp faiz indirimine giderek faiz indirim montanını küçültmüştür. Ancak enflasyondaki görünümün bozulmuş olması merkez bankasını zorlamaktadır. 2026’da ise %16’lık enflasyonun gerçekleşmesi oldukça zor görülmektedir.

Yüksek faiz sanayii zorlamaktadır. Sanayi üretimi her ne kadar yüksek gibi görünse de bu farklı sektörlerde gerçekleşen büyümeden ibaret görülmektedir. Sanayilerin gelişimi birbirinden çok farklılaşmıştır. Ancak sanayinin tamamında beklentilerin çok iyi olmadığı söylenebilir. Öncü bir veri olan satın alma müdürlerinin beklentilerini yansıtan PMI endeksi gıda dışındaki tüm sektörlerde beklentilerin kötü olduğunu göstermektedir.

Maliye politikası tarafında ise sınırlı bir iyileşme eğilimi gözükürken bu ay yine bir miktar açıkla karşılaşmıştır. Genel olarak baktığımızda harcamalar enflasyonun üzerinde devam etmekte bunlar vergi gelirleri arttırılarak fonlanmaktadır. 2026 bütçe tasarısı da bazı vergi teşviklerinin kaldırılması gibi önlemler içermektedir. Ancak bütçenin tamamına bakıldığında dezenflasyonu sağlayacak şekilde para politikasına yeterince destek vereceği beklenmemektedir.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



Derya Hekim



@drderyahekim



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ