



EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2025 TEMMUZ

DOÇ. DR. DERYA HEKİM

İÇİNDEKİLER

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

YÖNETİCİ ÖZETİ

Haziran 2025 dönemi, hem dış piyasalarda hem de iç piyasada yoğun gelişmelere sahne oldu. ABD tarafında Trump-yönetiminin tarife kararları ticaret savaşlarını yeniden gündeme taşıırken, Avrupa Birliği misilleme ihtimallerini değerlendirmeye başladı. ABD’de enflasyon oranı %2,7 ile beklentilerin üzerinde açıklanırken, tarım dışı istihdamdaki artış ve işsizlik oranındaki gerileme dikkat çekti. FED’in faiz kararları üzerindeki belirsizlik sürerken, Trump’ın yüksek faizlere yönelik eleştirileri doların güvenilirliğini tartışmalı hale getirdi.

Euro Bölgesi’nde enflasyon kontrol altında kalmayı sürdürse de, Euro’daki değerlenme rekabetçiliği olumsuz etkiledi. ECB’nin Temmuz toplantısında faiz politikalarına yönelik beklentiler belirsizliğini koruyor. Çin ekonomisi ilk yarıda %5,2 büyürken, ABD’ye ihracat azalırken diğer pazarlara ihracat artış gösterdi.

Türkiye ekonomisinde ise işsizlik oranı %8,4’e gerileyerek son dönemdeki iyileşme eğilimini sürdürdü. Sanayi üretimi Mayıs 2025’te yıllık %4,9 artışla son beş ayın en yüksek performansını sergilerken, Haziran PMI verisi 46,7’ye düşerek daralma eğilimini devam ettirdi. Reel Kesim Güven Endeksi 98,4 ile bir miktar zayıflama gösterdi.

Maliye tarafında Haziran 2025’te merkezi yönetim bütçesi 330,2 milyar TL açık verdi. Bütçe gelirleri %58,3 oranında artarken, giderlerdeki %43’lük artış ve faiz harcamalarındaki %177’lik yükseliş dikkat çekti. Faiz dışı dengenin iyileşmesi olumlu bir sinyal verirken, OVP’deki %3,1 bütçe açığı hedefinin tutturulması zor görülüyor.

Dış ticaret açığı Haziran’da %38,8 artarak 8,17 milyar dolara ulaştı. Ocak-Haziran döneminde toplam ihracat %4,1 artışla 131,4 milyar dolar olurken, ithalat %7,2 artarak 180,9 milyar dolar oldu. Cari işlemler dengesi Mayıs 2025’te 684 milyon dolar açık verdi; bu, bir önceki aya göre önemli bir gerilemeyi işaret etti. Finansman tarafında doğrudan yatırımlar 702 milyon dolar net giriş sağlarken, portföy yatırımları ve resmi rezervlerde artış gözlemlendi.

Enflasyon Haziran’da yıllık bazda %35,05 olarak açıklanarak beklentilerin altında kaldı. Hizmet enflasyonu yüksek seviyesini korurken, mal enflasyonundaki yavaşlama dikkat çekti. Enflasyon beklentileri gerilerken, Merkez Bankası’nın rezerv birikimi ve faiz politikaları para piyasalarında yakından izlenmeye devam ediyor.

Temmuz ayında TCMB faizi genel beklentinin üstünde 300 bp düşürdü. bundan sonraki adımlarının ise aynı olmayacağı toplantı bazında karar alınacağı sinyalini verdi. Koridoru sabit bırakması da ihtiyatlı duruşunun devam ettiğini gösteriyor.

“

"Geleceęi öngörmenin en iyi yolu, onu yaratmaktır.."

Peter Drucker

”

Tarife savaşlarında Trump'ın verdiği son tarih olan 9 Temmuz'a yaklaşırken Trump oyun planını yine değiştirdi ve de 25 ülkeye mektuplar göndererek tarife koyduğunu açıkladı. Bu mektuplarla birlikte müzakere sürecini 1 Ağustos'a kadar uzattı. Bu tavrı Trump için yeni bir tabir türetilmesine neden oldu: TACO (Trump Always Chickens Out). Türkçesi Trump her zaman korkup kaçır anlamına geliyor. Trump'ın tarife koyup vazgeçmesi için kullanılıyor.

Bu mektuplardan Brezilya'ya gönderilen oldukça dikkat çekici duruyor. Keza Brezilya'nın ABD'ye karşı dış ticaret fazlası yok. Ancak Trump'ın niyeti ticaretten çok arkadaşını korumak gibi duruyor. Mektupta geçmiş başkana karşı "cadı avına" son verilmesi ifadeleri yer alıyor. Bir önceki Başkan Bolsonaro Trump'ın yakın arkadaşı ve de Latin Amerika'nın Trump'ı olarak anılıyor. Bu olay Trump'ın tarifelerinin ekonomik tarafından ziyade politik tarafı olduğunu da bize gösteriyor.

Mektup gönderilen ülkeler arasında Japonya, Güney Kore, Meksika ve AB de yer alıyor. Bunların ABD'nin en önemli ticaret partnerleri olduğunu biliyoruz. AB'ye %30 tarife tehdidi yapmıştı ve de bu 1 Ağustos itibari ile başlayacaktı. Ama AB ile ABD %15 tarife konusunda anlaştılar. Ayrıca AB 750 milyar dolar enerji ve savunma sanayii ürünü almayı, 600 milyar dolar ise yatırım yapmayı taahhüt etti. ABD'nin mallarına AB ise düşük tarife uygulayacak. Trump sıfır uygulanacağını söyledi ama orası kesin değil. Otomotivde tarife %15'e inerken, çelik ve alüminyumda vergi %50'de korundu. Almanya bu nedenle memnu oldu. Ancak ABD'nin tarım ürünlerinin gümrüksüz bir şekilde Avrupa'ya girebilecek olması Fransa'yı kızdırdı. Fransa Başbakanı bu günü "kara gün" olarak anıyorum dedi.

Rusya ve Ukrayna savaşında ne yazık ki bir çözüm noktasına gelinemedi. Trump Putin'i desteklemekten Ukrayna'ya silah yardımıyla bulunmaya geçti. Rusya'ya ve de Rusya ile ticaret yapanlara da tarife getireceğini açıkladı. Rusya ile ticaret yapanlar arasında biz de varız. Bu da bizim bir tarife ile karşılaşabileceğimiz anlamına gelebilir. Trump burada da 50 günlük bir süre verdi. Her zamanki gibi bir tarife tehdidinde bulunarak, karşı tarafı anlaşmaya zorlamak istiyor. Ancak Rusya ile ABD'nin ticareti çok çok az. Bu tarifeler Rusya açısından değil diğer ülkeler açısından önemli olarak görülebilir.

Bu tarife savaşlarında ABD'nin řu anda anlaşma yaptığı ülke sayısı dörde yükseldi. Çin bu ülkelerden biri ancak anlaşma oldukça sığı bir anlaşma olarak görülebilir ve de her an bozulabilir. İkincisi İngiltere, İngiltere otomotivde bir taviz aldı. Ancak daha fazla mal almayı kabul etti. Vietnam, %20 tarifeye razı oldu ve de Çin'den aktarma ile gelen mallarda %40 tarifeyi de kabul etti. Ancak ne kadarının Çin'den geldiğinde "aktarma" sayılacak o belli değil. Biliyoruz ki birçok Çin reticisi Vietnam'da fabrika açtılar ve ABD'ye buradan mal satıyorlar. Trump bunun önüne geçmek istiyor.

Bu arada Trump bakıra da %50 vergi koyacağını açıkladı. Bu da bakır fiyatının ABD ile Avrupa vadeli piyasalarında farklı fiyatlanmasına neden oldu. Ancak bu fiyat farkı da %28 gibi oluştu. Buradan piyasanın yine Trump'ın cayacağını ve daha az bir tarife koyacağını beklediğini anlayabiliriz.

Tüm bu tarife mektuplarının içinde Türkiye'nin adı geçmiyor. řu anda bu sessizlik bizim için oldukça iyi görünüyor. řu anda genel uygulanan %10 tarife bize de uygulanıyor. Tabii ki elik ve alüminyum ve otomotivdeki sektörel tarifelere tabiyiz. Bu da aslında ABD'nin bize uyguladığı efektif tarife oranını %15'e çıkartıyor. Burada önemli bir risk unsuru Rusya olabilir. Eğer Rusya ile ticaret yapan ülkelere de vergi getirilirse bizim vergimiz yükselebilir.

ABD ekonomisinde gelen veriler çok bozuk değil ama beklentileri kötüleşmeye başladı. Enflasyon beklenti olan %2.6'nın üzerinde %2.7 olarak açıklandı. Bu Mayıs ayı oranı olan %2.4'ün üstünde bir oran olduğu için enflasyon yeniden ABD ekonomisinde başını kaldırdı mı yorumları yapılmaya başlandı. Gerçekten de alt detaylara baktığımızda bu enflasyonun tarife kaynaklı olduğu görülüyor. Taze meyve ve sebze, oyuncak, spor ürünleri gibi bazı ürünlerde tariflerin etkisi ile fiyat artışları başladı. Bu ay barınma tarafında bir gevşeme olduğu için enflasyon daha düşük geldi. Barınma ABD enflasyon sepeti içinde %40 ağırlığa sahip bu nedenle enflasyon daha yükselecekken dengeledi diyebiliriz.

İstihdam piyasasında ise ciddi bir bozulma görünmüyor. İşten çıkarmalar daha nadir görülürken işe alımlarda isteksizlik göze çarpıyor. Tarım dışı istihdam Haziran ayında 147 bin olarak açıklandı. Bu beklentilerin çok üzerinde geldi ve de ABD'de işsizlik oranı Haziran'da %4.1'e geriledi. Tarihsel ortalamaların çok altında seyrediyor.

FED'in iki tane hedefi var. Bunlardan biri fiyat istikrarı iken diğeri ise düşük işsizliktir. İstihdam piyasasında bir bozulma görünürde yok. Enflasyon üzerinde tarifelerin beklenen bir etkisi olacakken FED'in faiz indirmesi pek kolay görünmüyor. Bu enflasyon oranından sonra acaba FED bu sene hiç faiz indirimi yapmaz mı söylemleri daha fazla gündeme gelmeye başladı. Yıl sonuna kadar beklenti 2 faiz indirimi iken bu bir faiz indirimine düşebilir. 30 Temmuz'da bir faiz kararı alacağız. Bu toplantıda FED'in faiz indirimine gitmesi beklenmiyor. Faiz indirimi için üç toplantı daha kalıyor. En fazla iki faiz indirimi bekleniyor.

FED'in faiz indirimleri konusunda Trump çok ısrar ediyor. Trump'a göre FED'in 300 bp faiz indirmesi gerekiyor. Trump yüksek faizlerin borç faizlerini arttırdığını ve bunun da bütçe üzerinde maliyet oluşturduğu tezini ortaya atıyor. FED başkanı Powell'a hakaretler ediyor ve de istifa etmesi gerektiğini söylüyor. Ancak görevden alamıyor. Görevden almak için başka yollar denemeye başladı. FED binasının renovasyonunda usulsüzlük yapıldığını iddia ediyor. FED'in bağımsızlığının bu kadar sorgulanması alışık olduğumuz bir şey değil. Gelişmiş ülkelerde böyle şeylerin olma ihtimali daha düşük. Ancak Trump tam bir gelişmekte olan ülke gibi davranıyor. Bu devam ederse dolara olan güven sarsılır ve de dolar değer kaybeder.

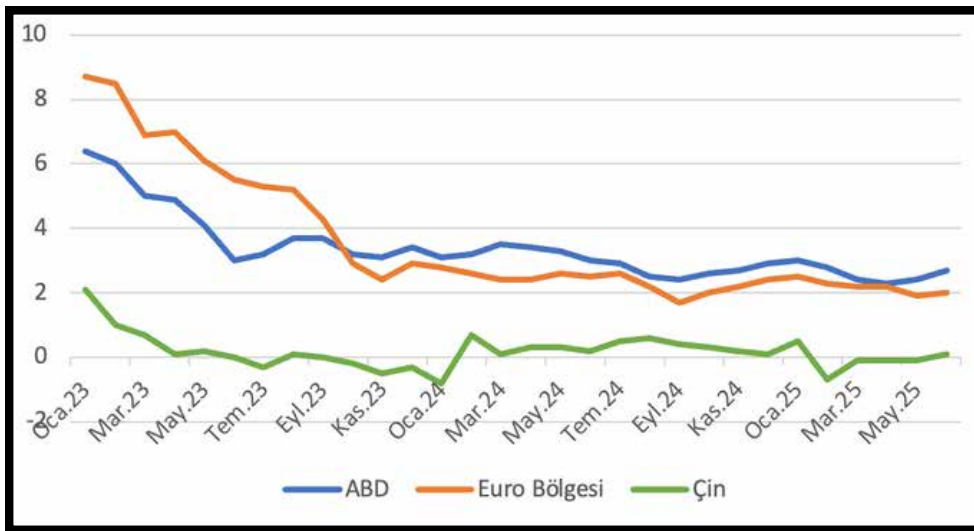
Trump'ın tarifelerden sonra en çok üzerinde durduğu konu ise vergi indirimleriydi. 2017'de getirdiği vergi indirimlerini genişleterek uygulamak istiyordu. Bu vergi paketi kongreden geçti. Bağımsız bir kurum olan Kongre Bütçe Ofisi (Congressional Budget Office, CBO) bu vergi indirimlerinin borcu 3.4 trilyon dolar daha arttıracak olduğunu duyurdu. Bununla birlikte bütçeden kısıntı yapmak için bazı sosyal harcamalar kısıllacak. Vergi indirimlerinin bütçede önemli bir açık yaratma potansiyeli var. Bu da ABD tahvilleri üzerinde baskı yapıyor. Tahvil faizlerini yükseltiyor. Yani Trump tahvil faizlerini düşürmek isterken yükseltiyor.

Euro Bölgesinin enflasyonu her ne kadar %1.9'dan %2'ye yükselmiş olsa da kontrol altında gibi görünüyor. Bunda en önemli katkılardan biri de aslında değerlenen Euro oldu. Euro bu yıl başından beri %12 değer kazandı. Euro dolar paritesi'nin 1.20'yi görme ihtimali de hala konuşuluyor. Euro'nun bu kadar değer kazanması Euro Bölgesi ülkeleri için rekabetçiliğin kaybedilmesi anlamına da geliyor. Bu nedenle Avrupa Merkez Bankası(ECB)'nin enflasyon düşmesine rağmen faiz indirimlerine devam edebileceği ihtimalini güçlendiriyor. 24 Temmuz'da ECB toplantısı var. Genel beklenti faizin değişmemesi yönünde oluştu.

Euro Bölgesi olarak ifade ettiğimiz birlik çok heterojen bir yapı olduğu için büyümeler ve işsizlik oranları birbirinden çok farklı oluyor. Özellikle hizmet tarafı güçlü olan İspanya, Portekiz, Yunanistan iyi büyümeler kaydederken, Almanya , Hollanda gibi ülkelerde daha sınırlı büyüme göze çarpıyor. Genel olarak birliğe baktığımızda ise %6 ile tarihi düşük işsizlik oranları tecrübe ediliyor.

ABD tarafından konan %15'lik tarifenin AB ekonomisini etkilemesi bekleniyor. AB'nin ihracatını yaklaşık %8.6 düşürecek. Bu tabii ülkeler arasında eşit dağılmayacak. Eğer ilaç sektöründe daha da yüksek bir tarife gelirse İrlanda gibi ülkelerde kayıp çok daha fazla olabilir.

Şekil.1 Enflasyon Oranları (Yıllık, %)



Kaynak: IMF

Çin ekonomisi, ikinci çeyrekte %5.2 büyüdü. İlk çeyrekte de %5.4 büyümüştü. İlk yarı iyi gitmiş olsa da büyüme ikinci yarıda düşebilir. Tarifelerde nasıl bir ilerleme olacak bu izlenecektir. Yıl sonu için koyulan hedef %5'ti. Şu an için hedefe uygun gidiliyor.

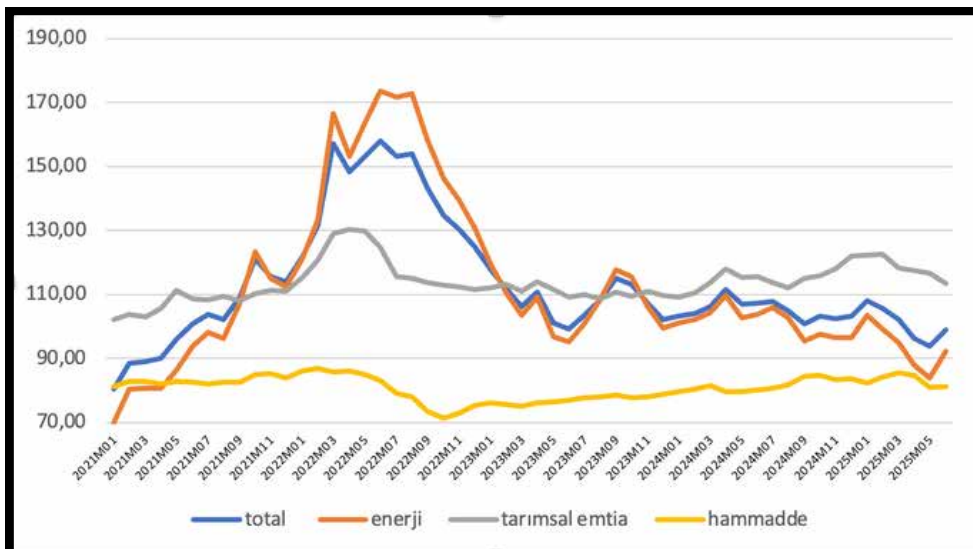
Çin'in Mayıs ayı ihracatına baktığımızda ihracatın %4.8 arttığını gördük. ABD'ye ihracatı %34 azaldı. Ancak diğer ülkelere ihracatı artıyor. Fiyat kırarak rekabet etmeye devam ediyor. Yani deflasyonunu yurtdışına ihraç ediyor. Hem iç piyasada hem de dış piyasada fiyatlar aşağıya iniyor. Ortalama konut fiyatları %3.7 azalmış, ikinci elde ise %6 bir azalma gerçekleşmiş.

Çin'in bu yüksek kapasitedeki üretimi için Pazar bulması lazım. İç tüketimini arttıramıyor. Perakende satışların %5.4 artması beklenirken, artış %4.8 olmuş. Bu da iç tüketimin hala yavaş seyrettiğini gösteriyor.

Emtia piyasalarında karışık seyirler devam ediyor. Temmuz ayında belirsizliği ile damga vuran bakır oldu. Bakıra bir tarife açıklanması ve ABD ile Avrupa arasında bakır fiyatında bir farklılaşmaya neden oldu. Henüz 1 Ağustos gelmedi, Trump'ın cayma ihtimali de hala bulunuyor. Diğer emtiada ise ekonomik büyümedeki belirsizlik rol oynuyor. Net bir etki yok diyebiliriz.

Petrol 70 doların altına gelse de son dönemde yaşanan gerginlikler 60 dolarlara inmesini engelliyor. Trump ise Rusya ile ticaret yapan ülkelere tarife getirmekle tehdit ediyor. En çok etkilenecek olan ülkeler Çin ve Hindistan olacak. Hindistan petrolünün %36'sını Çin ise petrolünün %25'ini Rusya'dan alıyor. Rusya 7 milyon varil üretim yapıyor. Bu arzın ortadan kalkması petrol fiyatlarında yukarı yönlü baskı yapabilir.

Şekil.2 Emtia Endeksleri

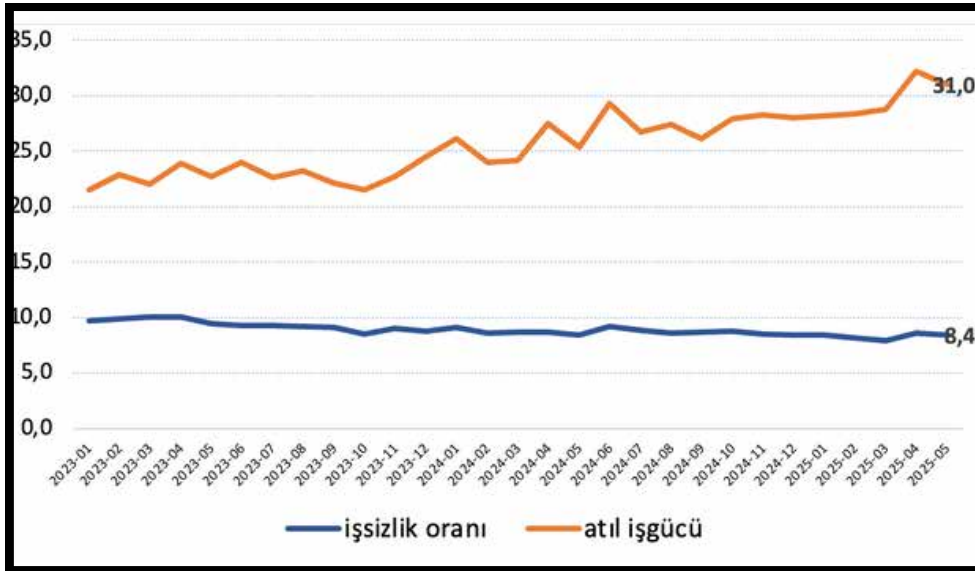


İşsizlik

Türkiye’de mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı Mayıs 2025’te %8.6’dan %8.4’e gerileyerek son dönemdeki iyileşme eğilimini sürdürdü. İşsiz sayısı bir önceki aya göre 69 bin azalarak 2.97 milyon kişiye düştü. Aynı dönemde istihdam edilenlerin sayısı 100 bin kişi artışla 32.52 milyona yükselirken, istihdam oranı %49’a çıktı. İşgücüne katılım oranı %53.5 seviyesinde sabit kalırken, toplam işgücü 35.49 milyon kişi olarak kaydedildi. Cinsiyet bazında işsizlik oranı erkeklerde %6.5, kadınlarda ise %11.9 seviyesinde gerçekleşti.

Genç işsizlik oranı ise %15.7’den %15.4’e gerileyerek sınırlı bir iyileşme kaydetti; bu oran genç erkeklerde %11 genç kadınlarda ise %23.5 oldu. Geniş tanımlı işsizlik oranı (atıl işgücü) %32’den %31’e düşerken, zamanla eksik istihdam ve potansiyel işgücünü de içeren oranlar sırasıyla %20.7 ve %20.2 olarak kaydedildi. Ayrıca, mevsim etkilerinden arındırılmış fiili haftalık çalışma süresi 0.6 saat artışla 42.7 saate yükseldi. Tüm bu veriler, işgücü piyasasında iyileşmenin sürdüğüne işaret etmekle birlikte, özellikle kadınlar ve gençler arasında işsizlik oranlarının görece yüksek seviyelerde kalması dikkat çekmektedir.

Şekil.3 İşsizlik ve Atıl İşgücü Oranı (%)



Kaynak:TÜİK

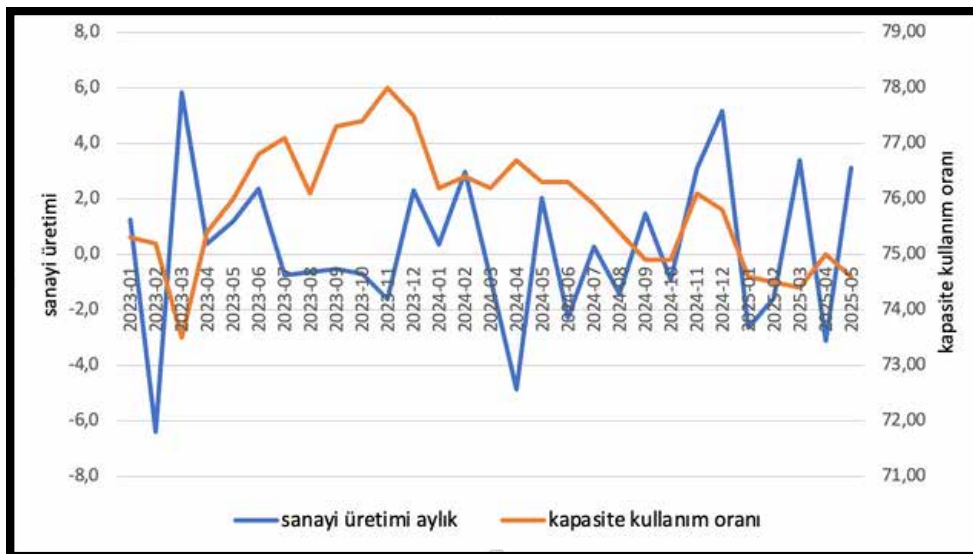
Reel Kesim

Mayıs 2025'te sanayi üretimi yıllık bazda %4.9 oranında artarak son beş ayın en güçlü performansını sergiledi. Aylık bazda ise mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak %3.1'lik bir artış kaydedildi. Nisan ayında görülen %3.2'lik daralmanın ardından gelen bu yükseliş, sanayi sektöründe toparlanmaya işaret etti. Alt sektörler incelendiğinde, madencilik ve taş ocakçılığı %10, imalat sanayi %4.6 ve elektrik-gaz-buhar üretimi %4.7 oranında büyüme gösterdi. Aylık bazda ise madencilik sektörü %5.3 artış kaydederken, imalat %3.2 oranında toparlandı; elektrik-gaz-buhar üretimi ise yatay seyretti.

Sanayi üretiminde özellikle yüksek teknoloji ürünlerinde yıllık bazda %30.6 oranında dikkat çekici bir artış yaşandı. Sermaye mallarındaki %12'lik büyüme ile madencilik ve taş ocakçılığı sektöründeki çift haneli artış, sanayi performansının geniş tabanlı bir toparlanmaya dayandığını gösterdi.

Haziran 2025'te Türkiye imalat sanayinde kapasite kullanım oranı, bir önceki aya göre gerileyerek %75'ten %74.6'ya düştü. Mevsim etkilerinden arındırılmış veriye göre düşüş 0.7 puan olurken, Mayıs ayında ulaşılan beş aylık zirvenin ardından kısa vadeli bir yavaşlama gözlemlendi. Sektör bazında incelendiğinde, dayanıklı tüketim mallarında %72.3'ten %69.5'e, yatırım mallarında %73.6'dan %71.9'a ve tüketim mallarında %73.1'den %72.8'e düşüş yaşandı. Buna karşılık, ara mallarında hafif bir artışla %75'ten %75.1'e, dayanıksız tüketim mallarında ise %73.3'ten %73.5'e yükseliş kaydedildi.

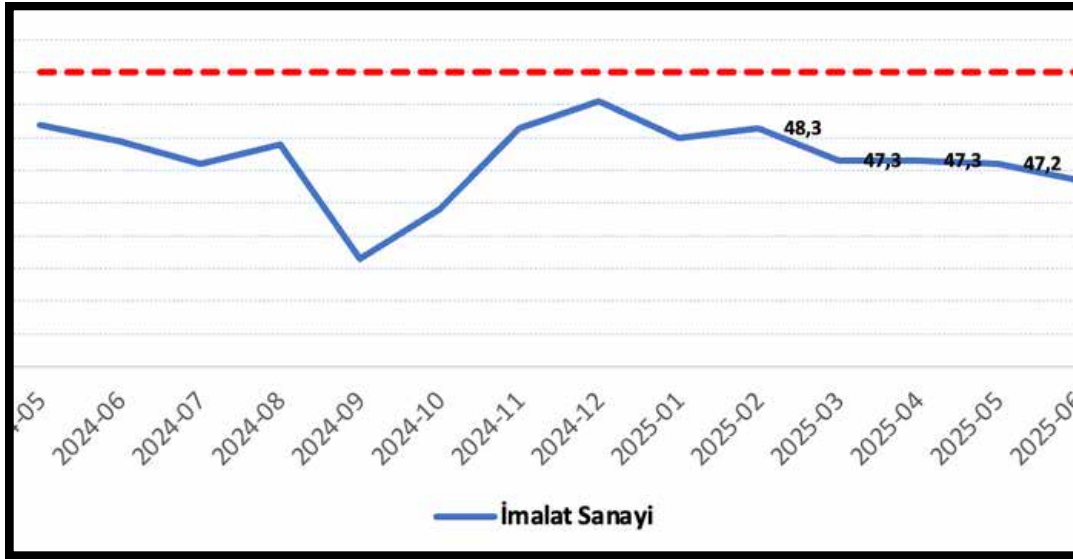
Şekil.4 Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak: TÜİK

Haziran 2025'te İstanbul Sanayi Odası tarafından açıklanan imalat PMI, 47.2'den 46.7'ye gerileyerek sekiz aydır 50 eşik değerinin altında kalmaya devam etti. Bu durum, üretim faaliyetlerinin daralma eğilimini derinleştirdiğini gösterdi. Yeni siparişlerde özellikle iç ve dış talepte son üç ayın en sert düşüşü yaşandı; ihracat siparişleri de aynı dönemde zayıf bir performans sergiledi. Bu zayıf talep ortamı üretimde Ekim 2024'ten bu yana en güçlü daralmaya neden olurken, firmalar istihdamı son dokuz ayın en hızlı oranında azalttı. Aynı dönemde satın alma faaliyetlerinde de sert bir düşüş gözlemlendi ve giren stoklar azalırken, nihai ürün stoklarında zayıf satışlar nedeniyle birikim başladı. Tedarik sürelerinde dört ay sonra ilk kez uzama yaşanırken, firmalar hammadde erişiminde aksaklıklarla karşılaştı. Girdi maliyetlerinin döviz kurlarındaki hareketlilik ve küresel belirsizlikler nedeniyle yükseldiği; ancak talep zayıflığı nedeniyle nihai ürün fiyatlarındaki artış hızının yılın en düşük seviyesine gerilediği görüldü.

Şekil.5 İSO İmalat PMI

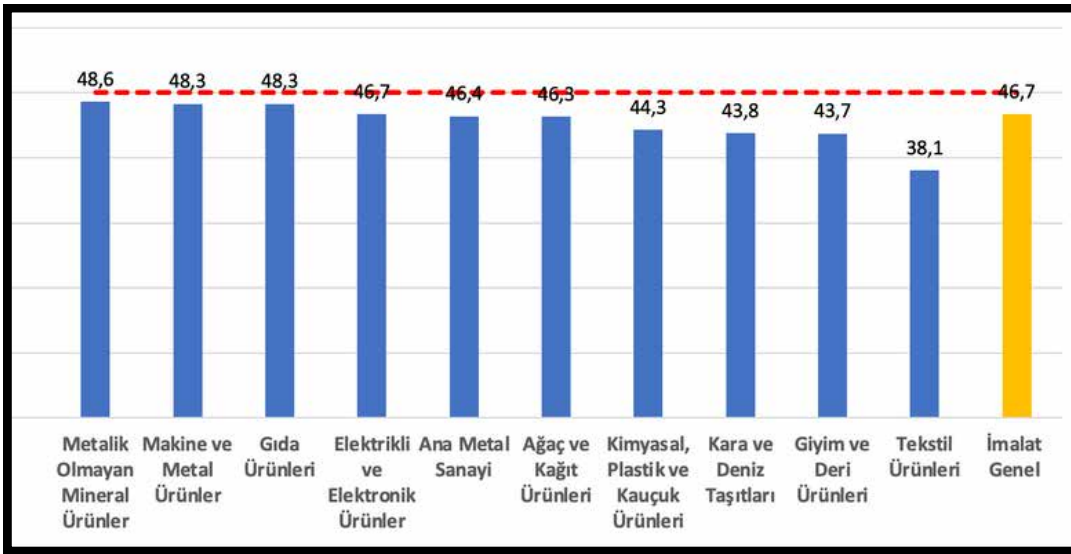


Kaynak: S&P Global

Sektörel bazda incelendiğinde, Haziran ayında takip edilen on altı sektörün tamamında üretim hacmi geriledi. En belirgin daralma tekstil, deri, giyim, kimya, plastik, kauçuk ve taşıt ekipmanları sektörlerinde yaşanırken, makine ve metal ürünleri sektörlerinde ise hem üretim hem yeni siparişlerde sınırlı bir toparlanma dikkat çekti. Ayrıca ihracat siparişlerinde dört sektörde artış kaydedilmesi, genel durgunluk ortamında olumlu bir gelişme olarak öne çıktı.

İstihdam tarafında yalnızca ana metal ve elektrikli-elektronik ürünler sektörlerinde artış gözlenirken, diğer sektörlerde iş gücü kayıpları devam etti. Girdi maliyetlerinde genel bir yükseliş eğilimi görülürken, makine-metal sektöründe maliyet artışı son 15 ayın en hızlı seviyesine ulaştı. Buna karşılık, nihai ürün fiyatlarındaki artış hızı yavaşladı; üreticiler maliyet baskılarını zayıf talep nedeniyle satış fiyatlarına yansıtmakta zorlandı. Ayrıca, tedarikçi teslim sürelerinde yaşanan aksaklıklar, üretim süreçlerinde ek bir zorluk oluşturdu.

Şekil.6 Sektörel PMI Endeksleri



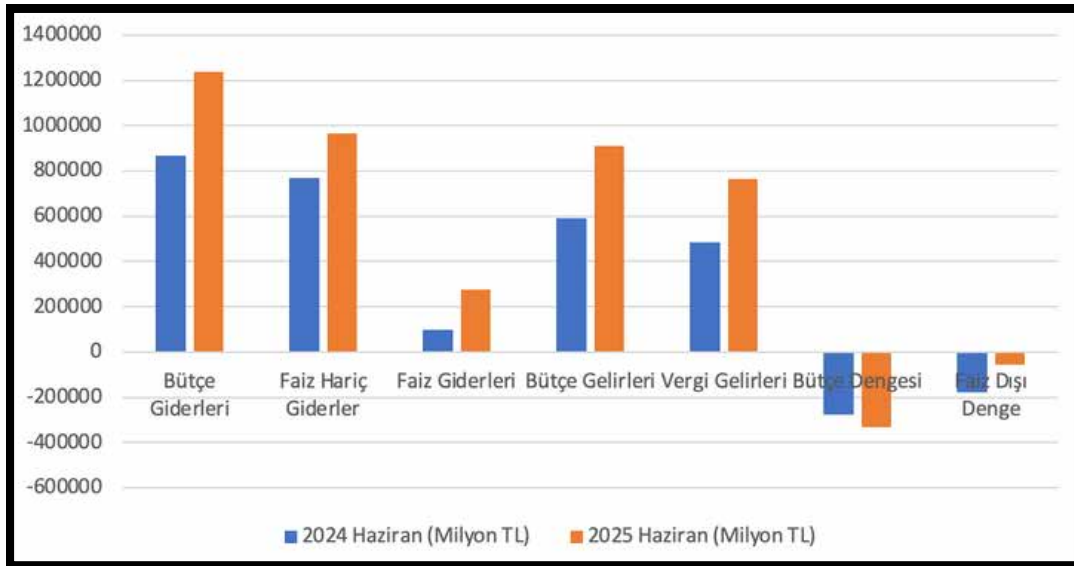
Kaynak: S&P Global

Haziran 2025'te mevsim etkilerinden arındırılmış Reel Kesim Güven Endeksi 98,4 olarak kaydedildi ve bir önceki aya göre 0.2 puanlık sınırlı bir düşüş gösterdi. Mevsimsellikten arındırılmamış endeks ise 100,3 seviyesine gerileyerek 1.1 puanlık azalma sergiledi. Bu durum, reel kesim temsilcileri arasında ekonomik faaliyetlere yönelik güvenin bir miktar zayıfladığına işaret ediyor. Özellikle gelecek üç aya ilişkin iç piyasa siparişleri ve üretim hacmi beklentilerinde kısmi bir gerileme dikkat çekiyor.

Anket sonuçlarına göre ihracat siparişleri ve istihdam beklentilerinde de zayıflama eğilimi gözlemlenirken, önümüzdeki 12 ay için sabit sermaye yatırım beklentilerinde sınırlı bir artış yaşandı. Ayrıca, üretici fiyatları artış beklentisi bir önceki aya göre gerileyerek maliyet baskılarında bir yumuşama sinyali verdi. Genel olarak, reel kesim güven endeksi verileri ekonomik aktivitede temkinli bir görünüm ortaya koyuyor.

Yılın ilk altı aylık döneminde merkezi yönetim bütçesi toplamda 980.5 milyar TL açık verdi. Ancak bu süreçte faiz dışı denge 131 milyar TL fazla verdi; bu durum, mali disiplin açısından olumlu bir gösterge olarak değerlendirildi. Gelir tarafında vergi gelirleri %58 oranında artarak 5.6 trilyon TL'ye ulaşırken, giderler %43 oranında yükselerek 6,6 trilyon TL oldu. Giderler içerisinde cari transferler ve personel giderleri ağırlığını korumaya devam ederken, faiz harcamalarındaki yükseliş dikkat çekti. Haziran ayında faiz giderleri 275.7 milyar TL'yi buldu; bu rakam bütçe üzerindeki yükün artmaya devam ettiğini gösteriyor.

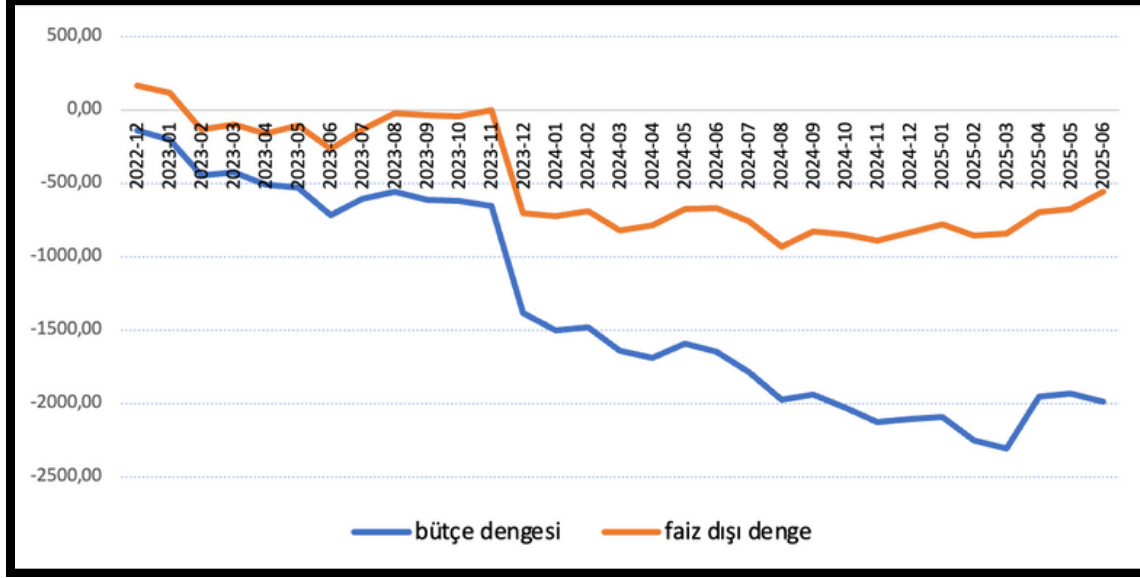
Şekil.8 Haziran 2025 Bütçe Gerçekleşmeleri



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

12 aylık kümülatif bütçe açığı oranı geçen ay %4.9 iken bu ay %5'e yükseldi. Bu sene sonu için OVP için tahmin %3.1'di. Bunun gerçekleşmesi zor görünüyor. Stopaj'ın arttırılması kararını bu şekilde okuyabiliriz. Kurumlar vergisi toplanması oldukça zor ve böyle gidecek gibi duruyor. Bu nedenle Hazine ve Maliye Bakanlığı farklı yollarla bu eksikliği telafi etmeye çalışıyor.

Şekil.9 Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge (Milyon TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

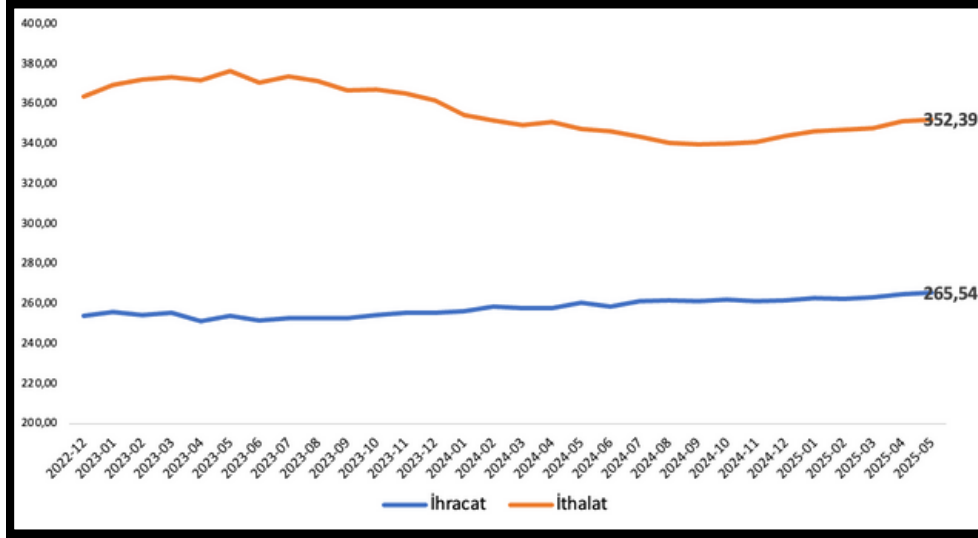
Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi

Haziran 2025'te Ticaret Bakanlığı verilerine göre Türkiye'nin dış ticaret açığı 8.17 milyar dolar seviyesine yükselerek bir önceki yılın aynı ayına göre yaklaşık %38.8 artış gösterdi. Bu artışta, ihracatta sağlanan %8'lik artışın (20.54 milyar dolar) ithalattaki %15.3'lük yükselişi (28.71 milyar dolar) dengeleyememesi etkili oldu. Özellikle tüketim malları ithalatında görülen %32.5'lik güçlü artış, dış ticaret açığının genişlemesinde belirleyici oldu.

Ocak-Haziran dönemi itibarıyla toplam ihracat 131.4 milyar dolara ulaşarak geçen yılın aynı dönemine göre %4.1 oranında artış kaydederken, ithalat %7.2 yükselişle 180.9 milyar dolar olarak gerçekleşti. Bu gelişmeler sonucunda yılın ilk altı ayında dış ticaret açığı 49.4 milyar dolar seviyesine çıktı. Haziran ayında ihracatın ithalatı karşılama oranı %71.5'e geriledi; enerji ve altın hariç hesaplandığında ise bu oran %84.1 seviyesinde kaldı.

Haziran ayında ihracatta makine-teçhizat ve ara malları ihracatında gözlenen artışa rağmen, dış ticaret açığının büyümesinde tüketim malları ithalatındaki hızlı yükseliş belirleyici oldu. Bu durum, üretim odaklı değil tüketim yönlü bir dış ticaret artışına işaret ediyor ve dış denge üzerindeki riskleri artırdı.

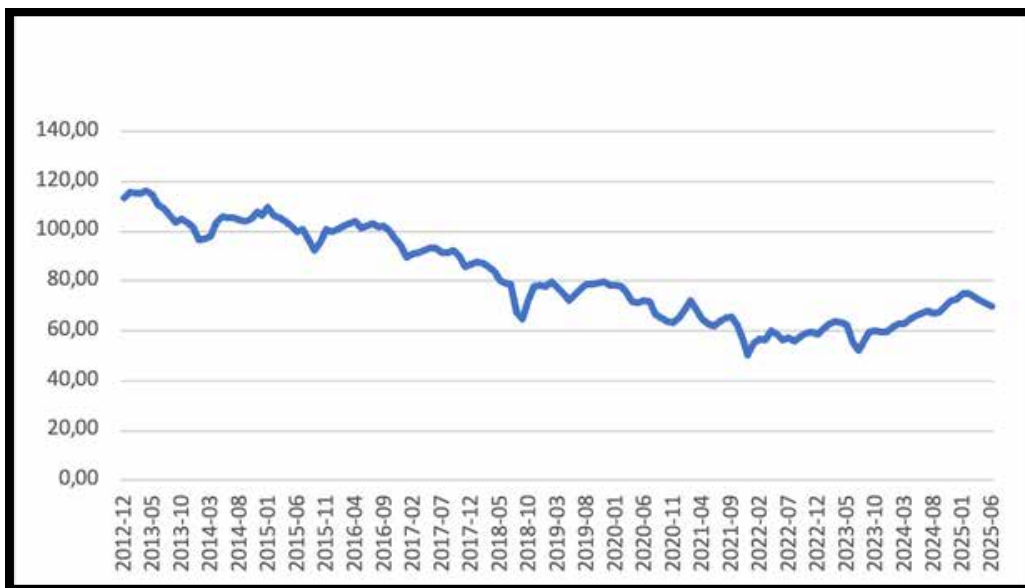
Şekil.10 İhracat ve İthalat (Yıllıklandırılmış, Milyar dolar)



Kaynak: TÜİK

Reel efektif döviz kuru endeksinde ise kurlarda yaşanan yükselişle birlikte düşüş 5 aydır devam ediyor. Reel efektif döviz kuru 70'in altına indi ama hala 2021 seviyelerinin üstünde kalmaya devam ediyor. Bu son aylardaki düşüşte Euro'nun daha fazla artmasının da belirgin bir etkisi oldu. Reel efektif döviz kuru hesaplanırken ticaret ağırlıkları hesaplandığından Euro'da son dönemde görülen yükselişin önemli etkisi var.

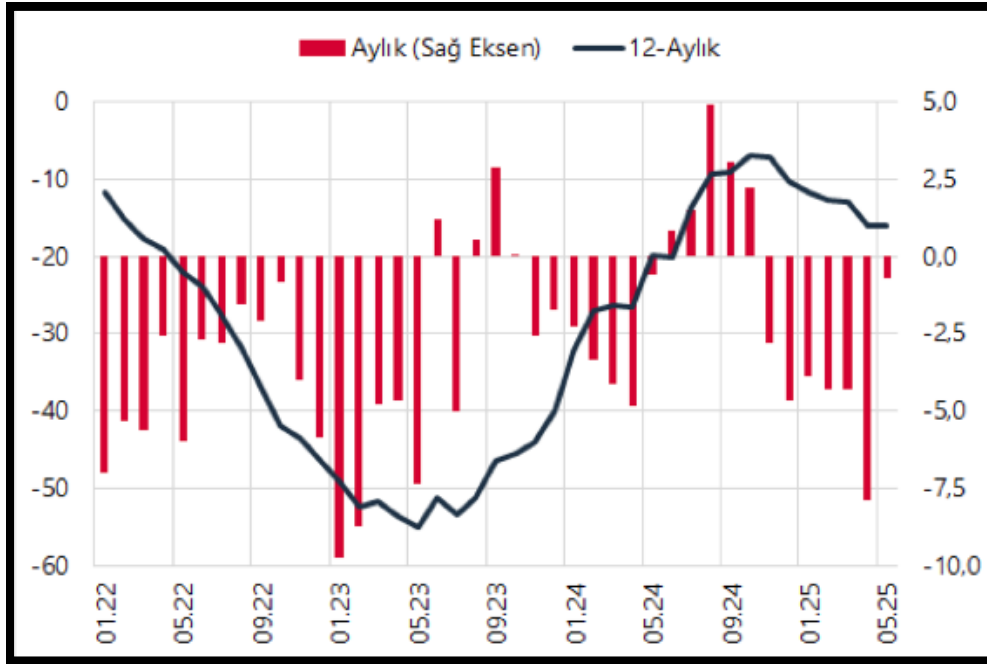
Şekil.11 Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi



Kaynak: TCMB

Mayıs 2025'te Türkiye'nin cari işlemler açığı 684 milyon dolar oldu. Bu rakam, bir önceki ay kaydedilen 7.9 milyar dolarlık açığa kıyasla önemli bir gerilemeyi işaret etti. Mal dengesi bu dönemde 4.8 milyar dolar açık verirken, ihracat 24.3 milyar dolar ve ithalat 29.1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Özellikle enerji ithalatı ve tüketim mallarındaki artış, mal dengesindeki açıkta belirleyici rol oynadı. Buna karşın, hizmetler dengesi 5.6 milyar dolar fazla vererek cari açığın sınırlandırılmasına katkı sağladı. Hizmet gelirleri içerisinde turizm ve taşımacılık gelirleri güçlü bir performans gösterdi ve döviz girişlerini destekledi. Birincil gelir dengesi ise 1.5 milyar dolar açık verdi; bu kalemden yurtdışına yapılan faiz ve kâr transferleri etkili oldu.

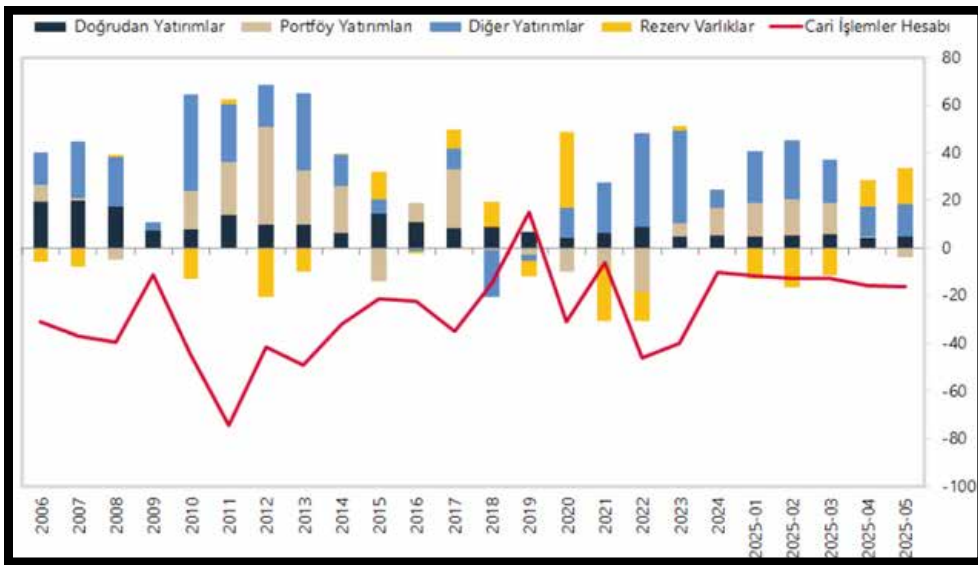
Şekil.12 Cari Denge (Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Finans kalemine bakıldığında, doğrudan yatırımlar kapsamında net 702 milyon dolar giriş kaydedildi; yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'ye gerçekleştirdiği doğrudan yatırımlar 1.377 milyar dolar, yurt içi yerleşiklerin yurtdışına yaptığı yatırımlar ise 675 milyon dolar oldu. Portföyde net 2.498 milyar dolar giriş gözlemlendi; hisse senetlerinde 396 milyar dolar, tahvillere ise 2.576 milyar dolar net giriş oldu. Diğer yatırımlar kaleminde, yurt dışı bankaların yurtdışındaki mevduatlarında net 2.461 milyar dolar artış yaşandı. Resmi rezervlerde ise 13.466 milyar dolarlık artış kaydedildi

Şekil.13 Finans Hesabı (Milyar Dolar)



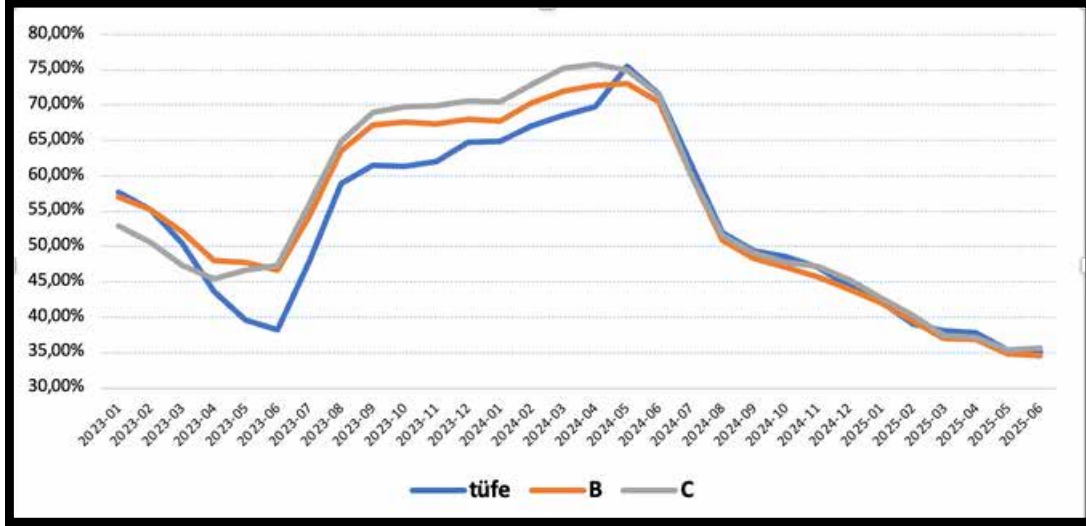
Kaynak: TCMB

Enflasyon

Haziran ayı enflasyonu beklentilerin oldukça altında geldi. Manşet enflasyon aylık %1.37 ve yıllık olarak ise %35.05 olarak açıklandı. Bu da enflasyonun patikasına girdiği izlenimini yarattı. Bu ay en çok artış gösteren aylık %4.48 ile eğitim oldu. Onu %2.62'lik aylık artışla yine konut izledi. Ulaştırma da aylık olarak %2.38 ile üçüncü oldu. Aylık enflasyonun 0.8 puanı zaten konut ve ulaşırmadan gelmiş oldu. Negatif olarak etkileyen kısım ise gıda tarafı oldu. Gıda enflasyonunda bir düşüş görülüyor. Aylık %-0.27 düşüş var. Aslında don olayının etkisi ile bir miktar artış bekliyorduk ama anlaşılan mevsimsel olarak ürünler bolladığı için bir düşüş yaşanmış.

Çekirdek göstergelere baktığımızda ise B ve C endeksleri manşet enflasyonun biraz üstünde geldi. Bunun en önemli nedeni aslında meyve ve sebze fiyatlarının enflasyonunu düşürmesi diye yorumlayabiliriz. Çekirdek enflasyonda bu mallar olmadığı için biraz daha yüksek açıklandı.

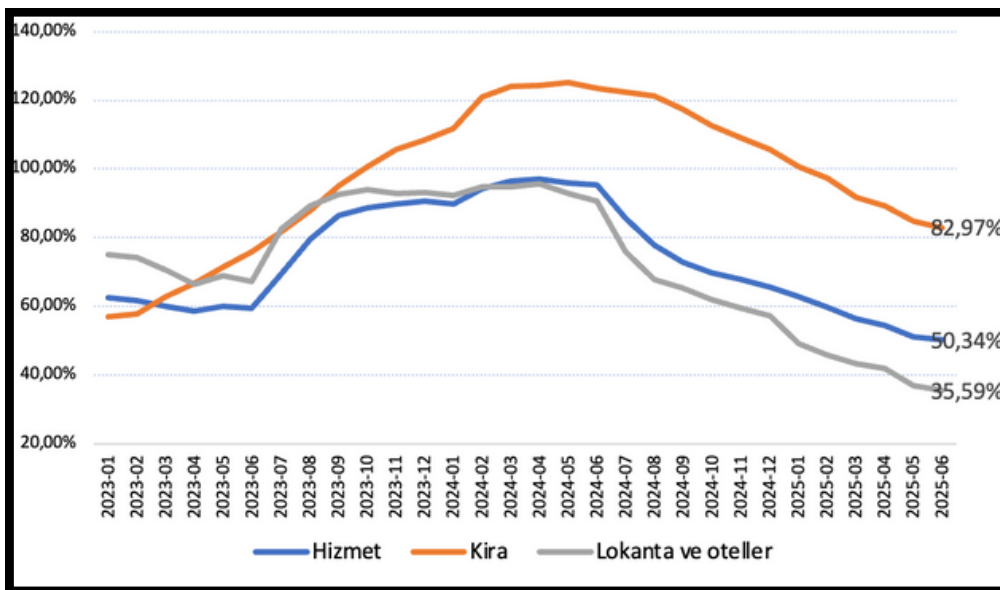
Şekil.14 TÜFE Manşet ve Çekirdek Enflasyon (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Mal enflasyonu aylık olarak %0.71 olurken, hizmet enflasyonu %2.73 ile yüksek seyretmeye devam ediyor. Hizmet enflasyonunun içinde en yüksek artışı bu ay ulaştırma almış. Aylık olarak artış %4.01. Kiralarda artış ise %3.97 ile yüksek seviyesini korumaya devam ediyor. Para politikasına daha duyarlı bir kalem olan lokanta oteller kalemi ise %2.10 arttı.

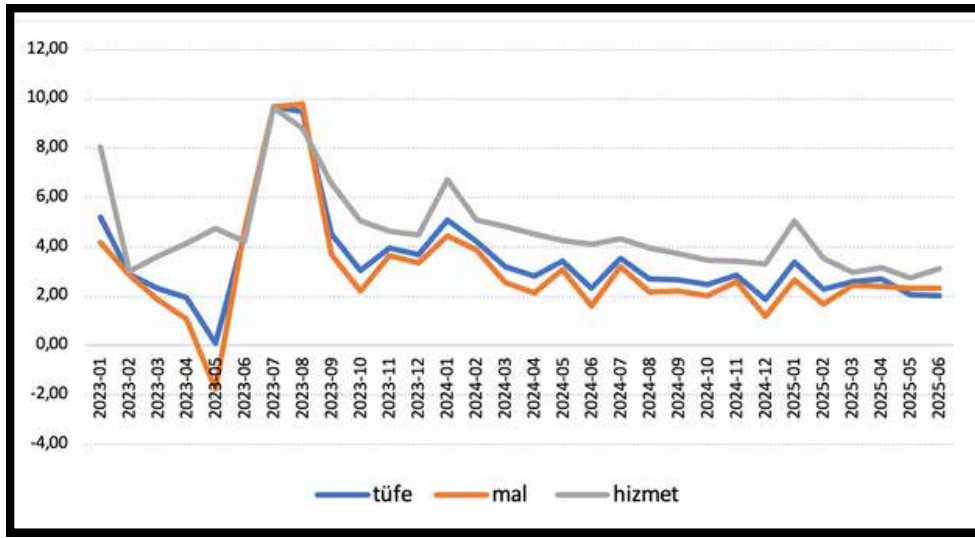
Şekil.15 Hizmet Enflasyonu Kalemleri (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Haziran ayında mevsimsellikten arındırılmış TÜFE aylık olarak %2.04 olarak kaydedildi. Bu Mayıs arındırılmış enflasyon oranına göre aynı kalmış diyebiliriz. Mayıs'ta da oran %2.05'ti. Yani enflasyon mevsimsellikten arındırdığımızda her ne kadar %2'ler seviyesine inmiş olsa da bizi 2026 yılında %20'nin altına indirmek için yeterli değil. Mevsimsellikten arındırdığımızda mal enflasyonu %1.52 seviyesine kadar gerilemişken, hizmet enflasyonu %3.12 seviyesini koruyor.

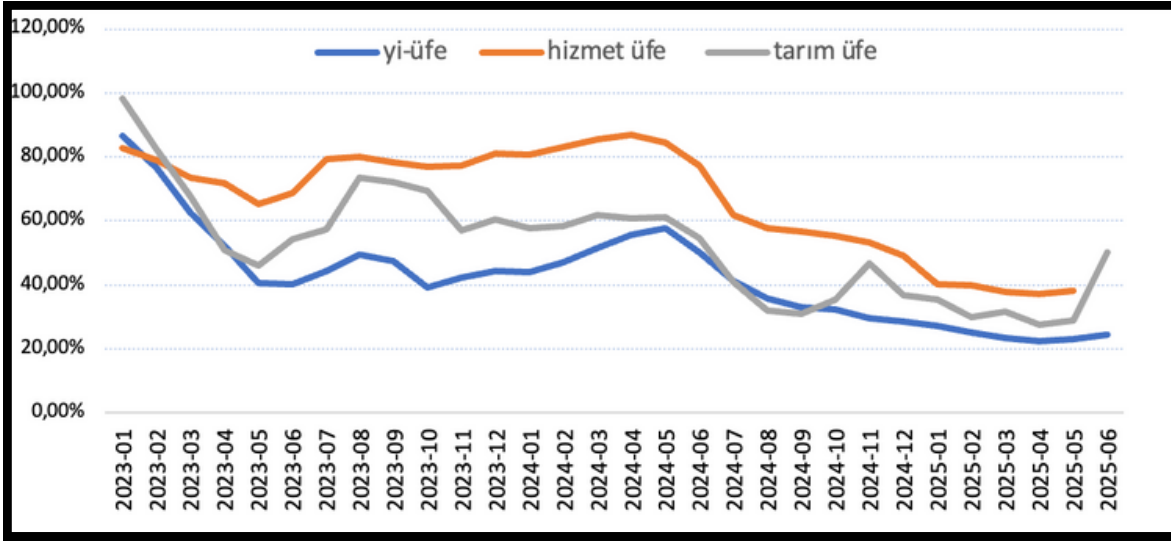
Şekil.16 Mevsimsellikten Arındırılmış Enflasyon (Aylık, %)



Kaynak: TÜİK

Üretici enflasyonu bize maliyet yönlü enflasyonu gösteriyor. Maliyet tarafında enflasyondaki düşüş yerini yükselişe bıraktı. Bu ay tüm ÜFE endeksleri manşet enflasyonun üstünde geldiler. Yi-ÜFE aylık olarak %2.46 gelirken, hizmet ÜFE aylık %2.37 olarak kaydedildi. Tarım ÜFE tarafında ise artış aylık %18.82 olarak kaydedildi. Bunda kabuklu sebze ve meyvenin etkisi var. Tarım ÜFE'deki bu yükseliş ve de geçici olsa da tüm ÜFE'lerdeki azalışın durması dikkat çekiyor.

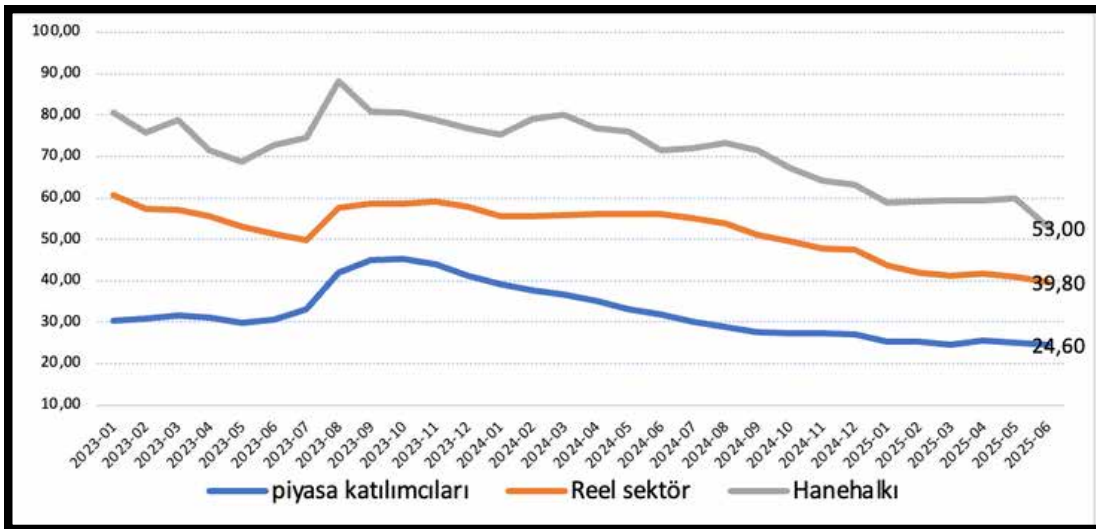
Şekil.17 Üretici Fiyatları Enflasyonu (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Enflasyon beklayışlerinde gerileme devam ediyor. Elimizde en son Haziran ayının verileri bulunuyor. Buna göre bir yıl sonrası enflasyon beklayışleri piyasa katılımcıları için %24.6 olarak kaydedilirken, reel sektör için %39.8 ve de hanehalkı için %53 olarak hesaplandı. Hanehalkının enflasyon beklayışindeki gerileme gerçekten önemli bir seviyede gerçekleşti. Bunun iki önemli nedeni olabilir. Bunlardan biri yaz mevsimi olması. Hanehalkı için gıda önemli bir bütçe kalemi ve gıda fiyatlarındaki gerileme enflasyon algısını aşağıya çekebilir. İkincisi ise açıklanan verinin düşük gelmesi denebilir. Bu da halkın bakış açısını değiştiriyor.

Şekil.18 Sektörel Enflasyon Beklarişleri (12 ay sonrası, yıllık, %)

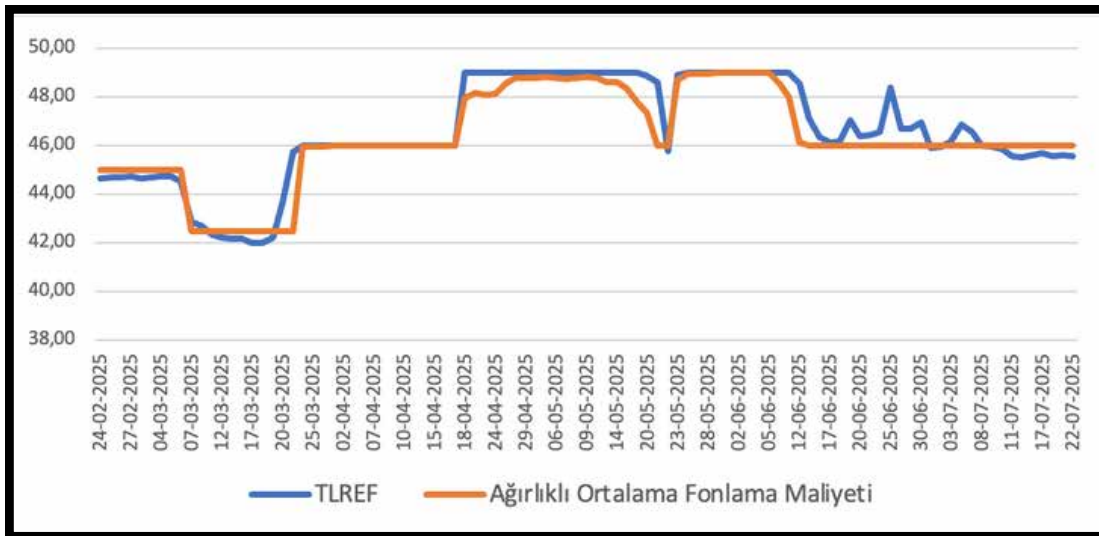


Kaynak: TÜİK

Para ve Kur Politikası

TCMB 19 Haziran toplantısında herhangi bir faiz değişikliğine gitmemiş, faiz koridorunu ise daraltmamıştı. Tabii bu kararında etkili olan İsrail ve İran savaşı ve de ABD’de işin içine girmiş olmasıydı. Bu nedenle de ihtiyatlı duruşunu devam ettirmişti. Şimdi 24 Temmuz toplantısında bir faiz indirimine gitmesi kesin görülürken bunun ne kadar olacağı tartışma konusu olmaya devam ediyor. Merkez Bankası piyasaları bandın üstünden (yani %49’a yakın) fonlamayı bıraktı. Ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti %46’da seyrediyor. TLREF ise %46’nın altına indi. Özetle piyasada likidite var. Merkez Bankası döviz alıyor TL veriyor ve bu da piyasadaki likiditeyi arttırıyor.

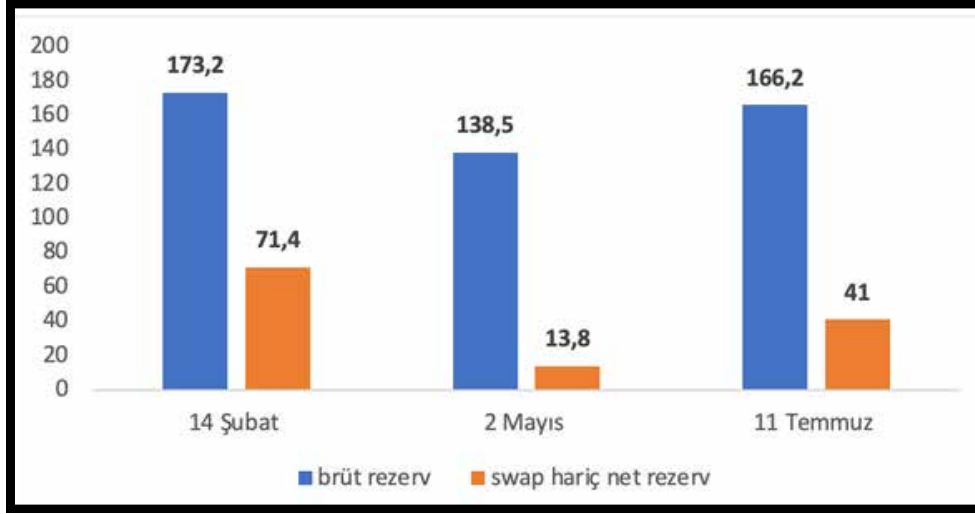
Şekil.19 Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı ve TLREF (%)



Kaynak: TCMB

TCMB’nin faiz kararında baktığı birkaç unsur var. Enflasyon bunların başında geliyor. Her ne kadar enflasyonun bazı kalemlerinde katılıklar sürse de enflasyon faiz düşürmeye imkan sağlıyor. Yıllık olarak enflasyon %35.05 politika faizi ise %46’da tutuldu. Bu kabaca 11 puan reel faiz veriyoruz anlamına geliyordu. Bu artık reel sektörü yormaya başlamıştı. Konkordatolar arttı ve de piyasada sıkışma var. İkinci baktığı gösterge ise rezervler. Rezervlere baktığımızda bir toparlanma göze çarpıyor. 19 Mart sürecinde merkez bankası 55 milyar rezerv harcamıştı. Bunun yarısını toplamış görünüyor. Toplam rezervler 166 milyar dolar seviyesini gördü. Swap hariç net rezervler ise 41 milyar dolara yeniden tırmandı. Şubat ayında bu 71.4 milyar dolar olarak kadar yükselmişti. 19 Mart sonrası başlayan süreçte rezerv kaybetmeye başlamış ve de Mayıs başında 13.8 milyar dolarda dip yapmıştı. Rezerv artışı açısından Merkez Bankasının eli güçlenmeye başladı.

Şekil.20 TCMB Rezervler (Milyar dolar)



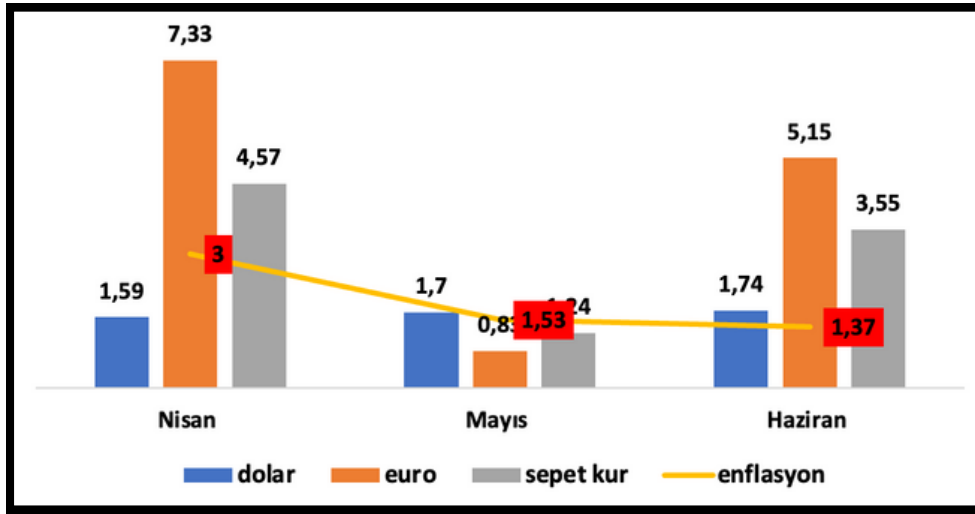
Kaynak: TCMB

Üçüncü olarak TCMB'nin dikkat ettiği gösterge ise TL mevduatın cazibesi diyebiliriz. Döviz mevduata geçişle birlikte döviz talebi artacağından kurlar yükseliyor. TCMB da kur üzerine baskı yaratmaması açısından TL'yi cazip tutmak zorunda kalıyor. Tabii yurtdışından çektiğimiz sermaye için de aynı şey geçerli olacaktır. Kur üzerinde bir baskı olmaması için TL'nin cazip olması gereklidir. Ancak son dönemde Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın aldığı stopaj kararı burada önemli bir değişiklik yarattı. Stopaj 6 aya kadar vadede %15'ten %17.5'e 1 yıla kadar olan vadede ise %1'den %15'e çıkarıldı. Bu da otomatik olarak TL mevduatın ve de para piyasası fonlarının getirilerini düşürdü.

Özetle saydığım ilk iki gösterge faiz indirim açısından pozitif bir durum yaratırken TL'yi cazip kılacak bir faizin gerekli olması ne yazık ki faiz indirimini sınırlayıcı etkide bulunmuştu. TCMB ise 24 Temmuz kararında faizi 300 bp indirdi. Politika faizi %43'e indi. Koridordaki genişliği ise korudu. Burada biraz stratejik davrandı diyebiliriz. Bir sonraki toplantı 11 Eylül'de. Ağustos ayında bir toplantı yok. Ancak 8 Eylül'de CHP kurultay davası var. Burada çıkabilecek bir kararın piyasaları etkileyebilmesi ihtimaline karşı üst bantta bir daraltma yapmamış. Metinde bundan sonraki faiz kararlarında ise aynı montanda bir düşüşün garantisi olmadığını da sinyali veriyor.

Kur politikasına geldiğimizde ise TCMB'nin kuru savunurken biraz daha gevşediğini görüyoruz. Enflasyon civarında artan bir kur seviyesi görebiliriz. Euro dolar paritesindeki artış kaynaklı da Euro dolara göre daha fazla getiri sağlıyor. Ancak anlaşılan TCMB daha çok doları kontrol altında tutmaya çalışıyor.

Şekil.21 Kur Değişimleri ve Enflasyon (Aylık, %)



Kaynak: TCMB

Geçtiğimiz bir ay hem iç piyasalarda hem de dış piyasalarda hareketli geçti. Dışarıda tarifeler konusu hala gündemde olmaya devam ediyor. 9 Temmuz tarifeler için verilen son tarihi. Onu geçtik şimdi önümüzde 1 Ağustos tarihi var. Anlaşmalar yapılıyor ama bunların kapsamı ticaret anlaşması niteliğinde değil. Ticaret anlaşmaları yapmak kolay değil. Muhtemelen bu tarifeler daha düşük bir oranda uygulanabilir. Uzatmalar da söz konusu olabilir. Piyasalar Trump'ın bu sürekli tehditleri ve sonrasındaki caymalarına alıştığı için fazla tepki vermiyorlar.

Trump'ın Powell üzerine gitmesi bence son dönemin en önemli konularının başında geliyor. FED'in bağımsızlığını aşındırıyor. Bu da dolardan kaçışı başlatabilir. Tahvillerde yaşanan bir çıkış bütün finans piyasası açısından risk oluşturabilir.

İç piyasalarda ise faiz indirim süreci 300 bp ile başladı. Yüksek faizlerin etkileri artık daha fazla görülmeye başlamıştı. Konkordatolarda artış var. İcra-iflas dosyaları ilk 6 ayda 5 milyon artarak 23.8 milyona ulaştı. KGF kredi düzenlemesi, nefes kredisi reel sektördeki bu maliyeti azaltmak için tasarlandı. Ancak yetersiz kaldığını görüyoruz. Hanehalkı tarafını rahatlatmak için ise kredi kartı yapılandırma ile ilgili düzenlemeler geldi. Takipteki alacaklar hala çok yüksek değil, %2.1 seviyesinde bulunuyor. 2020'de %4.2'ydi. Bu seviyeye ulaşmadı ama 2023'ün %1.7 seviyesinin de üstüne geldi. Faiz düşse de kredi kısıtlarının olduğunu hatırlatmakta fayda var. Kredinin hemen erişilebilir olması zor görünüyor.

Stopaj kararı beklenen bir karar değildi. Hatta düşürülmesi konuşuluyordu. Bu kararın arkasında ne yazık ki zayıf bir bütçe performansı yatıyor. Bütçe gelirleri artamıyor, giderler kısılamıyor. Bu nedenle de en kolay vergi alınabilecek alanlardan vergi alınmaya çalışılıyor. Stopaj kararı bu çerçevede değerlendirilebilir. Bütçe açığı için OVP'deki hedef %3.1'di. Şu anda %5 civarındayız. %3.1'e inmemiz pek mümkün gözüküyor.

Enflasyon manşette oldukça iyi gidiyor. Bu senenin enflasyon beklentisi- beklentinin üst bandı %29- tutturulabilir. Bu açıdan bir sıkıntı görünmüyor. Temmuz ayında hem doğalgaza gelen zam hem de akaryakıtta ÖTV düzenlemesi nedeniyle bir miktar enflasyon daha yüksek çıkabilir. Ancak genel olarak patikada diyebiliriz. Tabii yapısal problemler nedeniyle 2026 enflasyonu için hedeflerin tutması zor görünüyor.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



Derya Hekim



@drderyahekim



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ