



# EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



**BUSİAD**

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

**2025 HAZİRAN**

**DOÇ. DR. DERYA HEKİM**

# İÇİNDEKİLER

---

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

# YÖNETİCİ ÖZETİ

2025 yılının ilk çeyreğinde Türkiye ekonomisi %2,0 oranında büyümüştür. Bu büyüme özel tüketim ve yatırımlardan kaynaklanmış, net ihracatın katkısı sınırlı kalmıştır. Hizmetler ve inşaat sektörleri pozitif katkı sağlarken; sanayi ve tarım sektörlerinde daralma görülmüştür. Harcamalar açısından makine-teçhizat yatırımlarındaki artış ile kamu harcamaları belirleyici olmuştur.

İşgücü piyasasında Nisan'da işsizlik oranı %8.6'ya yükselmiş; genç işsizlik %15.7 olarak gerçekleşmiş, atıl işgücü oranı %32,2 ile kırılmalı derinleştirmiştir. İstihdamda düşüş yaşanmıştır.

Sanayi üretimi Nisan ayında takvim etkisinden arındırılmış bazda yıllık %3.3 artmış; ancak aylık %3.1 düşüş yaşanmıştır. Kapasite kullanım oranı %76.3'e gerilemiş, PMI verisi ise 47.2 seviyesinde kalarak daralma sürecini sürdürmüştür. Reel kesim güven endeksi 98.6'ya düşmüş ve sektörel güven endekslerinde genel zayıflık hakim olmuştur.

Ocak-Mayıs döneminde merkezi yönetim bütçesi 650.3 milyar TL açık vermiş; faiz dışı denge ise 12 aylık kümülatif bazda açık vermiştir. Bu durum, mali yapının sadece faiz kalemiyle değil, temel harcama-gelir dengesiyle de sürdürülebilir olmadığını göstermektedir.

Mayıs ayında dış ticaret açığı 6.5 milyar dolara yükselmiş, ithalat artarken ihracatta daralma yaşanmıştır. Nisan ayı itibarıyla cari işlemler dengesi 5,3 milyar dolar açık verirken, finans hesabında sınırlı sermaye girişi ve TCMB net rezervlerinde yaklaşık 25 milyar dolar düşüş kaydedilmiştir.

Enflasyonda ise TÜFE yıllık %35.41'e gerilemiş, aylık artış %1.53 olurken; Yİ-ÜFE yıllık %23.13 oranında artış kaydetmiştir. Maliyet yönlü baskılar ve hizmet fiyatlarındaki direnç, fiyat istikrarı hedefini zorlaştırmaya devam etmektedir.

Haziran ayındaki PPK toplantısı faizin seyri olarak dikkatle takip edilirken TCMB faiz oranında ve bant aralığında herhangi bir düzenleme yapmamıştır. Para politikası karar metninde ise jeopolitik risklere dikkat çekilmiştir.

Bundan sonraki toplantılar için daha az şahin bir ton benimsediği metnin genel yapısında görülmektedir. Enflasyon oranındaki gerileme de buna imkan vermektedir.

“

*"Ekonomiler, büyümekten çok, ayakta kalma biçimleriyle tanımlanır."*

*Albert O. Hirschman*

”

D. Trump'ın başkan seçilmesinden sonra savaşların biteceği ve jeopolitik risklerin ortadan kalkacağı görüşü artık tamamen terk edilmiştir. Suriye tarafında bir miktar durulma olsa da Rusya Ukrayna savaşı hala devam etmektedir. Şimdi buna bir de İsrail ve İran savaşı eklenmiştir.

İsrail-İran çatışması, 13 Haziran 2025'te İsrail'in İran topraklarındaki nükleer ve askeri hedeflere yönelik hava saldırılarla başlamış ve Tahran, İsfahan, Natanz gibi tesislerde operasyonlar düzenlenmiştir. Bu saldırılarla birlikte hem üst düzey askeri liderler hem de nükleer bilim insanları öldürülmüş; en az 224 sivil hayatını kaybetmiş ve 1.000'den fazla kişi yaralanmıştır. Bu dönem, uzun yıllar süren "gölge savaşın" yerine dönüşümsel ve doğrudan bir askeri çatışmanın yaşandığı ilk an olarak kayda geçmiştir.

Bu durum beklenildiği üzere, petrol fiyatlarında bir artışa neden olmuştur. İran çok büyük bir üretici olmasa da piyasaları sarsmıştır. İran'ın üretimi toplam petrol üretiminin %4'ü kadardır. Petrol üretiminin olmaması durumunda dahi Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri üretimlerini arttırdıklarında bunu telafi edebilmektedir. Bu iki ülkenin boş kapasiteleri yaklaşık dünya üretiminin %3.5'ini bulmaktadır. Bu savaşta en önemli risklerden biri ise petrol ve LNG sevkiyatının yapıldığı Hürmüz Boğazı'nın kapatılmasıdır. Petrol üretimin %20'si Hürmüz Boğazı'ndan sevk edildiğinden bu boğazın kapatılması ile birlikte petrol fiyatlarının 120 dolara çıkabileceği tahmin edilmektedir. Tabii bu boğazın kapatılması İran ekonomisine de zarar verecektir. Bu nedenle tam olarak kapanması çok mantıklı görülmemekle birlikte bu rota riskli olduğu için tercih edilmeyebilir. Ayrıca bu rota üzerinde sigorta maliyetleri de artmaktadır. Bu da petrol üretim ve sevkiyatını daha maliyetli yaptığından sonuçta petrol fiyatında yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır.

İkinci ve daha önemli bir tehlike ise ABD'nin savaşa girme ihtimali olarak görülmektedir. Bu durumda savaşın genişleme ihtimali de artmaktadır. O zaman riskler de artacak ve de İran'ın da müttefikleri vurma ihtimali ortaya çıkabilecektir. O durumda petrol fiyatlarının 150 dolar ve üstünü görmesi daha muhtemel olarak görülmektedir.

Bir yandan da Trump'ın tarife tehditleri ara ara yeniden gündeme gelmektedir. ABD ile Çin arasındaki tarifeler ise her ne kadar yüksek tarifeler indirilmiş olsa da devam etmektedir. Trump tarifeleri 9 Temmuz tarihine kadar ertelemişti ancak Şu ana kadar sadece İngiltere ile anlaşmaya varılmıştır. Diğer ülkelerle tarifeler konusunda bu kadar süre içinde anlaşma yapılması zor görülmektedir.

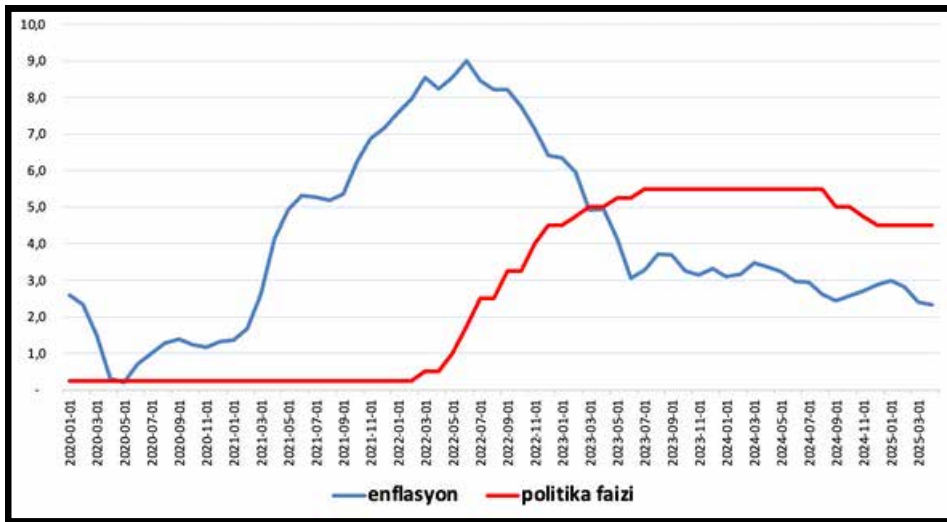
**ABD ekonomisinde** veriler iyi gelirken beklentiler bozuk gelmeye devam etmektedir. Mayıs ayı enflasyonu beklentilerin altında 2.4 olarak açıklanmıştır. Bu hala bir tarife etkisinin olmadığını göstermektedir. Ancak beklentiler yüksek kalmaya da devam etmektedir. Michigan Üniversitesinin yaptığı beklenti anketinde 5 yıllık enflasyon beklentisi %4.1 ile tarihi yüksek seviyelerinde ölçülmektedir.

ABD’de tariflerin etkisini ithalat da görmek mümkündür. ABD’nin ithalatı %19.8 azalmıştır. Ancak tabii tarifelerden önce ithalat artışı yaşanmıştı, başladıktan sonra da ithalatın azalması normal olarak görülebilir. Uzun vadede ne olacağına bakmak gerekmektedir.

İşsizlik oranı %4.2’de kalmaya devam etmektedir. Tarımdışı istihdamda da henüz bir bozulma görülmemektedir. ABD’de tarihsel olarak işsizlik oranı %5.7 olarak kaydedilmiştir. Yani işsizlik oranı şu anda tarihi seviyesinin çok altında seyretmektedir. Ancak ABD’de işsizliğin artma ihtimali de göz ardı edilmemelidir. Pandemi esnasında işçi bulamayan firmalar tekrar aynı duruma düşmek korkusu ile işçi çıkarmaktan imtina etmektedir. Tabii bu firmalar işçi çıkarmaya başlarsa işsizlik hızla artabilir.

FED 18 Haziran’daki toplantısında dördüncü defa faizleri sabit tutmuştur. Bu toplantıda ekonomik projeksiyonlar önemli görülmüştür. Fed 2025 için büyüme tahminini yüzde 1.7’den yüzde 1.4’e düşürürken, enflasyon tahminlerini bu yıl için yüzde 2.7’den yüzde 3’e, 2026 için yüzde 2.2’den yüzde 2.4’e ve 2027 için yüzde 2’den yüzde 2.1’e çıkarmıştır. Powell’in biraz daha ihtiyatlı kalmayı tercih ettiği görülmektedir.

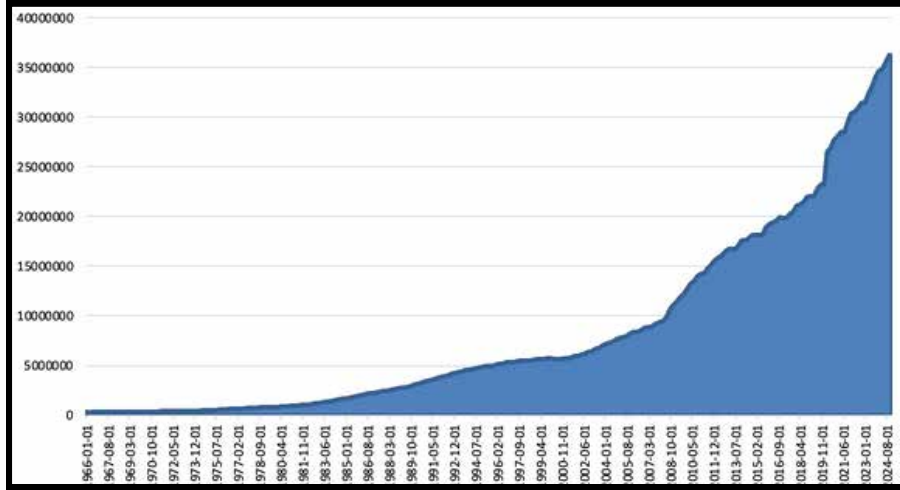
**Şekil.1 ABD Enflasyon ve Politika Faizi (Yıllık, %)**



Kaynak:FED

ABD ekonomisi için bugün en önemli risk ise borç seviyesi olmaya başlamıştır. Borcu 36 trilyon dolara çıkmıştır. Trump'ın yeni çıkaracağı "Big Beautiful Bill" dediği vergi indirimi tasarısı ile bu borcun 40 trilyon doları aşması beklenmektedir. Borcun faiz ödemesinin ise yıllık 1 trilyon doları aşacağı tahmin edilmektedir.

**Şekil.2 Federal Borç (Milyon Dolar)**

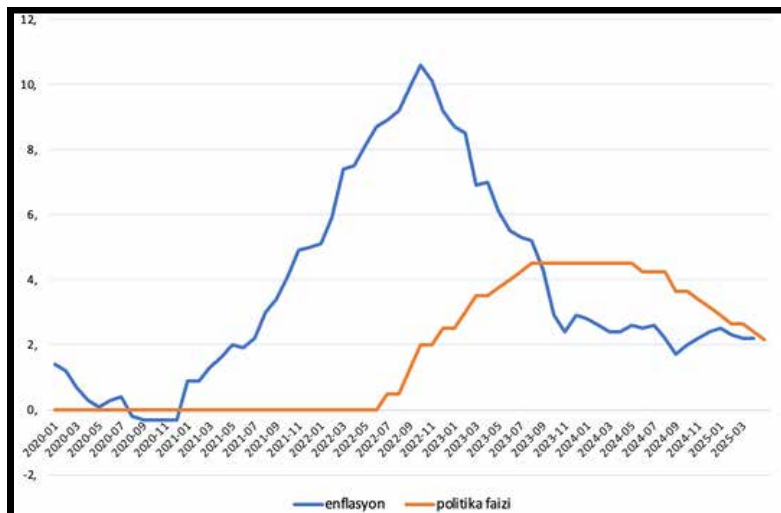


Kaynak: FED

**Euro Bölgesinde** enflasyon %1.9 ile fiyat istikrarı hedefini sağlamış görünmektedir. Avrupa Merkez Bankası neredeyse gevşemesini tamamlamıştır. Geçen hazirandan beri yedinci faiz indirimini yapmış, FED ile arasındaki faiz farkı 225bp'a çıkmıştır Buna rağmen Euro dolar paritesinde bir artış görülmektedir. Euro dolar karşısında yılbaşından beri %13 değer kazanmıştır. Bu da euronun güçlü görülmesinden ziyade dolardan bir kaçıışı göstermektedir.

Ancak Euro Bölgesi için düşük büyüme tahminleri devam etmektedir. Avrupa Merkez Bankası bu yıl büyümenin %0.9, 2026 için %1.1 ve de 2027'de %1.3 olmasını beklemektedir. Tabii ki bu Euro Bölgesi için oldukça düşük büyüme oranlarıdır.

**Şekil.3 Euro Bölgesi Enflasyon ve Politika Faizi (Yıllık, %)**



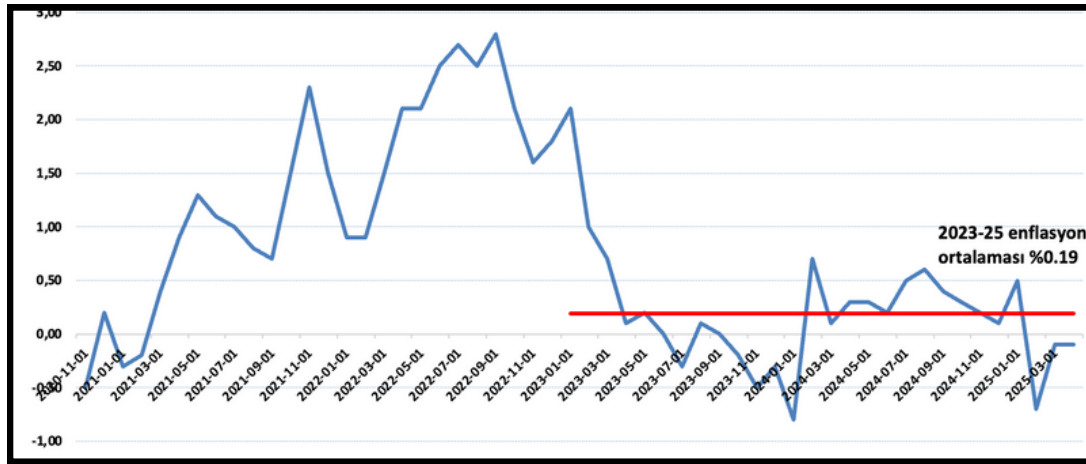
Kaynak: Eurostat

**Çin ekonomisi**, diğer taraftan deflasyonla uğraşmaya devam etmektedir. Üretici fiyatları endeksi 22 aydır negatif gelmesi bunun en önemli göstergesidir. Otomotivde iç piyasada fiyat rekabeti başlarken bu durum içeride de fiyatların düşmesine neden olmaktadır. Fabrika aktiviteleri ise düşmeye devam etmektedir. Tüketici fiyatları ise 4 aydır negatif kaydedilmiştir.

Çin'in Mayıs ayı ihracatı %4.8 artarken ABD'ye ihracat %34.5 düşmüş, ithalat %3.4 düşerken ABD'ye ithalat %18 düşmüştür. Kısaca Çin'in ihracatı artarken ABD'ye ihracatı gerilemiştir. Çin bu ihracat düşüşünü başka pazarlara ihracat yaparak telafi etmiş görünmektedir. İhracatı Güney Asya'ya %15, AB'ye %12 ve Afrika'ya %33 artmıştır. ABD ile arasında tartışma konusu olan nadir toprak elementleri ihracatı da %5.7 düşmüştür.

Çin 5.5 trilyon yuani bulan mali canlandırma programı açıklamış ancak ne yazık ki yine de tüketimi canlandırmayı başaramamıştır. hanehalkı tüketimi GSYH'nın sadece %39'unu oluşturmaktadır. Emlak krizinin çözülmemesi bu durumu daha da zorlaştırmıştır. Emlak Çinliler için en önemli servet aracıdır. Bu nedenle servet etkisi terse çalışmakta ve tüketim düşmektedir.

**Şekil.4 Çin Tüketici Enflasyonu (Yıllık, %)**

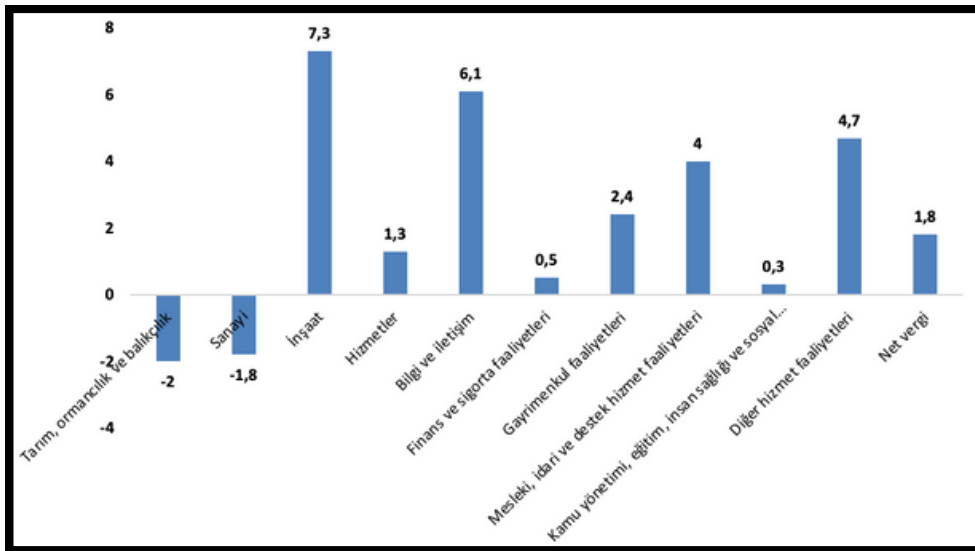


## Ekonomik Büyüme

2025 yılının ilk çeyreğinde Türkiye ekonomisi yıllık bazda reel olarak %2 oranında büyüme kaydetmiştir. Bu oran, 2024 yılının aynı dönemine göre yavaşlayan bir büyüme ivmesine işaret ederken, büyümenin sektörel bileşenleri ekonomik faaliyetin dengesiz bir dağılım gösterdiğini ortaya koymaktadır. Sanayi sektörü %1,8, tarım sektörü ise %2 oranında daralma yaşamıştır. Bu gelişmeler üretim kanadı üzerinde zayıflayan iç ve dış talep ile yüksek finansman maliyetlerinin baskı yarattığını göstermektedir. Öte yandan inşaat sektörü %7,3 gibi oldukça güçlü bir performans sergileyerek büyümeye önemli katkı sağlamıştır. Özellikle kamunun destekleyici harcamaları, kentsel dönüşüm ve altyapı yatırımları bu sektörü sürükleyen temel unsurlar olmuştur.

Hizmetler sektörünün alt kalemlerinde ise nispeten pozitif bir görünüm göze çarpmaktadır. Bilgi ve iletişim faaliyetleri %6,1, diğer hizmet faaliyetleri %4,7 ve mesleki-idari destek hizmetleri %4 oranında büyüme göstermiştir. Kamu yönetimi, eğitim, sağlık ve sosyal hizmetlerdeki büyüme %0,3 ile sınırlı kalırken, finans ve sigorta faaliyetleri %0,5 gibi zayıf bir artış göstermiştir. Net vergilerdeki %1,8'lik artış, kamu maliyesinin büyümeye katkısına işaret etmektedir. Toplamda değerlendirildiğinde, 2025'in ilk çeyreğinde büyümenin temel belirleyicileri inşaat ve bazı hizmet alt kalemleri olurken; üretim, tarım ve kamu faaliyetlerinde görülen durgunluk büyümenin tabana yayılmadığını göstermektedir.

Şekil.5 Sektörel Büyüme Oranları (Yıllık, %)

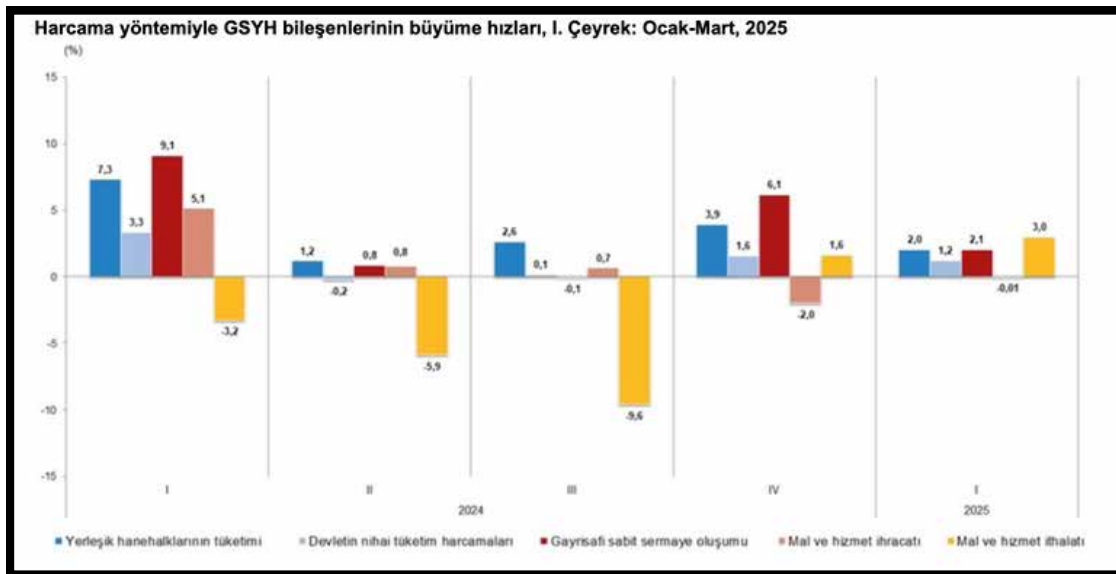


Kaynak:TÜİK

2025 yılının ilk çeyreğinde Türkiye ekonomisinde büyümenin ana sürükleyicisi iç talep olmuştur. Yerleşik hanehalklarının tüketim harcamaları reel olarak %2 artış kaydederek büyümeye anlamlı katkı sağlamıştır. Bu oran, geçmiş çeyreklere kıyasla bir yavaşlamayı işaret etse de özel tüketimin hâlâ büyüme üzerinde baskın etkisini koruduğunu göstermektedir. Kamu tüketimi de %1.2'lik artışla büyümeye sınırlı destek sağlamıştır. Harcama bileşenleri içinde en güçlü artış, %2.1 ile gayrisafi sabit sermaye oluşumu (yani yatırımlar) kaleminde gerçekleşmiştir. Bu durum, yatırım iştahında toparlanma sinyali olarak okunabilir; ancak bu iyileşmenin sürdürülebilirliği yüksek finansman maliyetleri ve jeopolitik belirsizlikler nedeniyle halen kırılğan olamaya devam etmektedir.

Dış talep tarafında ise ihracat %3 artarken, ithalat hemen hemen sabit kalmış, %0.01 oranında gerilemiştir. Bu görünüm, net ihracatın büyümeye katkısının sınırlı olduğunu ortaya koymaktadır. Önceki çeyreklerde ithalat kalemindeki sert daralmalar nedeniyle net dış talep büyümeyi desteklemişti. Ancak 2025'in ilk çeyreğinde hem ihracat hem ithalat yatay bir seyir izleyerek büyüme üzerinde daha nötr bir etki yaratmıştır. Genel olarak değerlendirildiğinde, büyümenin temel kaynakları hâlâ iç taleptir; dış talep tarafında ivme zayıflamış ve dış ticaret dengesi büyümeyi belirleyen bir unsur olmaktan uzaklaşmıştır.

**Şekil.6 Harcama Yöntemi ile GSYH**

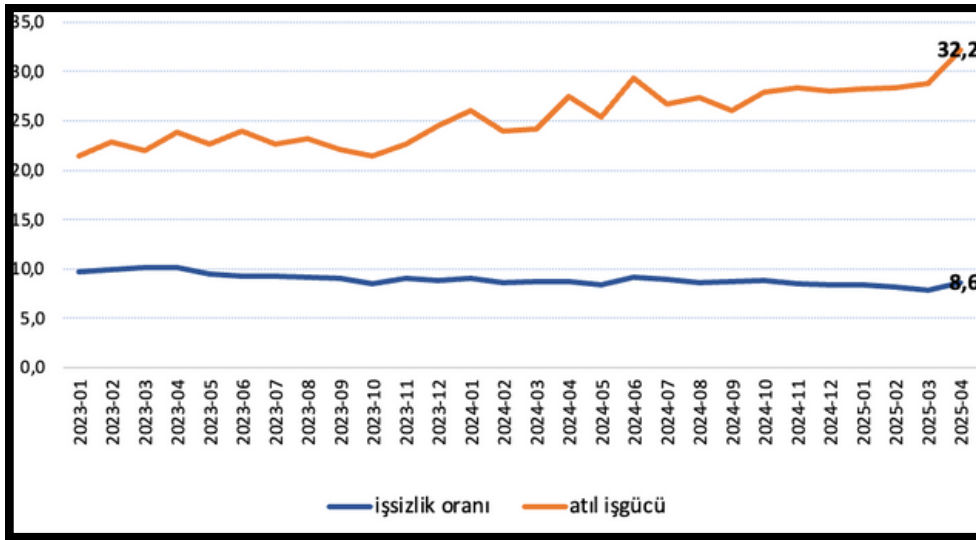


Kaynak: TÜİK

## İşsizlik

2025 yılı Nisan ayında mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı %8.6'ya yükselerek bir önceki aya kıyasla dikkat çekici bir artış göstermiştir. İşsiz sayısındaki bu artışa paralel olarak istihdam edilen kişi sayısı önemli ölçüde azalmış ve istihdam oranı düşüş kaydetmiştir. Bu durum, işgücü piyasasında hem arz hem de talep yönlü baskıların arttığını göstermektedir. Özellikle atıl işgücü oranı olarak da bilinen geniş tanımlı işsizlik oranının %32.2'ye kadar yükselmiş olması, sadece resmi işsizlik oranının değil, potansiyel işgücü ve eksik istihdamın da ciddi bir sorun haline geldiğini ortaya koymaktadır. Genç nüfusta işsizlik oranı yüksek seyrini sürdürürken, kadın işsizliği erkeklere kıyasla daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Tüm bu gelişmeler, işgücü piyasasında toparlanmanın kırılgan olduğunu ve büyümenin istihdam yaratma kapasitesinin sınırlı kaldığını ortaya koymaktadır.

**Şekil.7 İşsizlik ve Atıl İşgücü Oranı**



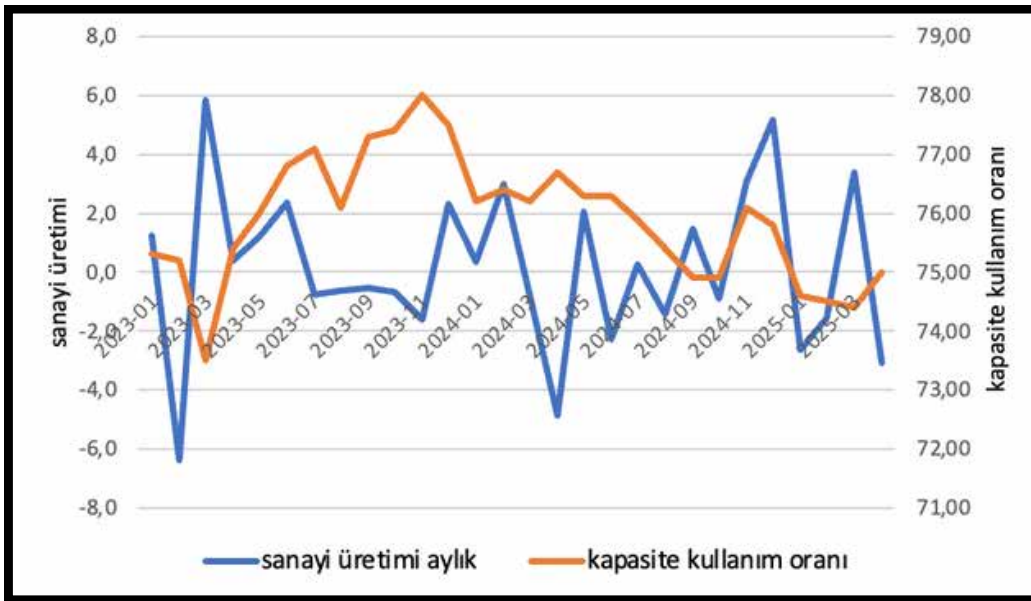
Kaynak: TÜİK

## Reel Kesim

Verilere göre takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi, 2025 yılı Nisan ayında bir önceki yılın aynı ayına kıyasla %3.3 oranında artmıştır. Bu yıllık artış oranı, Mart 2025'te kaydedilen %2.5'lik artışa göre daha yüksek gerçekleşerek sanayi üretiminde yılın ilk dört ayındaki en güçlü yıllık performansı işaret etmiştir. Yıllık artış alt kalemlere bakıldığında, madencilik ve taş ocaklığı sektörü üretimi %1.3, imalat sanayi üretimi %3 artarken, elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme sektörü ise %8.8 gibi yüksek bir yıllık artış kaydetmiştir.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretimi, Nisan 2025'te bir önceki aya (Mart 2025'e) göre %3.1 oranında azalmıştır. Mart ayında sanayi üretiminde aylık %3.4'lük bir artış yaşanmışken, Nisan verisi aylık bazda üretimde düşüşe işaret etmiştir. Alt sektörler incelendiğinde madencilik ve taş ocakçılığı sektörü endeksi Mart ayına göre %2.5 azalırken imalat sanayi endeksi %3.4 gerilemiş; elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme sektörü endeksi ise bir önceki aya kıyasla %0.2 artış göstermiştir. Bu veriler, sanayi üretiminin bahar aylarında dalgalı bir seyir izlediğini ve Nisan ayında üretimde aylık bazda bir yavaşlama olduğunu ortaya koymaktadır.

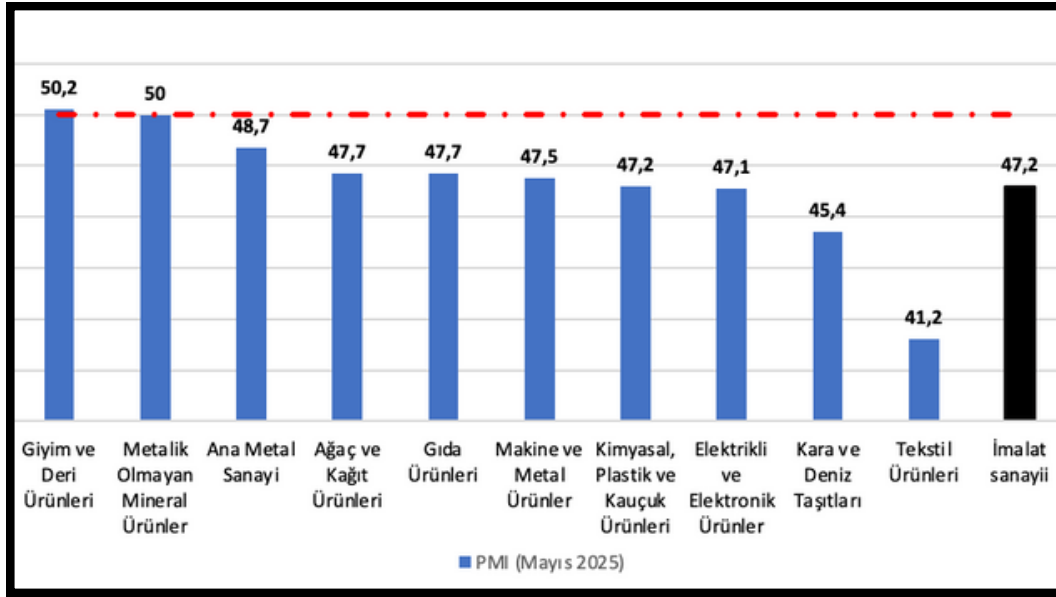
**Şekil.8 Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı (Aylık, %)**



Kaynak: TÜİK ve TCMB

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından açıklanan verilere göre, imalat sanayi genelinde Mayıs 2025 döneminde mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı (KKO), bir önceki aya göre 0.2 puan artarak %75 seviyesinde gerçekleşmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılmamış KKO ise %75.3 ile yatay bir görünüm sergilemiştir. Bu oranlar, üretim kapasitesinin yılın ilk çeyreğinde ulaştığı seviyeye yakın seyrettiğini ve sanayide belirli bir denge noktasının oluştuğunu göstermektedir.

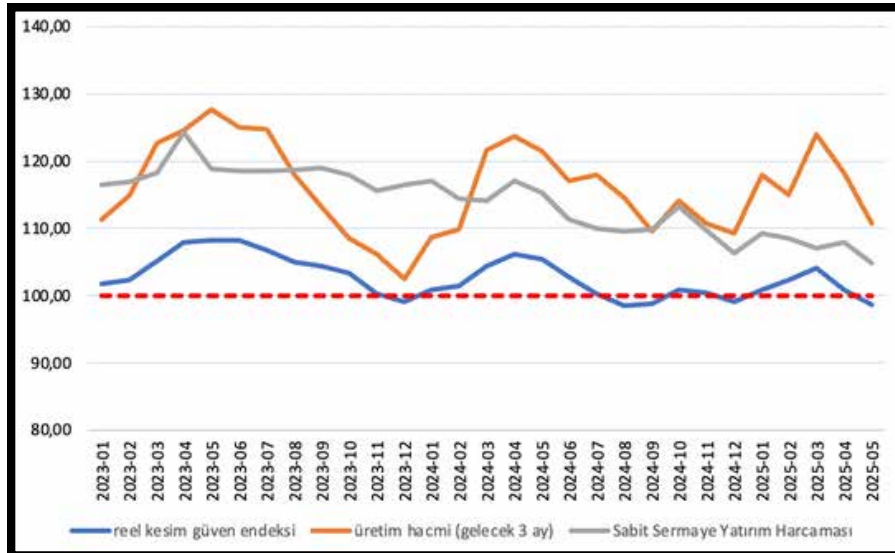
**Şekil.10 ISO İmalat PMI - Sektörel Endeksler**



Kaynak: S&P Global

Mayıs 2025 döneminde reel kesim güven endeksi, mevsim etkilerinden arındırılmış olarak 98.6 seviyesine gerilerken, arındırılmamış endeks 101.4 olarak gerçekleşmiştir. Bu değerler, bir önceki aya göre sırasıyla 2.2 ve 1.8 puanlık düşüşleri ifade etmektedir. Endeksin alt kalemleri incelendiğinde özellikle mevcut toplam sipariş miktarı, ihracat siparişleri, sabit sermaye yatırım harcamaları ve gelecek üç aya ilişkin üretim hacmi beklentilerinde düşüş dikkat çekmiştir. Buna karşın, istihdam beklentilerinde sınırlı da olsa bir toparlanma gözlemlenmiştir. Endeksin 100 eşik değerinin altında kalması, reel sektör temsilcilerinin ekonomik faaliyete yönelik temkinli duruşunu sürdürdüğünü ve üretim tarafında toparlanmanın henüz kalıcı hale gelmediğini göstermektedir. Bu görünüm, iç talep koşullarındaki zayıflıkla birleştiğinde sanayi üretimindeki durağanlığın devam edebileceğine işaret etmektedir.

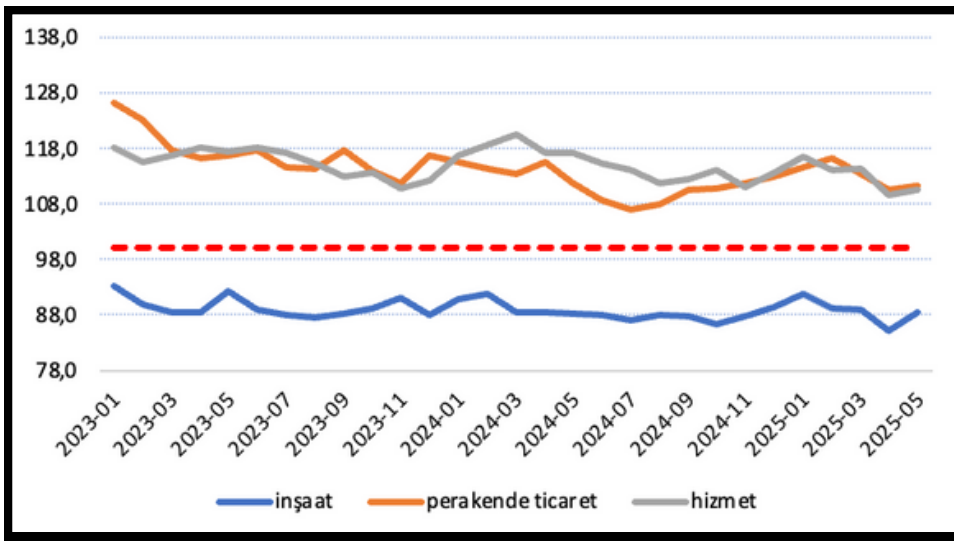
**Şekil.11 İktisadi Yönelim Anketi- Reel Kesim Güven Endeksi**



Kaynak: TCMB

TÜİK tarafından açıklanan verilere göre, Mayıs 2025 döneminde hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörlerine ilişkin güven endekslerinde artış gözlenmiştir. Mevsim etkilerinden arındırılmış verilere göre hizmet sektörü güven endeksi %0.9 artarak 110.5, perakende ticaret sektörü %0.6 artışla 111.2, inşaat sektörü güven endeksi ise %3.9 artarak 88.4 seviyesine yükselmiştir. Bu gelişmeler, üç ana sektörde de ekonomik aktiviteye yönelik beklentilerin olumluya döndüğüne işaret etmektedir.

**Şekil.12 İktisadi Yönelim Anketi- Sektörel Güven Endeksleri**

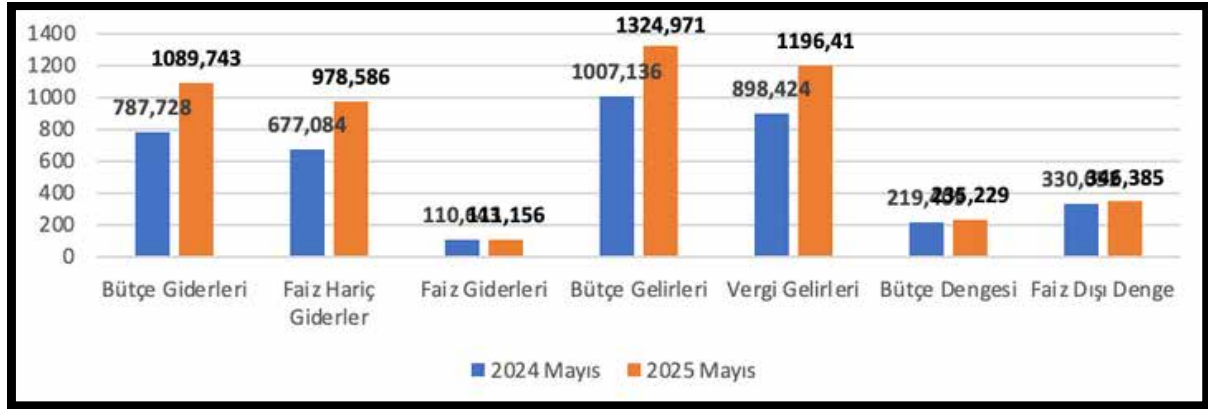


Kaynak: TÜİK

## Maliye Politikası

Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerine göre, merkezi yönetim bütçesi Mayıs 2025 döneminde 235.2 milyar TL fazla verirken, faiz dışı fazla ise 346.4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu güçlü bütçe performansında, özellikle kurumlar vergisinin tahsil edildiği bu ayda vergi gelirlerinde yaşanan mevsimsel artış etkili olmuştur. Bütçe gelirleri yıllık bazda %77 artışla 1 trilyon 325 milyar TL'ye ulaşırken, bütçe giderleri %83.9 artışla 1 trilyon 90 milyar TL olmuştur. Bu giderlerin içerisinde faiz harcamaları 581.6 milyar TL'ye ulaşarak dikkat çekici bir artış göstermiş, ancak gelir tarafındaki olağanüstü artış sayesinde bu yük dengelenebilmiştir.

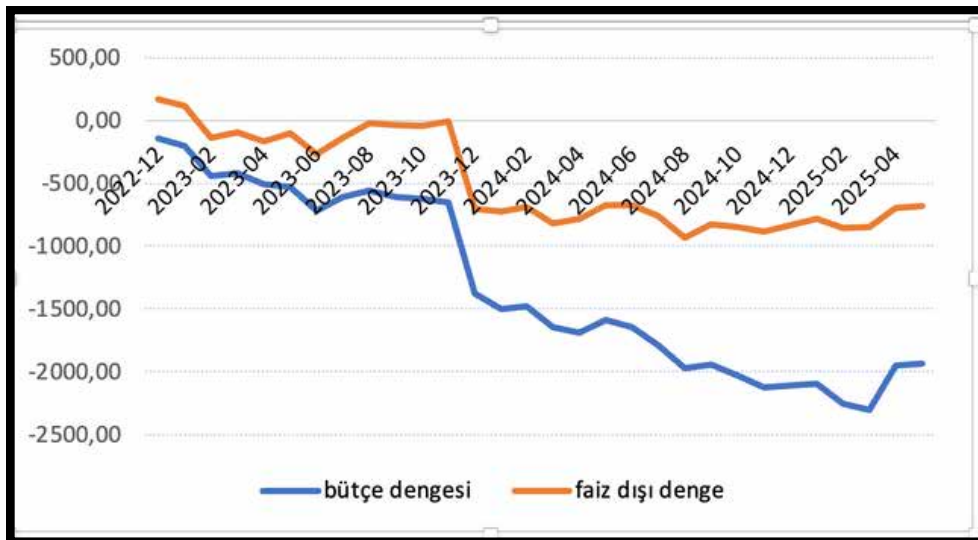
**Şekil.13 Mart 2025 Bütçe Gerçekleşmeleri**



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Haziran 2025 itibarıyla son 12 aylık dönemde merkezi yönetim bütçesi yaklaşık 2.3 trilyon TL açık vermiştir. Bu süreçte faiz dışı denge de 653 milyar TL seviyesinde açık vererek, bütçenin yalnızca toplam değil, faiz ödemeleri dışındaki kalemlerde de gelir-gider dengesini koruyamadığını ortaya koymuştur. Mayıs ayında kaydedilen yüksek bütçe geliri ve dönemsel fazla, yıllık bazda kalıcı bir iyileşme sağlamamış; bu fazlanın yapısal değil mevsimsel olduğu anlaşılmıştır.

**Şekil.14 Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge**

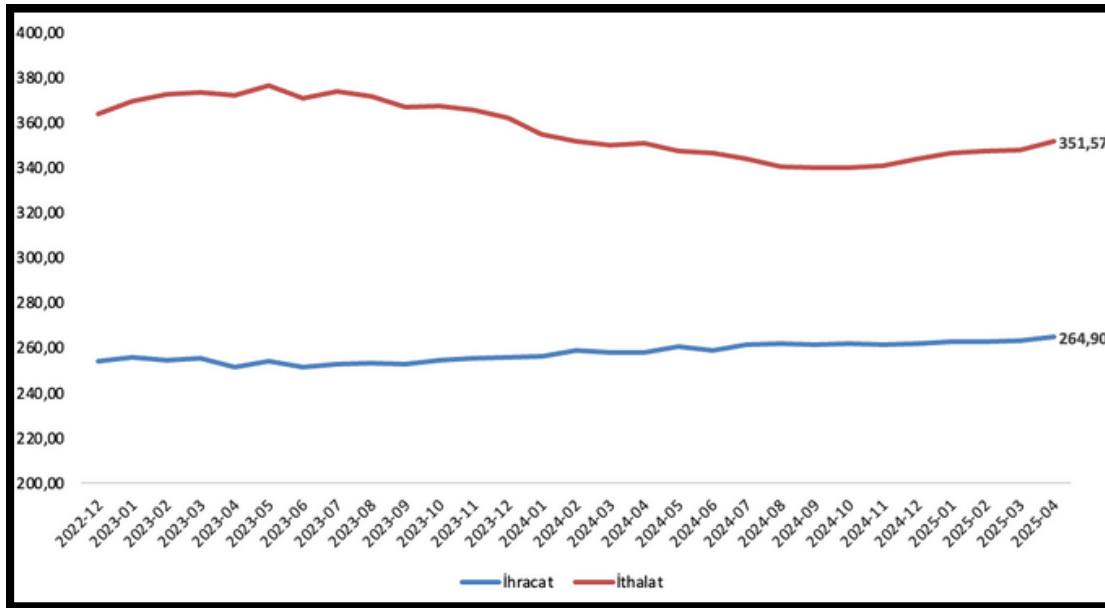


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

## Dış ticaret ve Ödemeler Dengesi

2025 yılı Mayıs ayında Türkiye'nin dış ticaret hacmi büyüme eğilimi gösterirken, dış ticaret açığı devam etmiştir. Ticaret Bakanlığı'nın geçici verilerine göre; ihracat %2.7 artarak 24.8 milyar dolar, ithalat ise %2.1 artarak 31,3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece Mayıs ayında dış ticaret açığı 6.5 milyar dolar olarak kaydedilmiştir. Ocak-Mayıs dönemi verilere göre, ihracat yıllık %3.5 artışla 110.9 milyar dolar, ithalat %5.7 artışla 152 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır; bu süreçte dış açık 41.1 milyar dolara genişlemiştir. Enerji ürünleri ve parasal olmayan altın hariç değerlendirildiğinde, ihracatın ithalatı karşılama oranı %87, toplam dış ticaret hacmi 56.1 milyar dolar olarak hesaplanmıştır. Sektörel bazda, imalat sanayi ihracatı toplamın %95'ini oluştururken, ithalatta ara malları %69, tüketim malları %18 ve sermaye malları %13 pay almıştır.

**Şekil.15 İhracat ve İthalat (Yıllıklandırılmış, Milyar dolar )**



Kaynak: TÜİK

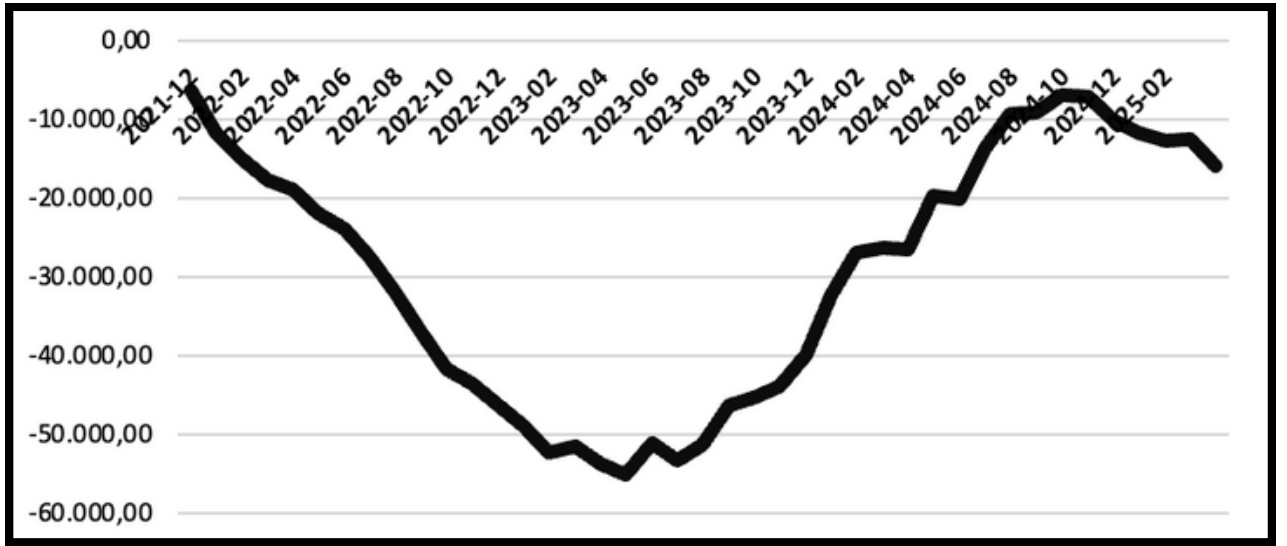
## Ödemeler dengesi

TCMB verilerine göre, Nisan 2025 döneminde cari işlemler hesabı 7.9 milyar dolar açık vermiştir. Altın ve enerji hariç cari açık ise 1.9 milyar dolar seviyesindedir; bu açık, mal dengesindeki 9.8 milyar dolar seviyesindeki zayıflığın bir sonucu olarak okunabilir. Yıllıklandırılmış olarak son 12 ayın cari açığı 15.8 milyar dolar ile devam etmektedir.

Finans hesabı açısından incelendiğinde; Nisan ayında portföy yatırımlarından 10.8 milyar dolar bir çıkış, diğer yatırımlar kaleminden ise yine 6.2 milyar dolar çıkış olmuştur. Bunların hepsi rezervlerle karşılanmış ve rezervler 25 milyar dolarla hiç görülmemiş bir şekilde azalmıştır.

Finans hesabına on iki aylık kümülatif olarak baktığımızda ise net doğrudan yatırımlar +4.3 milyar dolar, net portföy yatırımları +0.8 milyar dolar, bankacılık kredileri ve ticari krediler +25 milyar dolar destek sağlamıştır. Finansman kalemlerinin genelinde zayıf dış yatırım girişi görülmektedir.

Şekil.16 Cari Denge (Yıllık Milyon dolar)

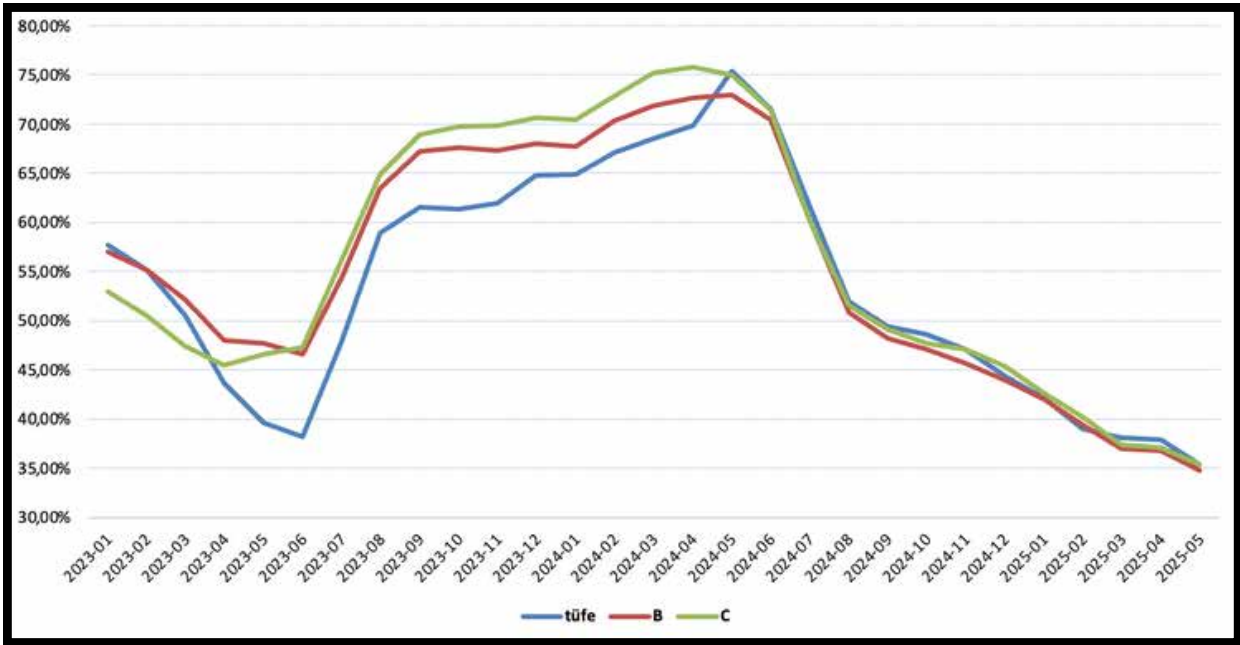


Kaynak: TCMB

## Enflasyon

Mayıs ayı enflasyonu beklentilerin oldukça altında gelmiştir. Aylık olarak %1.53 artan enflasyonda yıllık artış %35.41'e gerilemiştir. Aylıkta ana harcama grupları açısından baktığımızda giyim ve ayakkabı %6.97'lik aylık artış ile öne çıkmıştır. Konuttaki artış ise aylıkta %3 olurken, hala yıllıkta %67.43 ile en yüksek artışı sağlayan harcama grubu olarak dikkat çekmektedir. Diğer önemli bir harcama grubu olan eğitimde ise artış oranı aylık olarak gerilerken- yaklaşık %1.20- yıllık olarak %71.67 ile hala yüksek seviyesini devam ettirmektedir.

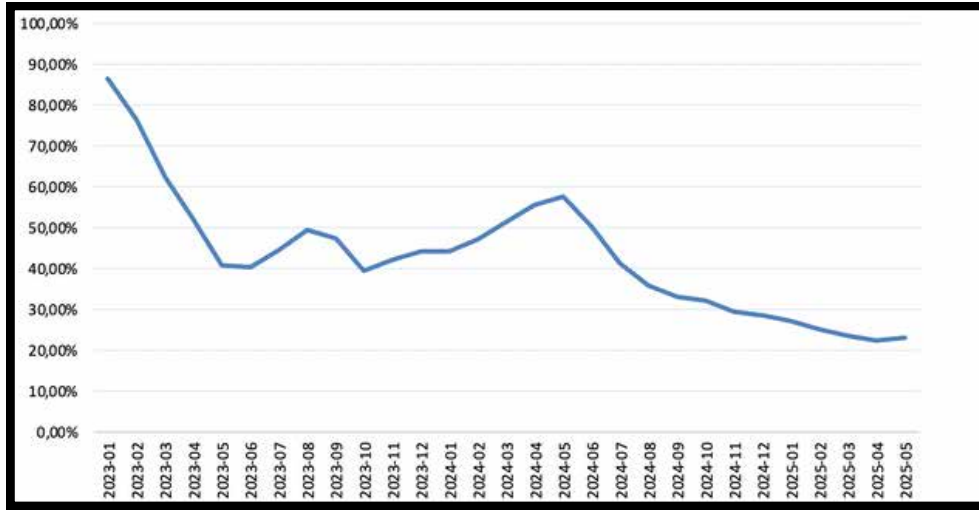
**Şekil.17 TÜFE Manşet ve Çekirdek Enflasyon (Yıllık, %)**



Kaynak: TÜİK

Hem mal hem de hizmet tarafında bir düşüş göze çarpmaktadır. Mal enflasyonu %1.43 ile beklenmedik bir düşüş göstermiştir. Bu düşüşün içinde ise taze meyve ve sebze fiyatlarındaki %4.67'lik bir negatif değer göze çarpmaktadır. Hizmet tarafında da yine aylık olarak artış %1.74 olmuştur. Lokanta ve otellerde %1.83'lük bir artış dikkat çekerken, haberleşme hizmetleri %-0.14 ile negatif gelmiştir.

**Şekil.18 Yi-ÜFE (Yıllık, %)**



Kaynak: TÜİK

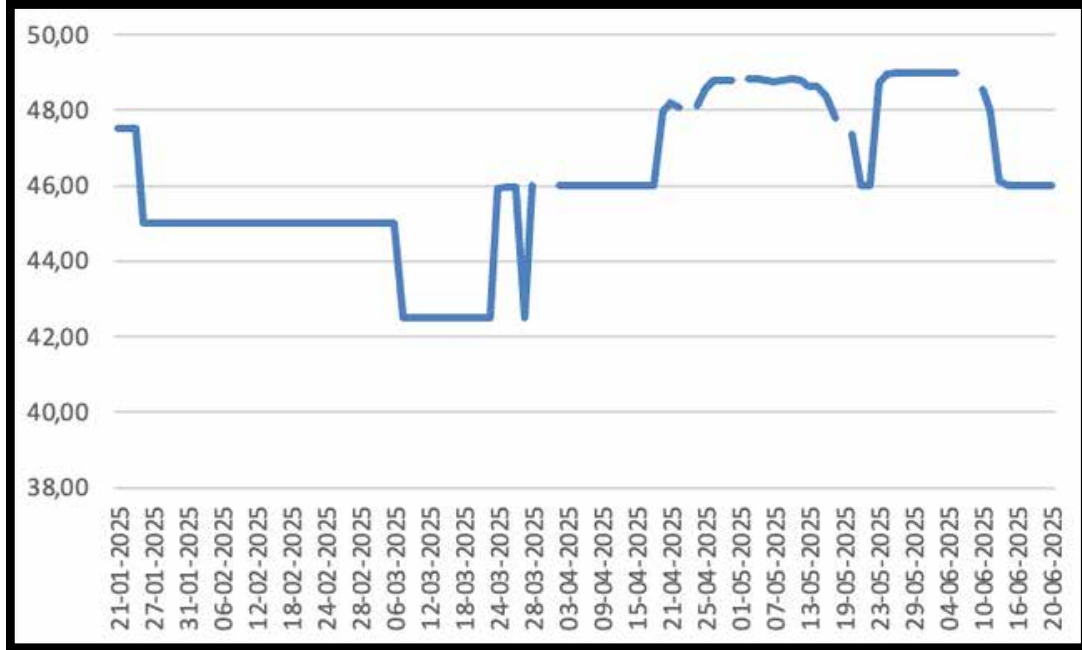
Mayıs 2025 itibarıyla yurt içi üretici fiyat endeksi (Yi-ÜFE), yıllık bazda %23.13 oranında artış gösterirken, aylık bazda %2.48 oranında yükselmiştir. Bu veriler, üretici fiyatlarında hem yıllık hem aylık düzeyde belirgin bir maliyet baskısının sürdüğüne işaret etmektedir. Alt sektörler incelendiğinde, imalat sanayinde yıllık artış %22.99 seviyesinde gerçekleşirken, madencilik ve taş ocaklığı sektöründe bu oran %28.11'e ulaşmıştır. Söz konusu gelişmeler, girdi maliyetlerinin yüksek seyretmeye devam ettiğini ve bu durumun tüketici fiyatları üzerindeki geçişkenlik etkisiyle enflasyon görünümünü olumsuz etkileme potansiyelini koruduğunu göstermektedir. Özellikle sanayi üretimindeki zayıflıkla birleşen bu maliyet artışları, firmaların kârlılığı üzerinde de baskı oluşturarak ekonomik büyüme açısından ek riskler yaratmaktadır.

## Para ve Kur Politikası

TCMB 17 Nisan toplantısında faizleri zaten fiili olarak uygulanmakta olan %46'ya yükseltirken, koridorun üst bandını da %49'a yükseltmişti. Bundaki gerekçesi zaten azalan rezervleri yerine koymaktı. Geçtiğimiz ay boyunca da fonlama faizini genelde %49'a yakın tutmuştur. Ancak geçen haftadan itibaren TCMB politika faizinden sağladığı fonlamayı arttırarak iş gören faizi %46'ya doğru indirmiştir. TCMB aslında burada bir deneme yapmıştır. Faiz indirdiğinde yabancı paraya geçişin ne kadar olacağını bir nevi test etmiştir. Bu da piyasalarda acaba TCMB 19 Haziran'da bir indirime hazırlanıyor mu beklentisi yaratmıştır.

Ancak yaşanan jeopolitik gelişmeler ve bunların bizim çok yakınımızda olması bizim risk primimizi arttırmış ve bir korku başlatmıştır. Bu doğrultuda döviz talebi de artmıştır. Merkez Bankası 5 milyar dolar civarında bir döviz satmak zorunda kalmıştır. Tabii yaşanan bu gelişmeler petrol fiyatını da yukarı çıkarmıştır. Merkez Bankasının bu yıl için petrol fiyatı tahmin 65.8 dolardır. Dolayısıyla buradan enflasyonun üzerine bir baskı gelmesi beklenmektedir. Doğrudan ve dolaylı etkiler olarak 10 dolarlık bir petrol fiyatı artışının 1 puan enflasyonu arttırması beklenir. Bu da enflasyonu merkez bankasının öngördüğü patikadan saptırabilecektir.

**Şekil.19 Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı (%)**

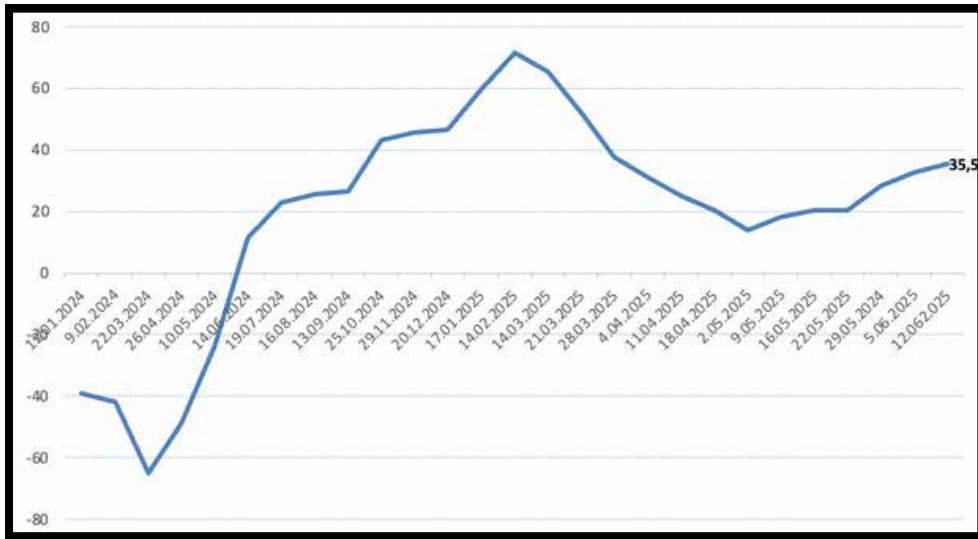


Kaynak: TCMB

19 Haziran toplantısında TCMB bu jeopolitik gelişmelerin etkisi ile girmiş ve de politika faiz oranını değiştirmemiştir. Beklentilerin aksine koridorun genişliğini de değiştirmemiştir. Böyle bir savaş ve çatışma ortamı içerisinde Merkez Bankası ihtiyatlı duruşunu devam ettirmek istemesi oldukça normal olarak görülebilir. Aslında enflasyon müsaade etse de riskin artmış olması merkez bankasının faiz düşürmesini engellemiştir. Şu anda reel faiz maalesef çok yükselmiştir.

Türkiye'nin problemi şu anda; TL'yi özendirecek faiz oranı ile iç piyasalarda dengeyi sağlayacak faiz oranının birbirinden farklılaşmış olmasıdır. Bunun da en önemli nedeni TL'de kalmanın riskli olması ve bu riski daha fazla faiz vererek telafi etmek durumunda olmamızdır. 19 Mart süreci sonrası bu risk içeriden kaynaklanıyorken, bugün dışarıdan kaynaklanmaktadır.

**Şekil.20 TCMB Swap Hariç Net Rezervler (Milyar dolar)**



Kaynak: TCMB

Diğer yandan, TCMB'nin rezervleri yükselmeye devam etmektedir. Brüt rezervler 159.3 milyar dolara yükselmiş, swap hariç net rezervler ise 35.5 milyar dolara çıkmıştır. Merkez Bankası 19 Mart sonrası yaklaşık 55 milyar dolar rezerv satmak zorunda kalmıştı. Şimdi bunun bir kısmını geri almıştır. Ancak içinde bulunduğumuz jeopolitik risk ortamında Merkez Bankası rezervlerini daha da arttırmak istemektedir.

Nisan ayını iç siyasi şokların etkisi ile geçirmişken Mayıs ayında bunları büyük ölçüde azaldığını görmekteyiz. Ancak bu sefer dış şoklarla karşı karşıya kaldık. Bu da yüksek faiz ortamını devam ettirmemizi zorunlu kılmaktadır.

Her ne kadar içeride enflasyon beklediğimizin de altında gelmiş olsa da artan petrol fiyatları hem doğrudan hem de dolaylı olarak enflasyonu etkileyecektir. Bu da bizi enflasyon patikamızdan dışarı çıkarabilecektir. Bu nedenle TCMB biraz daha sıkı kalmayı tercih etmiştir.

Yüksek faiz ortamı ne yazık ki artık reel sektörü vurmaya başlamıştır. Faiz enflasyon farkı 10 puanın üzerine çıkmıştır. Kabaca 10 puan reel faiz veriyoruz diyebiliriz. Bu yüksek faiz ortamı reel sektörü yormaya başlamıştır. Konkordatoların, karşılıksız çek ve protestolu senetlerin arttığını görmekteyiz. Henüz çok akut bir seviyede olmasa da yüksek faizin devam etmesi bunların artmasına neden olabilecektir. Benzer bir şekilde takipteki kredilerde de bir artış olsa da henüz 2018 seviyesinin altında kalmaya devam etmektedir.

KGF paketi can suyu olması için hazırlanmıştır. Maalesef yine kredi maliyet %60'ı geçmektedir. Sınırlı bir miktarda olması da ne yazık ki etkisini sınırlamaktadır. Ama TCMB makro ihtiyati önlemlerde bir değişikliğe giderek kredi kısıtlarını bir miktar gevşetebilir. Bu olasılık faizi değiştirmemesi ile birlikte daha da yükselmiştir.

Maliye politikasında ise teşviklerde birtakım düzenlemeler yapılarak oradaki harcamanın önüne geçilmeye çalışılmaktadır. Bunların ne kadarının uygulanacağını ise dikkatle takip edilmesi gerekmektedir.

Önümüzde Temmuz ayında bir faiz toplantısı daha var. Eğer jeopolitik riskler daha fazla artmazsa bir indirim sürecinin artık başlayacağını bekleyebiliriz. Hatta merkez bankası 350 bp gibi daha yüksek bir indirim yapabilir. Tabii içinde bulunduğumuz süreç çok belirsiz ve risklerin çok olduğu bir süreç olduğunu unutmamak gerekir. Bu risklere göre TCMB oyun planını değiştirecektir.

# Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



Derya Hekim



@drderyahekim



**BUSİAD**  
BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ