



EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2025 KASIM

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

Türkiye ekonomisine ilişkin son görünüm, yılın son çeyreğine girilirken büyüme, fiyatlama davranışları, dış denge ve beklenti göstergelerinde karışık fakat genel olarak dengelenme eğilimine işaret etmektedir. Reel Kesim Güven Endeksi ekimde mevsimsellikten arındırılmış olarak 102 düzeyine çıkarak iş dünyasında temkinli iyimserliğin sürdüğünü göstermektedir; buna karşın alt kalemlerde üretim, siparişler ve ihracat beklentilerinde sınırlı zayıflama sinyalleri bulunmaktadır. Kapasite kullanım oranı da ekimde %74 seviyesine hafif bir artışla ulaşmış, ancak halen uzun dönem ortalamalarının altında kalarak sanayinin belirgin bir atıl kapasiteyle çalıştığına işaret etmiştir. Sanayi üretimi ise eylülde yıllık %2.9 artmasına rağmen aylık bazda daralmış, imalat sektöründe zayıf talep ve mevcut küresel yavaşlama eğiliminin etkileri somutlaşmaya başlamıştır.

Dış ticarete ise ekim ayı itibarıyla ihracat 24 milyar dolar seviyesinde yataylımlı bir artış kaydederken ithalatın 31 milyar doların üzerine çıkması dış ticaret açığını genişleten temel unsur olmuştur. Karşılama oranının %76 düzeyinde kalması, iç talep kaynaklı ithalatın güçlü seyrettiğine ve enerji-ara malı bağımlılığının sürdüğüne işaret etmektedir. Ödemeler dengesi tarafında eylül ayı verileri 1.1 milyar dolarlık cari fazla ile yılın önceki aylarına göre daha olumlu bir görünüm sunsa da yıllıklandırılmış cari açık 20 milyar dolar civarında seyretmektedir. Hizmet gelirleri (özellikle seyahat kalemi) yüksek katkısını sürdürürken, dış ticaret açığı ve birincil gelir çıkışları dengedeki iyileşmeyi sınırlamaktadır.

Enflasyon görünümünde aylık çekirdek eğilimlerde dalgalanma devam etmekte; döviz kuru hareketleri, hizmet enflasyonu ve ücret maliyetlerinin etkisi fiyatlama davranışını belirgin şekilde şekillendirmektedir. Para politikasında mevcut sıkı duruşun yıl sonuna kadar korunması, enflasyon görünümünün net bir iyileşme göstermemesi durumunda ise gevşeme alanının sınırlı kalması beklenmektedir. Finansal koşullarda sıkılık sürerken kredi büyümesi ve mevduat kompozisyonu düzenleyici çerçeve tarafından yönlendirilen bir dengelenme eğilimi içindedir.

“

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

Joseph A. Schumpeter

”

Trump iş başına geldiğinden beri savunduğu tarifelerden bir miktar gevşemeye gitmek zorunda kalmıştır. ABD’de özellikle gıda fiyatlarında yaşanan artışlar ve de bu artışların hanehalkında bir hoşnutsuzluk yaratması ve bu hoşnutsuzluğun da yerel seçim sonuçlarına yansması Trump’ın bu konuda gevşemeye gitmesine neden olmuştur. Tarım ürünleri, gübre gibi bazı mallarda tarife indirimlerine gitmiştir.

Tarifelerde bir diğer durum ise Trump’ın acil durum yasasını kullanarak Kongre’nin izni olmadan tarife uygulamasının Anayasa Mahkemesine taşınmış olmasıdır. Mahkemenin yıl bitmeden karar vermesi beklenmektedir. İki tarafı dinleyen mahkememin bu taife uygulaması iptal etme olasılığı yüksektir. Bu durumda farklı yasaları kullanarak yeniden tarifeler gelebilir ancak belirsizliğin arttığı bir durum söz konusu olacaktır.

Trump’ın en çok çözmek istediği jeopolitik sıkıntı Rusya ve Ukrayna arasında savaş olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir yandan Rusya’ya petrol üzerinden baskıları arttırırken diğer taraftan Ukrayna’yı barış anlaşması konusunda sıkıştırmaktadır. Ukrayna’da yaşanan bir rüşvet skandalı nedeniyle eli zayıflayan Zelensky anlaşma konusunda istekli davranmaktadır. Trump’ın hazırladığı 28 maddelik anlaşma planında Ukrayna’nın ordusunun kısıtlanması, Rusya’nın işgal ettiği bölgelerde kontrole devam etmesi ve Rusya’nın dondurulan varlıkları ile Ukrayna’nın yeniden yapılandırılması gibi maddeler yer almaktadır. Tabii burada Trump kendine bir ticari hediye de koymuştur. Ukrayna’nın yeniden yapılandırılacak fonun sahip olduğu kârın %50’sinin de ABD’ye gidecek olması anlaşma maddelerine dahil edilmiştir. Ancak bu anlaşmanın son haline henüz erişilmemiştir. AB ise bu anlaşmanın bazı maddelerine karşı çıkmaktadır. Rusya’nın dondurulan varlıkları aslında Belçika’da tutulmaktadır. Bu konuda AB söz hakkı olduğunu iddia etmekte ve anlaşmanın bazı maddelerine itiraz etmektedir.

Bu gerilimlerin dışında dünya Asya’da yeni bir jeopolitik gerilimle karşı karşıya kalmıştır. Japonya’nın yeni seçilen Başbakanı Takaichi, Çin’in Tayvan’ı işgal etmesi halinde askeri müdahalede bulunacağını açıklamıştır. Bu da Çin tarafında oldukça tepki yaratmıştır. Çin vatandaşları Japonya’ya gitmemesi konusunda uyarıda bulunmuştur. Japonya’daki turistlerin %23’ünü Çinli turistler oluşturmaktadır. Bu durumda Japonya’nın turizm üzerinden etkileneceği beklenmektedir. Japonya ise Tayvan’a yakın olan Japon adalarının güvenliğini öne çıkarmaktadır. Tayvan’ın işgal edilmesi haline Çin bu adalara çok yakınlaşmış olacaktır. Japonya ise bunu kendine tehdit olarak görmektedir. Japonya başbakanının böyle bir çıkış yapması aslında ilginç olarak görünürken o bölgede suların ısınmakta olduğunun da bir işaretidir.

Piyasalarda yapay zekanın bir balon mu olduğu artık daha yüksek sesle tartıŖılmaya başlanmış, bu tartıŖmalar da piyasada hareketlenmeler olmasına neden olmuştur. Yapay zeka balonunu olduğu iddiasının en önemli dayanaklarında biri yapay zeka veri merkezleri için yatırımların inanılmaz boyutlara ulaşmış olmasıdır. Örneğin OpenAI 500 milyar dolarlık bir yapay zeka projesi açıklamıştır. Bu tutar 15 tane Manhattan Projesi (nükleer silah) ve 2 tane Apollo Projesi (aya insan gönderme) tutarına eşittir. OpenAI'nın bu yatırımlarının karşılığını ne zaman alabileceği ise belli değildir. İkinci önemli nokta ise bu şirketlerin değerlemeleri çok yüksek tutarlara ulaşmıştır. Bu şirketler birbirine yatırım yapmakta ve döngüsel bir yatırım hali söz konusu olmaktadır. Örneğin Nvidia OpenAI'a yatırım yaparken, OpenAI yeni veri merkezlerinde Nvidia çiplerini kullanmaktadır. Bu yatırım her iki şirketinde değerlemesini arttırırken birinde yaşanan bir sorunun domino taşları gibi yayılma ihtimalini de doğurmaktadır.

ABD ekonomisinde en uzun hükümet kapanmasından sonra hükümetin yeniden açılması ile birlikte veriler gelmeye başlamaktadır. Hükümet açıldıktan sonra ilk olarak tarım dışı istihdam verisi açıklanmıştır. Bu veri beklentileri aşarak 119 bin olarak açıklanmıştır. Verinin detaylarına baktığımızda ise daha çarpıcı sonuçlar ortaya çıkmaktadır. İmalat sanayiinde istihdam azalmaktadır. Trump'ın tarifeleri açıkladığı Nisan ayından beri imalat sanayi istihdamında 58 bin kayıp yaşanmıştır. İstihdamdaki azalmayı durdurmaya çalışan Trump'ın daha çok imalat sanayii istihdamını azaltmış olması ironik olarak görülmektedir. İşsizlik oranı ise %4.3'ten %4.4'e sınırlı olarak yükselmiştir.

Eylül verileri alınmış olmasına rağmen Ekim verilerinin eksik olacağı açıklanmıştır. Bu verileri görmeden FED 10 Aralık'ta faiz kararını açıklayacaktır. Daha önceki toplantıda Powell Aralık ayında bir faiz indiriminin garanti olmadığını açıklamıştır. Bunun yanı sıra FED üyelerinde bir bölünmüşlük görülmektedir. Bazı FED üyeleri düşürme yolunda görüş bildirmişken bazı FED üyeleri durma konusunda görüş bildirmişlerdir. Bu nedenle bu ay FED faiz kararı ile ilgili beklentiler de FED üyelerinden gelen görüşlere göre değişmektedir.

FED kararında enflasyon ve istihdam piyasasındaki zayıflığa göre karar vermek durumunda kalacaktır. Enflasyon ise %3 seviyesinde kalmıştır. Her ne kadar bize az gibi görünse de FED'in hedefinin %2 olduğu düşünülürse hedeften %50 sapmıştır. Diğer taraftan işgücü piyasasında ise bir soğuma görülmektedir ancak bu daha çok ABD'de yapısal bir değişikliğin sonucunu göstermektedir. Amazon, Target gibi şirketler işten çıkarmalar açıklamaktadır. Bu şirketlerin işten çıkarma sebepleri artan otomasyon ve yapay zekadır. Bu yapısal değişime para politikası FED'in de yapabileceği bir şey yoktur.

2026'da ise Fed Başkanı Powell'in görev süresi dolacaktır. Yerine Trump Başkan ataması yapacağından faiz indirimi yanlısı birisi olması kaçınılmazdır. Bu da tüm varlıklarda 2026 ikinci yarısında bir artış beklenilmesi anlamına gelmektedir.

Euro Bölgesinde ise enflasyon sorunu çözülsün de ekonomik büyüme daha sınırlı olarak gitmektedir. Ancak son yayınlanan AB Komisyonu tahminleri daha iyimser bir tabloyu işaret etmektedir. Bu beklentilerin oluşmasında tarifelerin anlaşma ile çözülmüş olması ve tarifelerin yükselmiş olmasına rağmen bu yükselişin ticaret savaşına dönüşmeden çözülmesi rol oynamıştır.

Euro Bölgesi için enflasyon 2025 ve 2026'da düşük seyretmesi beklenirken 2027'de karbon fiyatlarının artmasının enflasyona yukarı yönlü bir baskı yapması beklenmektedir.

Almanya'nın savunma ve altyapı harcaması yapması ile birlikte büyümesini bir miktar arttırması beklenmektedir. 2026 için büyüme beklentisi %1.2 olarak açıklanmıştır. Fransa'da ise bütçe krizi hala canlılığını korumaktadır.

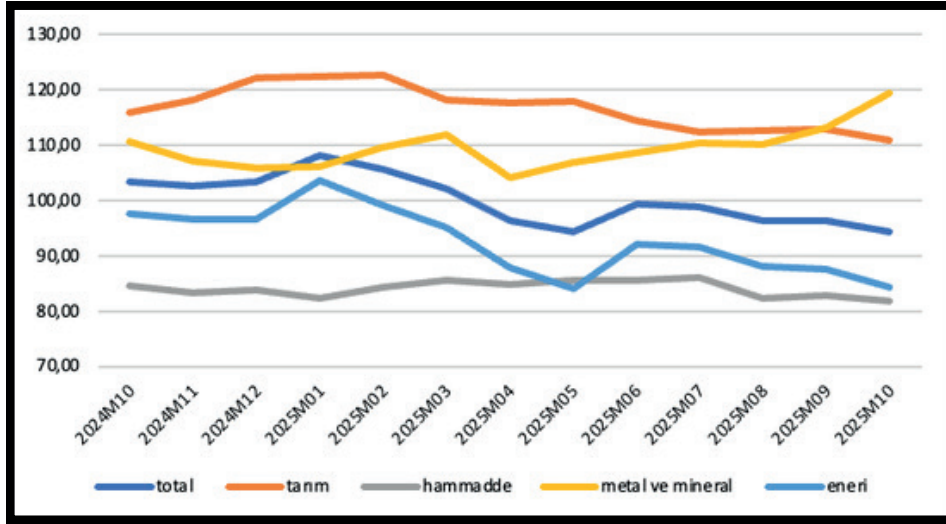
Çin ekonomisinde duraksama sinyalleri gelmeye başlamıştır. Sanayi üretimi Ekim ayında %4.9 olarak kaydedilmiştir. Sabit yatırımlar ise ilk 10 ayda geçen senenin ilk 10 ayına göre %1.7 azalmıştır. Sabit yatırımlardaki düşüşün en önemli nedeni emlak yatırımlarının düşmüş olmasıdır.

Perakende satışlardaki artış ise yine beklentilerin altında kalarak %2.9 olarak kaydedilmiştir. Emlak piyasasındaki durgunluk ise servet etkisi üzerinden talebi kısıtlamaktadır. Bunu aşabilmek için Çin mali canlandırma programları hazırlamıştır. Eylül sonundan beri 141 milyar dolar mali canlandırma onaylanmış ancak ne yazık ki talebi yeterince arttıramamıştır.

Emtia piyasalarında Ekim sonrasında geniş tabanlı bir zayıflama eğilimi söz konusudur. IEA projeksiyonları 2026 yılı için petrol piyasasında belirgin arz fazlasına işaret ederken, doğal gazda bölgesel fiyat ayrışmaları devam etmektedir. ABD'nin Rus iki petrol üreticisi Rosneft ve Lukoil'e yaptırım getireceğini açıklaması sonrasında Hindistan da dahil olmak üzere ülkelerin başka bir kaynaktan petrol tedarikine yöneldiği görülmüştür. Ortadaoğu, Suudi Arabistan rotalarında petrol tankerlerinin taşıma maliyetleri yükselmeye başlamıştır. Rusya'nın petrolü olan Ural petrolü Brent petrolden 7 dolar daha ucuza satılmaya başlamıştır.

Endüstriyel metallerde zayıf küresel talep baskın görünmekle birlikte bakırda arz kesintileri nedeniyle yukarı yönlü riskler mevcuttur. Tarım emtialarında güçlü üretim beklentileri fiyat baskısını artırmaktadır. Altın ise para politikası yönlendirmeleri nedeniyle yatay-hafif pozitif eğilim göstermektedir. Ancak 2026'da gevşek bir ABD para politikası, yani düşük bir dolar faizi altını destekleyecektir.

Şekil.1 Emtia Endeksleri



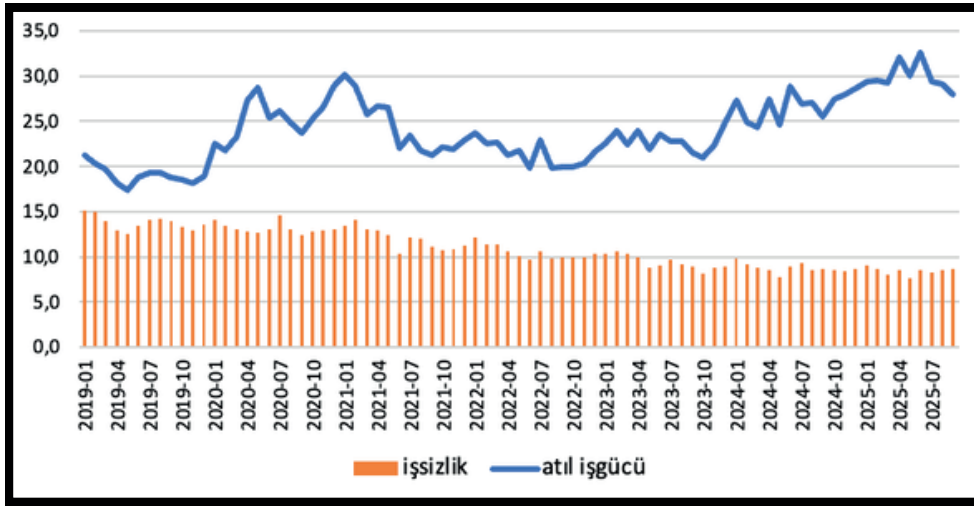
Kaynak:Dünya Bankası

İşsizlik

Türkiye’de işgücü piyasasına ilişkin göstergeler Eylül 2025 döneminde genel olarak yatay bir görünüm sergilemiştir. TÜİK’in mevsim etkilerinden arındırılmış verilerine göre işsizlik oranı %8.6 seviyesinde sabit kalmıştır. İşsiz sayısı bir önceki aya kıyasla 12 bin kişi artarak 3 milyon 75 bin kişiye yükselmiştir. Cinsiyete göre bakıldığında, erkek işsizlik oranı %7.4, kadın işsizlik oranı ise %11.1 olarak gerçekleşmiştir. Genç nüfus (15–24 yaş) işsizlik oranı ise %14.9 seviyesine gerilemiş ve önceki aya göre 0.9 puanlık bir iyileşme göstermiştir.

İşgücüne katılma oranı %53.5, istihdam oranı ise %48.9 düzeyine gerilemiştir. Geniş tanımlı işsizlik göstergesi olan atıl işgücü oranı %28.6 seviyesinde gerçekleşmiş, aylık bazda yaklaşık 1.2 puanlık bir gerileme göstermiştir.

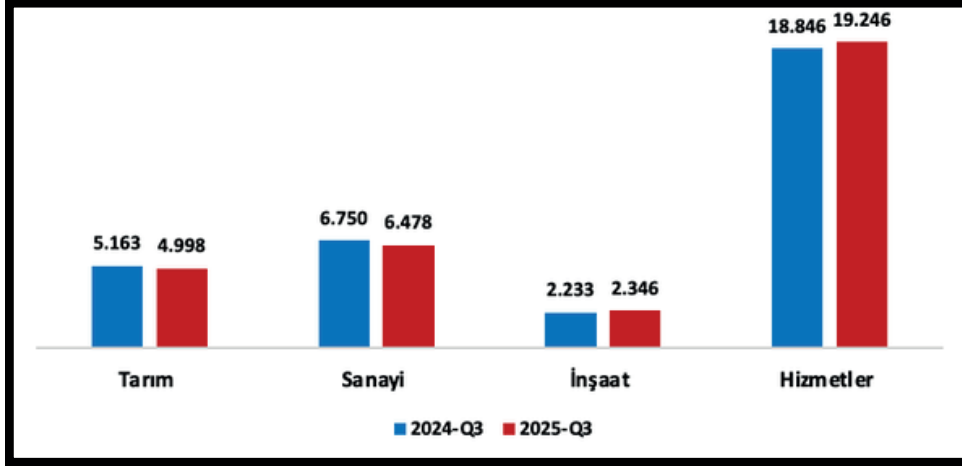
Şekil.2 İşsizlik ve Atıl İşgücü Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

Çeyreklik olarak baktığımızda ise 3. Çeyrekte işsizlik oranı %8.5 olarak gerçekleşmiştir. Şekilden de görüldüğü üzere Türkiye’de işsizlik azalmakta ancak atıl işgücü oranı artmaktadır. Yani aslında işsizlik görüldüğü yer farklılaşmaktadır. Zaman içerisinde işsiz kalanlar potansiyel işgücü tarafına geçmiştir. Çeyreklik istatistiklere baktığımızda istihdamın değişimini sektöre bazda takip etmek mümkündür. 2024 üçüncü çeyrekte 2025 4. Çeyreğe tarım ve sanayi de istihdam kaybı yaşanırken, inşaat ve de özellikle hizmetler sektöründeki istihdam artışı işsizliğin yükselmesini önlemiştir.

Şekil.3 Sektörlere Göre İstihdam

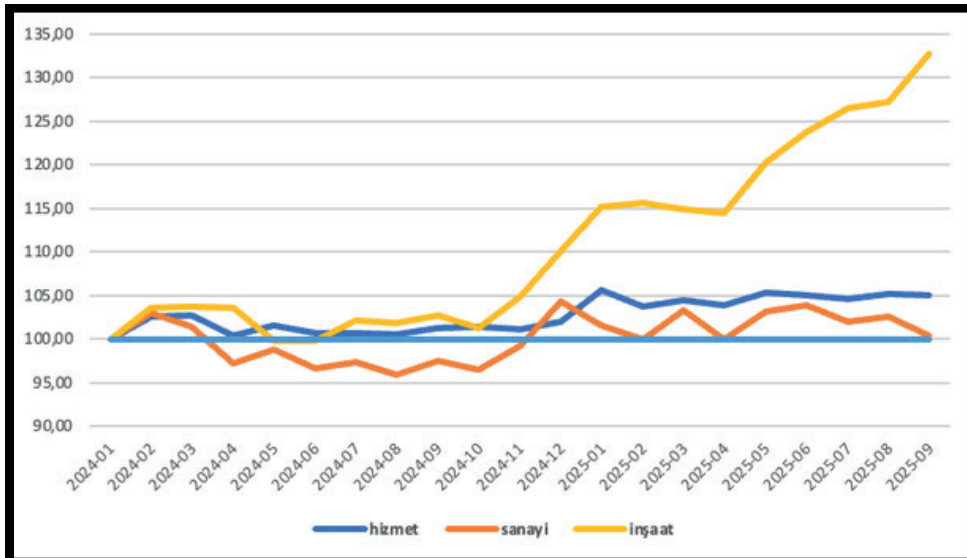


Kaynak: TÜİK

Reel Kesim

TÜİK'in Eylül 2025 Sanayi Üretim Endeksi sonuçlarına göre, sanayi üretimi yıllık bazda %2.9 artarken aylık bazda %2.2 oranında gerilemiştir. Yıllık artışın pozitif seyri üretim tarafında genel bir toparlanmaya işaret etse de, aylık düşüş kısa vadeli üretim ivmesinin zayıfladığını göstermektedir. Alt sektörler dikkate alındığında, madencilik ve taş ocakçılığı üretimi yıllık %3.1, imalat sanayi üretimi %2.7 ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi yıllık %5.3 artış kaydetmiştir. Bununla birlikte, imalat ve enerji-elektrik alt sektörlerinde aylık bazda gerileme görülmesi, sanayi üretimindeki yavaşlamanın bileşenler bazında da belirginleştiğini göstermektedir. Eylül ayında yüksek teknolojlili sanayilerin üretimi aylık %15.4 artmış, orta-yüksek sanayi de ise %7.4'lük bir düşüş yaşanmıştır.

Şekil.4 Sanayi İnşaat ve Hizmet Üretimi (2024=100)



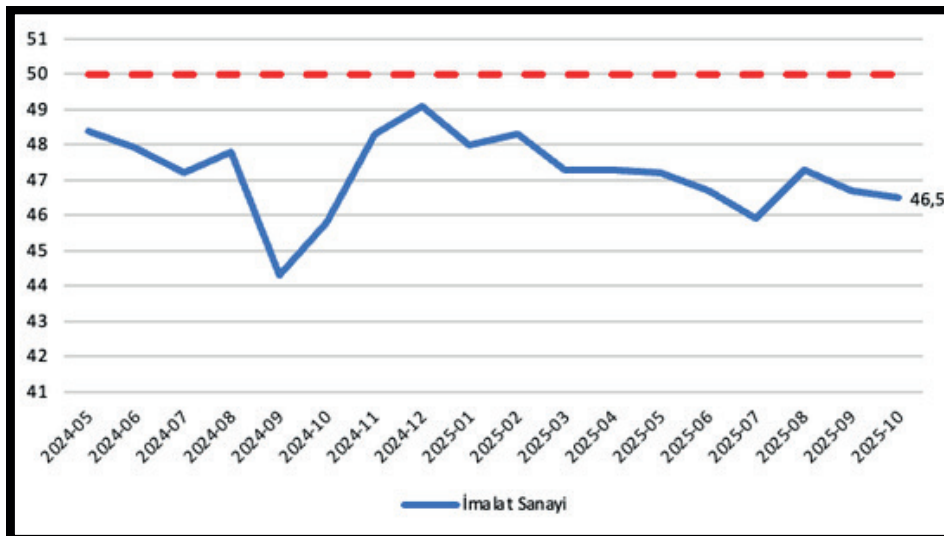
Kaynak: TCMB, TÜİK

Hizmet üretiminde ise benzer bir durum gözlenmiştir. Eylül ayında yine hizmetler sektörü %0.1 küçülmüş yıllık bazda ise %3.1 artış görülmüştür. İnşaat sektörü deprem konutlarının da devreye girmesi ile birlikte aylık bazda %4.3 yıllık bazda ise %29.9 gibi yüksek bir büyüme gözlenmiştir. 2024 başından beri sektörleri dikkate aldığımızda sanayi sektörünün hiç büyümediğini, hizmetler sektörünün (finans dışı) %5 gibi bir büyüme kaydettiğini ancak inşaat sektörünün %30 civarında büyüdüğü gözlenmektedir. Bunda deprem sonrası inşaat sektörünün durması ve sonra deprem konutları yapımı ile birlikte tekrar hareketlenmesinin etkili olduğu not edilmelidir.

İmalat sanayine ilişkin kapasite kullanım oranı 2025 yılı Ekim ayında %74.2 seviyesinde gerçekleşmiş olup, bir önceki ay olan Eylül 2025'te ölçülen %74.0 seviyesinin bir miktar üzerine çıkmıştır. Veriler, Ağustos ayında görülen yaklaşık %73.5 düzeyinden itibaren kapasite kullanımında kademeli bir toparlanma olduğunu, Eylül ve Ekim aylarında ise bu toparlanmanın yatay-hafif yukarı yönlü bir seyir izlediğini göstermektedir.

İstanbul Sanayi Odası ve S&P Global tarafından yayımlanan Ekim 2025 PMI verilerine göre, imalat sektöründeki bozulma eğilimi ay içinde devam etmiş ve manşet PMI endeksi Eylül'deki 46.7 seviyesinden 46.5'e gerileyerek son üç ayın en düşük değerine ulaşmıştır. Üretimdeki yavaşlama üst üste 19. aya taşınmış ve düşüş Eylül'e göre daha belirgin hâle gelmiştir. Hem iç piyasada hem de ihracat pazarlarında müşteri talebinin zayıf seyretmesi, yeni siparişlerdeki gerilemenin Ekim ayında da sürmesine yol açmıştır. Talepteki durgunluk nedeniyle firmalar istihdamı artırma yönünde adım atmamış, böylece istihdamdaki küçülme 11. aya ulaşmıştır. Satın alma faaliyetleri ve girdi stokları da azalmış, bunun sonucunda bazı tedarikçilerin teslimat sürelerinde hafif iyileşme görülmüştür.

Şekil.5 İmalat PMI



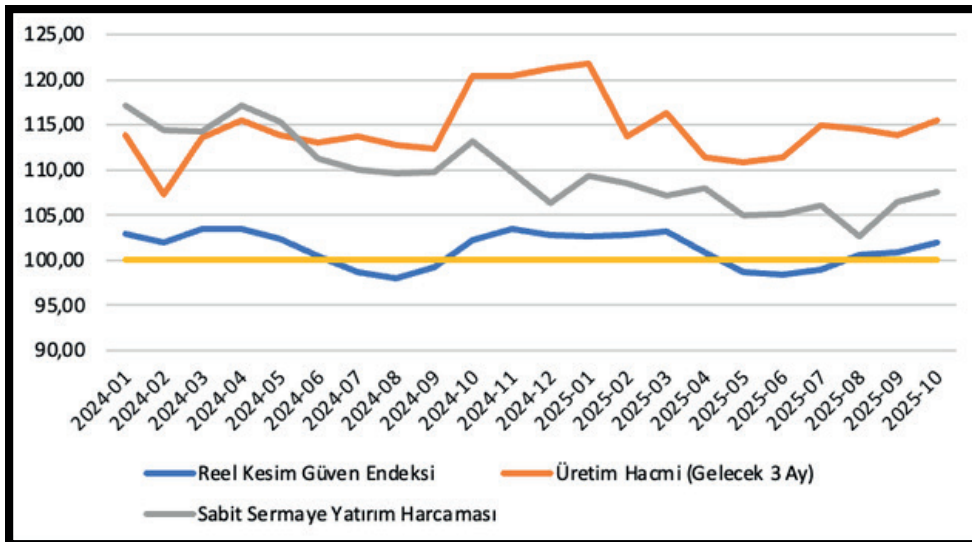
Kaynak: S&P Global, İSO

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından yayımlanan Ekim 2025 Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE) verilerine göre, mevsimsellikten arındırılmış endeks 102 seviyesinde gerçekleşmiş ve bir önceki aya kıyasla 1.2 puanlık bir artış kaydetmiştir. Endeksin 100'ün üzerinde seyretmesi, reel sektörün genel görünümüne ilişkin iyimserliğin korunduğunu göstermektedir. Ancak söz konusu artış güçlü bir ivmelenmeye değil, daha çok temkinli bir iyileşmeye işaret etmektedir.

Alt endeksler incelendiğinde, mevcut mamul mal stoklarının önemli bir bölümü tarafından “mevsim normallerinin altında” değerlendirildiği görülmektedir. Gelecek üç aya yönelik üretim hacmi, iç piyasa siparişleri ve ihracat siparişlerine ilişkin beklentiler önceki aya kıyasla zayıflamış, firmaların talep koşullarına ilişkin temkinli duruşunu sürdürdüğü anlaşılmıştır. Buna karşılık, gelecek on iki aya yönelik sabit sermaye yatırım harcaması beklentisi artış yönünde güçlenerek yatırım iştahında sınırlı bir iyileşmeye işaret etmiştir.

İstihdam beklentileri pozitif bölgede yer alsa da artış eğilimi sınırlı kalmıştır. Üretimi kısıtlayan faktörlere dair değerlendirmelerde firmaların yaklaşık yarısı herhangi bir kısıtlayıcı unsur belirtmezken, %13.7 oranındaki bir kesim talep yetersizliğini temel kısıt olarak ifade etmiştir. ÜFE beklentisi ise bir önceki aya göre 0.2 puan azalarak 34.3 olmuştur.

Şekil.7 İktisadi Yönelim Anketi



Kaynak: TCMB

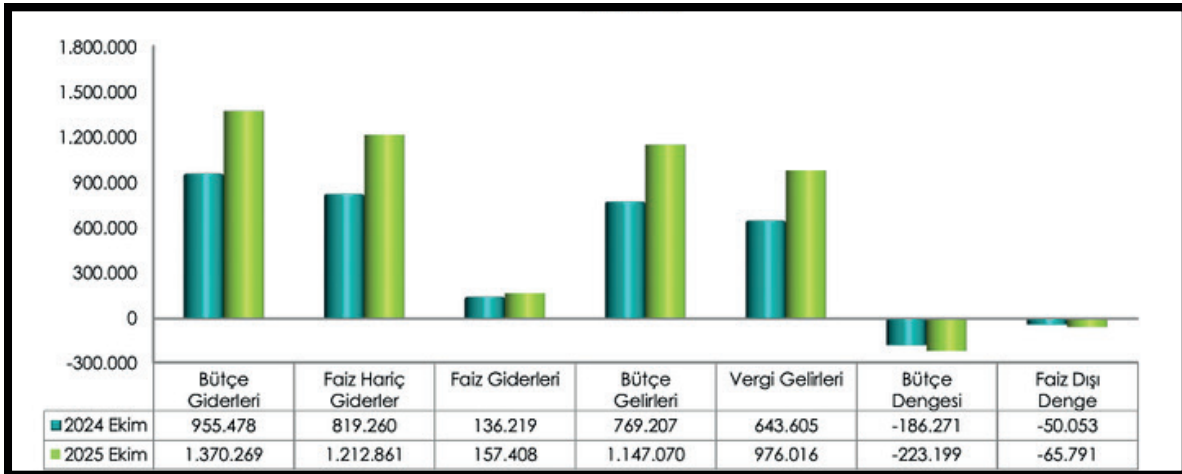
Maliye Politikası

Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yayımlanan verilere göre merkezi yönetim bütçesi 2025 yılı Ekim ayında 1 trilyon 370 milyar TL gider ve 1 trilyon 147 milyar TL gelir ile 223 milyar TL açık vermiştir. Faiz dışı giderler 1 trilyon 213 milyar TL, faiz dışı açık ise 66 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bütçe giderleri geçen yılın aynı ayına göre %43.4, faiz dışı giderler ise %48 oranında artmıştır.

Ekim ayında en yüksek harcama kalemi 332,8 milyar TL ile personel giderleri olurken; sermaye transferleri geçen yıla göre %588.8 gibi dikkat çekici bir artış göstermiştir. Aynı dönemde bütçe gelirleri yıllık bazda %49.1 artmış; vergi gelirleri 976,0 milyar TL ile gelirlerin ana bileşeni olmuş ve yıllık %51.6 oranında yükselmiştir. Vergi gelirleri içinde en yüksek artış gelir vergisinde (%90) ve harçlarda (%62.3) gözlenmiştir; buna karşın kurumlar vergisi tahsilatı yıllık bazda %38.4 düşmüştür.

Ekim ayında gelir artışının güçlü olmasına rağmen giderlerdeki yüksek artışın devam etmiş ve özellikle faiz hariç harcamalardaki genişleme bütçe açığını yukarı çekmiştir. Ayrıca, yüksek artış gösteren sermaye transferleri kalemi bütçe dinamikleri üzerinde önemli bir baskı oluşturmaktadır. Ocak-Ekim dönemi kümülatif olarak değerlendirildiğinde ise bütçe açığının 1.44 trilyon TL'ye ulaştığı, ancak bu dönemde 379.3 milyar TL tutarında faiz dışı fazla verildiği görülmektedir.

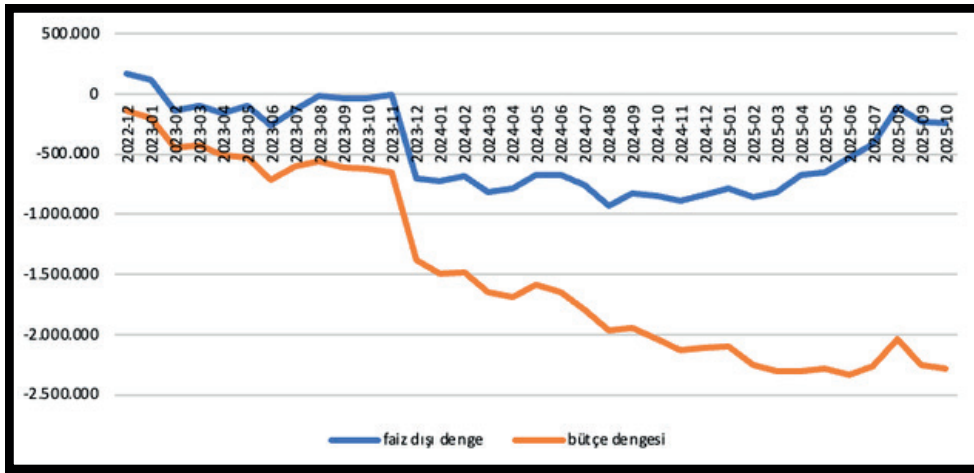
Şekil.8 Bütçe Gerçekleşmeleri (Milyon TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

12 aylık kümülatif bütçe açığı yaklaşık 2.28 trilyon TL civarına ulaşmıştır. Bu da GSYİH'nın yaklaşık %3.68'i olarak kaydedilmiştir. Yıl sonunda kadar ciddi bir değişiklik beklenmemektedir. OVP'de bütçe açığı %3.1'den %3.6'ya revize edilmiştir. Bu civarlarda bitmesi beklenmektedir. Bu bütçe açığında faiz ödemelerinin artmış olmasının önemli bir payı olmuştur. Faiz dışı açığın 250 milyar TL civarında kalması beklenmektedir. Bu da GSYH'nın yaklaşık %0.40'ı civarına denk gelmektedir.

Şekil.9 Genel Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

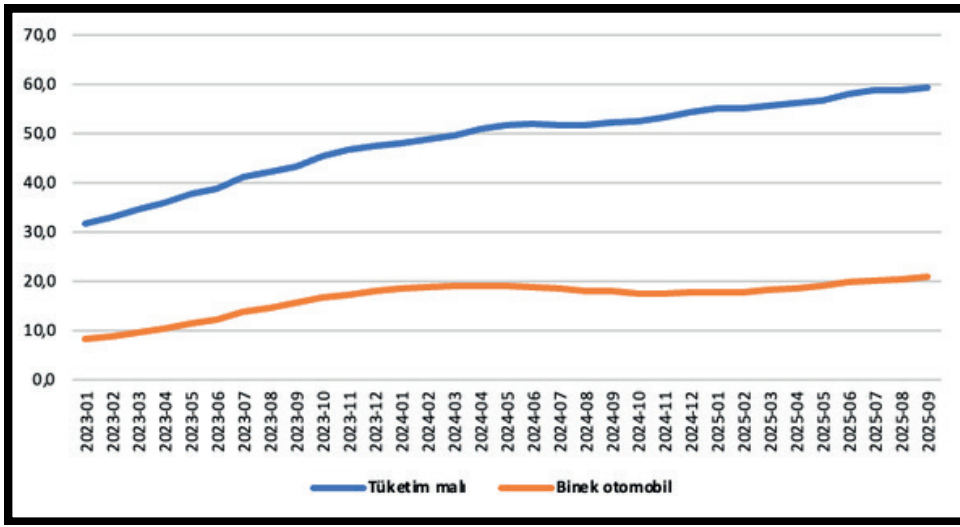
Dış ticaret ve Ödemeler Dengesi

Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan geçici dış ticaret verilerine göre, Türkiye'nin ihracatı 2025 yılı Ekim ayında 24 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve bir önceki yılın aynı ayına kıyasla %2.3 artış göstermiştir. Aynı dönemde ithalat 31.4 milyar dolar seviyesine çıkarak yıllık bazda %6.6 artmıştır. Böylece dış ticaret açığı 7.4 milyar dolar olurken, ihracatın ithalatı karşılama oranı %76.5 olarak gerçekleşmiştir. Toplam dış ticaret hacmi 55.4 milyar dolar düzeyinde kaydedilmiştir.

Ocak-Ekim döneminde ihracat 224.6 milyar dolar ile yıllık %3.9 artarken, ithalat 299.0 milyar dolar seviyesine ulaşarak %6.0 artış göstermiştir. Son 12 aylık yıllıklandırılmış verilere göre ihracat 270.2 milyar dolar, ithalat ise 360.9 milyar dolar düzeyindedir.

TÜİK'in derlediği verilerde en güncel veri Eylül ayına aittir. Bu verilere göre kümülatif olarak ithalatımız 359 milyar dolara ulaşmışken, tüketim malı ithalatımız neredeyse 60 milyar dolara ulaşmıştır. Bu veri içerisinde binek otomobillerin payı oldukça önemlidir. Son 12 ayda toplam 21 milyar dolar binek otomobil ithal edilmiştir. Bu da yüksek faiz ortamına rağmen bir talebin devam ettiğini göstermektedir. Benzer bir şekilde dayanıklı tüketim malı ithalatı da 11 milyar dolara ulaşmıştır. İhracat tarafında ise artış olsa da yıllık 270 milyar dolara ulaşmıştır.

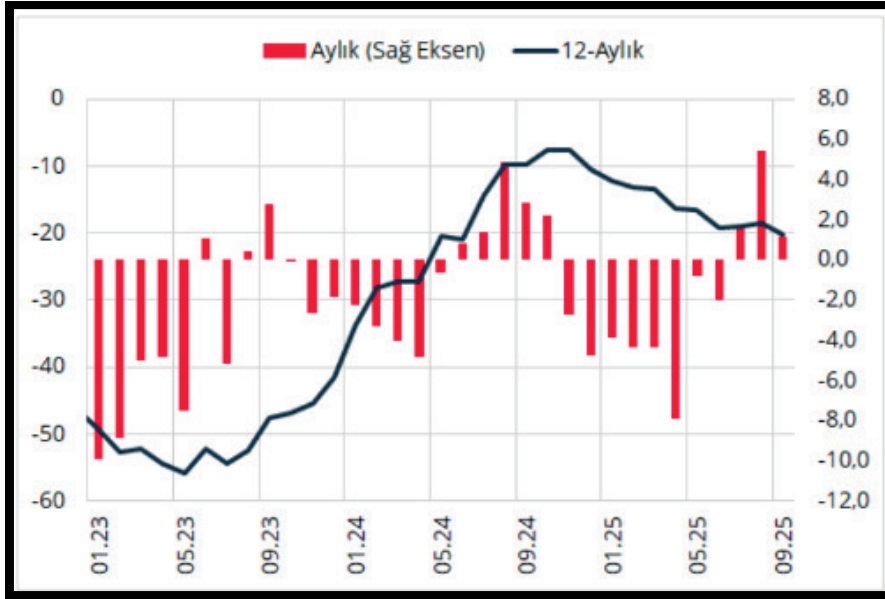
Şekil.10 İthalatın Kalemleri (Milyar Dolar)



Kaynak: TÜİK

Türkiye'nin cari işlemler hesabı Eylül 2025'te 1.1 milyar dolar fazla vermiştir. Altın ve enerji hariç cari fazla 6.8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı bu ay 5.3 milyar dolar olurken, yıllıklandırılmış cari açık 20.1 milyar dolar, yıllıklandırılmış dış ticaret açığı ise 64.8 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. Hizmetler dengesi 7.7 milyar dolar net giriş ile cari dengeyi güçlü şekilde desteklemiş; bu kalem altında seyahat gelirleri 6.3 milyar dolar, taşımacılık gelirleri 2.3 milyar dolar olmuştur.

Şekil.11 Cari Denge (Milyar Dolar)



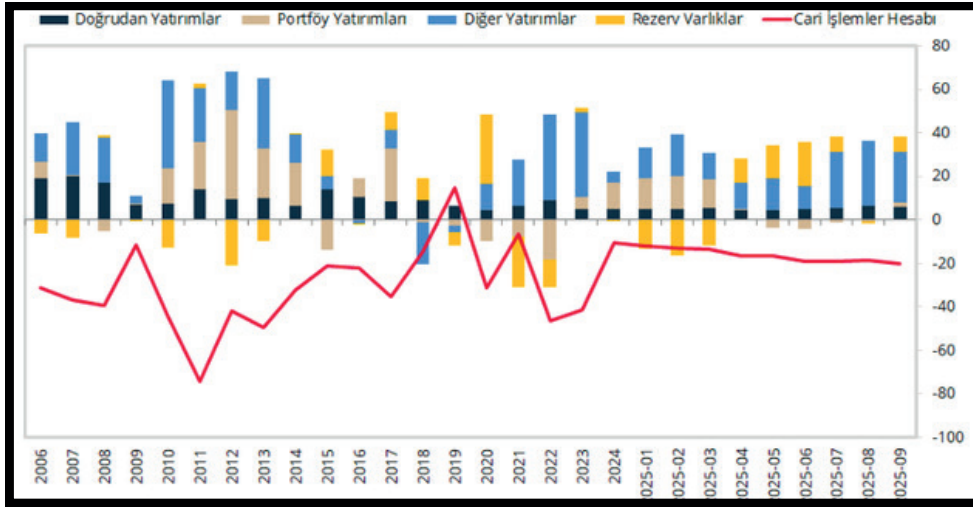
Kaynak: TCMB

Finans hesabında, yıllıklandırılmış cari açığın finansmanı; net doğrudan yatırımlar (5.7 milyar dolar), portföy yatırımları (2.0 milyar dolar), krediler (22.8 milyar dolar) ve ticari krediler (1.9 milyar dolar) tarafından karşılanırken; net efektif ve mevduatlar -1.1 milyar dolar ile negatif katkı vermiştir. Eylül ayında doğrudan yatırımlar kaleminde 162 milyon dolar net çıkış görülmüş; yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'deki doğrudan yatırımları 722 milyon dolar, Türk yerleşiklerin yurt dışı yatırımları 884 milyon dolar artmıştır. Gayrimenkul işlemlerinde Türk yerleşikler yurt dışında 211 milyon dolar, yabancılar Türkiye'de 180 milyon dolar değerinde gayrimenkul alımı yapmıştır. Gayrimenkul kaleminden önceki dönemlerde doğrudan yabancı yatırımlara girişler olurken, artık gayrimenkul kısmında da Türkiye'de net olarak yatırım çıkışı görülmektedir.

Portföy yatırımları bu dönemde 1.1 milyar dolar net giriş kaydetmiştir. Hisse senedi piyasasında 322 milyon dolar net satış, DİBS piyasasında 554 milyon dolar net alış gerçekleşmiştir. Diğer yatırımlar kaleminde bankalar ve kamu sırasıyla 1.3 milyon dolar ve 134 milyon dolar net geri ödeme yaparken, diğer sektörler 842 milyon dolar net kullanım gerçekleştirmiştir. Yurt dışı bankaların Türkiye'deki toplam mevduatları 935 milyon dolar artmış; rezerv varlıklar kaleminde ise 8.7 milyar dolar net azalış yaşanmıştır.

Cari fazla verilen bir ayda rezervlerin 8.7 milyar dolar azalmış olması öncelikle diğer yatırım kaynaklı çıkış olurken, net hata ve noksanda da gördüğümüz negatif bakiyeden de kaynaklanmıştır. Eylül ayında 3.8 milyar dolarlık bir net hata ve noksan kaydedilmiştir. Bu birkaç nedene bağlanabilmektedir: Birincisi cari dengenin 3.8 milyar dolar daha az olduğu (yani cari açık) ama bizim bunu bir şekilde kayıt altına alamamış olmamız, ikincisi göremediğimiz bir finansal çıkış, üçüncüsü bir muhasebe hatası, dördüncüsü ise hepsinden bir miktar gerçekleşmesidir.

Şekil.12 Finans Hesabı (Milyar Dolar)



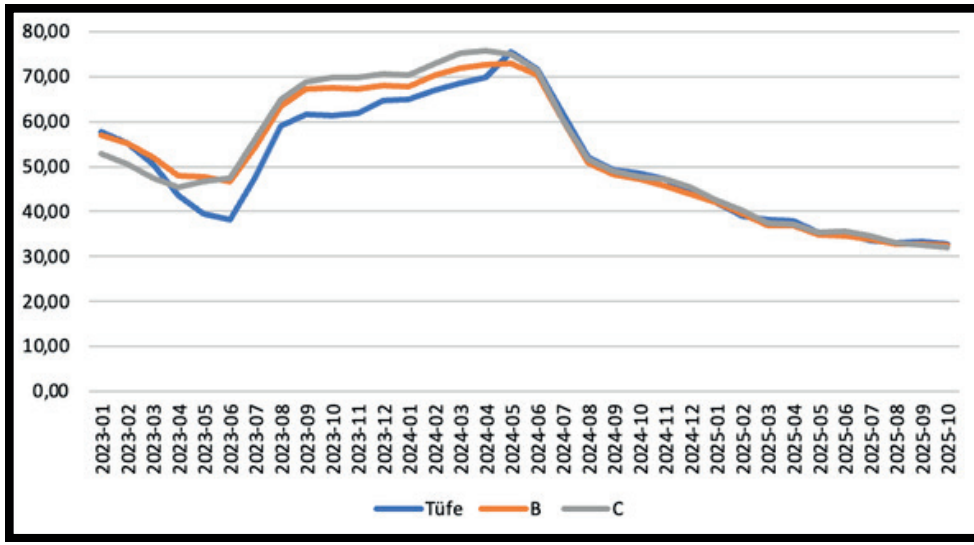
Kaynak: TCMB

Enflasyon

Ekim ayı enflasyonu beklentilerin altında gelse de yine yüksek seviyesini korumuştur. Aylık olarak %2.55 gelen manşet enflasyonda yıllık artış oranı bir miktar gerileyerek %32.87'e düşmüştür. Aylık enflasyona baktığımızda uzun süredir negatif enflasyon kaydedilen giyim ve ayakkabı kaleminde %12.42'lik bir artış dikkati çekmektedir. Tabii. Bu artışın en önemli nedeni mevsim geçişi olması ve mevsime özel giysilerin daha yüksek fiyatla endekse dahil olmuş olmalarıdır. Gıda yine aylık olarak baktığımızda %3.42 ile yüksek seyrini sürdürmüştür. Konut tarafında ise %2.66'lık aylık bir artış, kısmi bir gerileme sergilemektedir.

Çekirdek göstergelere baktığımızda ise B ve C endeksleri manşet enflasyonun biraz altında gerçekleşmiştir. İşlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler, tütün ve altın hariç TÜFE (B endeksi) %2.43 ; gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler, tütün ve altın hariç TÜFE (C endeksi) %2.41 olarak kaydedilmiştir.

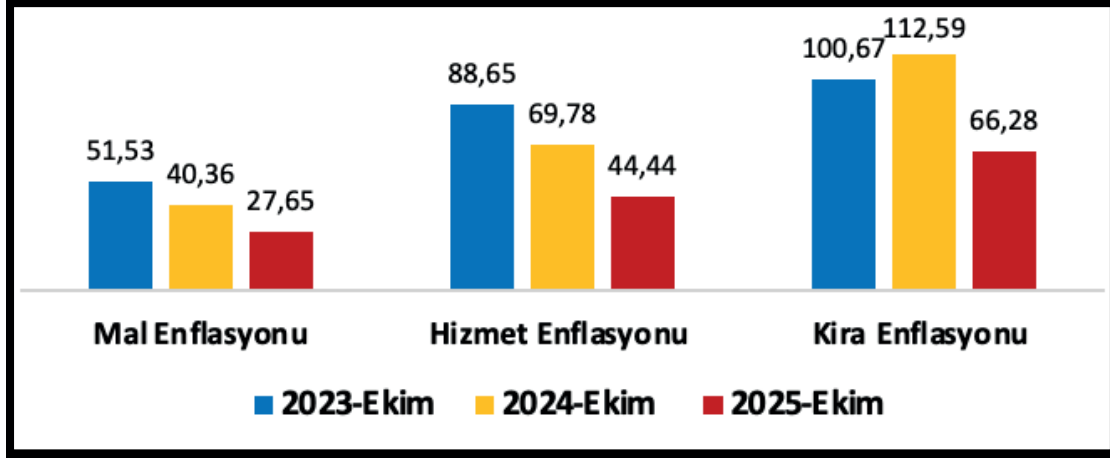
Şekil.13 TÜFE Enflasyon (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Mal enflasyonu aylık olarak % 2.94 olarak kaydedilmiştir. Hizmet enflasyonu ise zayıflayarak %1.79'a inmiştir. Kira enflasyonu ise %3.74'e gerilemiştir. Kira enflasyonundaki bu gerileme kiralara geriye doğru endeksleme olması nedeniyle gerçekleşmiştir. Bu etki enflasyonun uzun süre yüksek kalmasına neden olmuş, enflasyondaki düşüşle birlikte gerileme başlamıştır. Lokanta ve otellerdeki aylık artış ise %1.34'e gerilemiştir. Bu kalem merkez bankasının hizmet kalemleri içinde para politikasının etkisini en iyi gösteren kalem olarak öne çıkmaktadır.

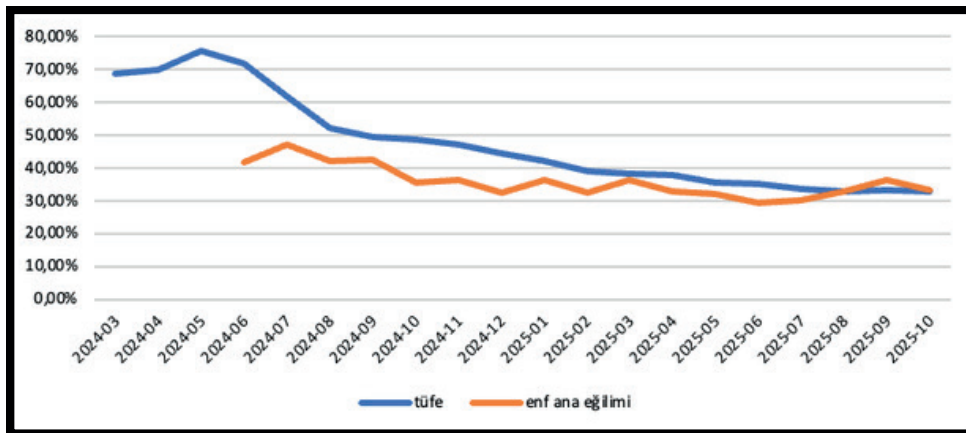
Şekil.14 Seçilmiş Kalemlerde Enflasyon (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Ekim ayında mevsimsellikten arındırılmış TÜFE aylık olarak %2.07 olarak kaydedilmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış enflasyon geçen aya göre gerilemiş olsa da hala %2 seviyesinden aşağı doğru indirilememiştir. Bu da aslında enflasyonun ana eğiliminde hala yüksek bir seyir olduğunu göstermektedir. Merkez Bankasının bize ilk enflasyon raporunda sunduğu patikada mevsimsellikten arındırılmış enflasyonun artık %2'nin altına inmesi gerekmekteydi. Ancak hala nispeten yüksek seviyesini korumaya devam etmektedir. Mal enflasyonuna baktığımızda mevsimsellikten arındırılmış enflasyon %1.67 olarak daha düşük bir eğilim sergilerken, hizmet enflasyonu %2.88 ile daha yüksek seyretilmektedir.

Şekil.15 Enflasyonun Ana Eğilimi ve TÜFE (Yıllık, %)

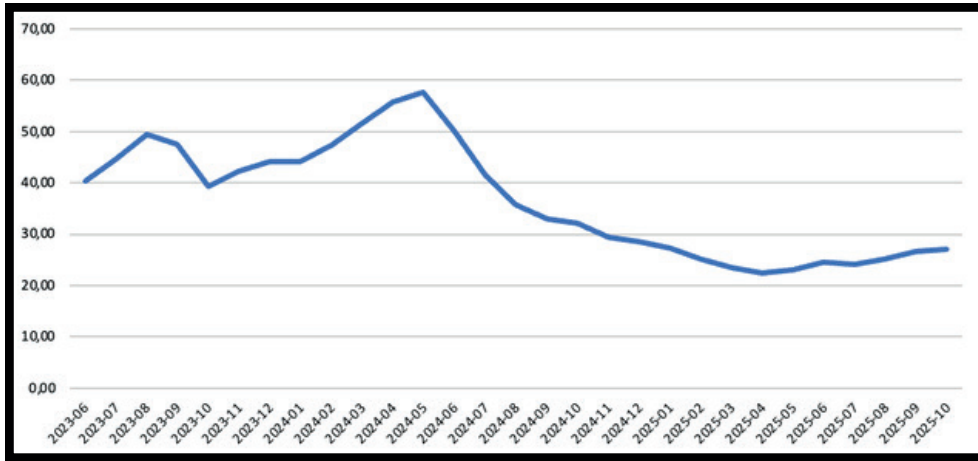


Kaynak: TÜİK

Şekilde mevsimsellikten arındırılmış TÜFE'nin 3 aylık ortalamasının yıllıklandırılmış hali görülmektedir. Bu aslında TCMB'nin enflasyonun ana eğilimini ölçmek için kullandığı göstergelerden biridir. Enflasyonun ana eğilimini manşet TÜFE ile karşılaştırdığımızda uzun süre enflasyonun ana eğiliminde bir düşüş gözlenmişken, bunun artık son 2 aydır manşet enflasyonun üstüne çıktığı görülmektedir. Kısaca manşet enflasyondaki baz etkisi sona ermektedir. Enflasyonun ana eğiliminde ise belirgin bir düşüş olmazsa enflasyonun buralarda takılabileceğini göstermektedir.

Temelde enflasyon üç kaynaktan gelmektedir. Bunlardan ilki maliyet kanalıdır. Maliyet kanalını ölçmek için üretici tarafındaki enflasyona bakmak gerekmektedir. Üretici tarafında Yi-ÜFE'de iki aydır süren artış yerini kısmi olarak bir azalmaya bırakmıştır. Aylık olarak üretici fiyatlarında %1.63'lük bir artış olmuştur. Ancak geçen sene de üretici enflasyonu Kasım ayında %1.29 geldiği için yıllık enflasyonda yukarı yönlü bir eğilim görülmektedir. Hizmet üretici fiyatlarının en son verisi Eylül ayını göstermektedir. Eylül ayında hizmetler kesiminde %0.21'lik düşük bir enflasyon artışı kaydedilmiştir. Yıllık artış ise %34.91'e gerilemiştir. Bu hizmetler tarafındaki enflasyonda maliyet baskısının azalmaya başladığını göstermektedir. Buna karşılık tarım ürünleri üretici fiyat endeksinde ise aylık artı %5.8 olarak ölçülmüştür. Bu zaten yüksek olan tarım ürünlerinde maliyet baskısının belirgin olduğunu göstermektedir.

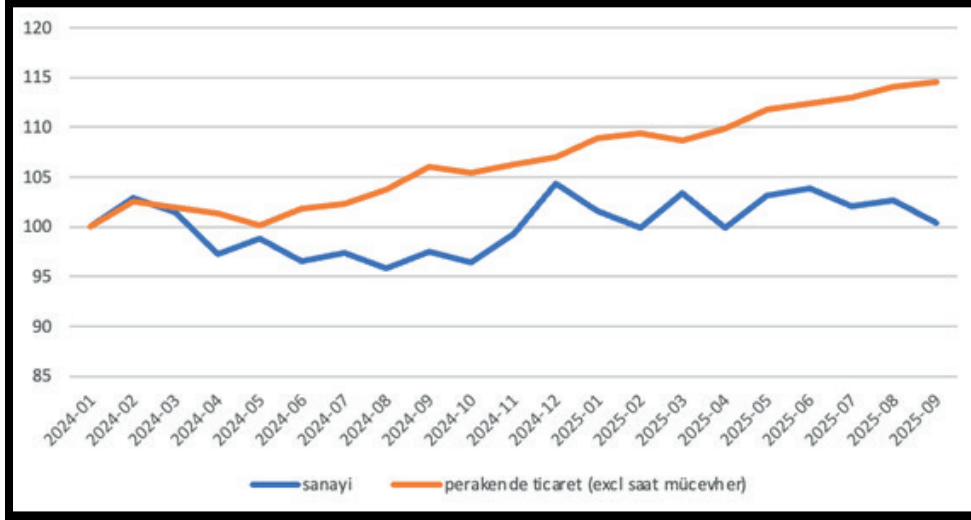
Şekil.16 Üretici Enflasyonu (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Enflasyonda ikinci önemli kanal ise talep tarafıdır. Talep tarafındaki gelişmeler kabaca perakende satışlardaki gelişmelerden izlenebilmektedir. Şekilde saat ve mücevher dışında kalan perakende satış hacmi ve sanayi üretimi izlenebilmektedir. 2024-01 başlangıç olarak alınmıştır. Sanayi yerinde sayarken, perakende satış hacmi yükselmeye devam etmektedir.

Şekil.17 Perakende Satış Hacmi ve Sanayi Üretimi (Yıllık, %)

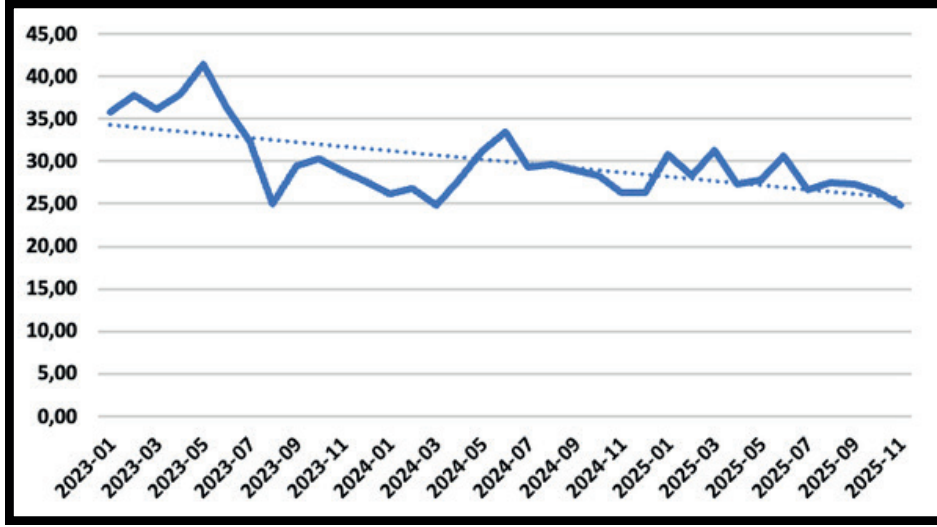


Kaynak: TÜİK

Enflasyonda üçüncü önemli kanal ise bekleyişlerin etkisidir. Enflasyonun düşeceği beklenmiyorsa, reel kesim fiyat belirlerken fiyatını yüksek tutarken hanehalkı talebini öne çekecektir. Bu da nihayetinde enflasyonun artması ile sonuçlanacaktır. Enflasyon bekleyişlerinde ise geçen ayki yükselişin ardından Kasım ayında hanehalkı ve reel sektör tarafında bir gerileme gözlemlenmiştir. Hanehalkının enflasyon bekleyişi %54.39'dan %55.24'e; reel sektörün enflasyon beklentileri ise %36.30'dan %35.70'e gerilemiştir. Piyasa katılımcılarında ise bu iki grubun aksine beklentinin arttığı gözlemlenmiştir. %23.26 olan beklenti hafif yükselerek %23.49 olarak ölçülmüştür. Enflasyon bekleyişlerinin çapalanmasında sorun göze çarpmaktadır. Bu gruplar arasında enflasyon bekleyişi en dikkat çeken grup olan reel sektörün 12 ay sonrası için beklentisi düşmüş olsa da hala %35 seviyesindedir. 2026 sonu için hedefin %16 olduğu düşünülünce bu oldukça yüksek kalmaktadır.

Bu anket içinde açıklanan bir diğer veri de tüketici fiyatlarının aynı kalacağını, düşeceğini veya daha düşük bir oranla artacağını bekleyen hanehalkı oranıdır. Bu oranın Haziran ayında %30'a yükselmesine rağmen, ardından tekrar düşüşe geçmiştir. Kasım ayında ise bu oranın %24.83'e kadar gerilediği görülmüştür. Bu da sadece dört kişiden birinin enflasyonun düşeceğine inandığını göstermektedir. Kısaca enflasyonun düşeceğine dair inancın zayıfladığına işaret etmektedir.

Şekil.18 Enflasyonda Düşüş Bekleyenlerin Oranı (%)

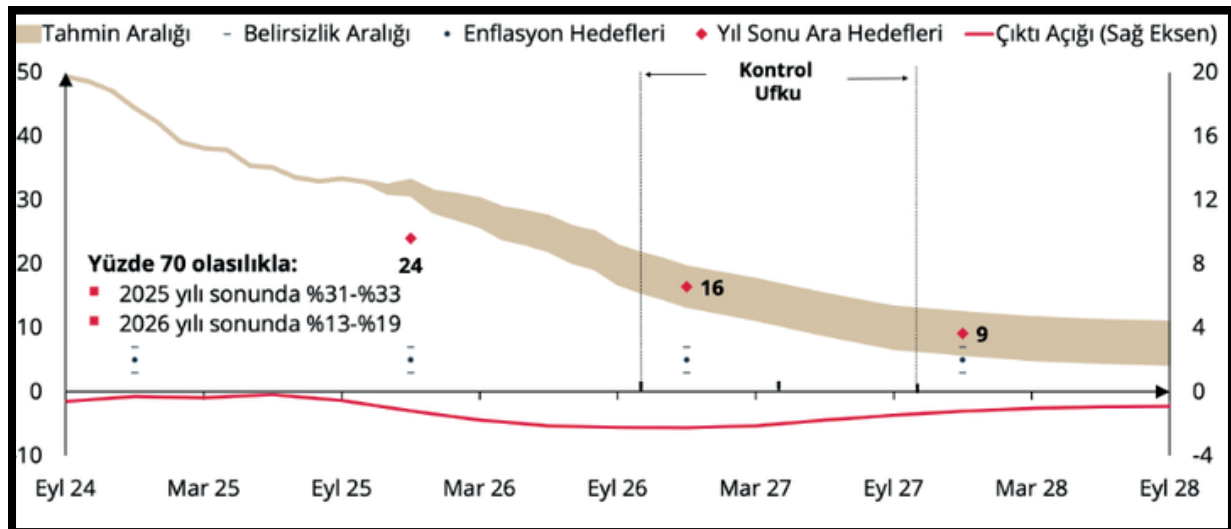


Kaynak:TCMB

Para ve Kur Politikası

Kasım ayının en önemli gelişmelerinden biri yılın son enflasyon raporunun açıklanması olmuştur. Bunun da en önemli nedeni merkez bankasının bir önceki enflasyon raporunda ara hedef kavramına geçmesi ve de para politikasını buna göre şekillendirmesi olarak ortaya konulmaktadır. Enflasyon raporunda 2025 yılı ara hedef %24 olarak korunmuş ancak beklenti yükseltilerek beklenti aralığı %31 ile %33 aralığına yükseltilmiştir. 2026 için ise %16 hedefi ve %13-19 tahmin aralığı devam etmektedir. Son olarak 2027’de daha önce de açıklandığı gibi tek haneli enflasyon %9’a inmesi beklenmektedir.

Şekil.19 Enflasyon Patikası ve Çıktı Açığı (%)



Kaynak: TCMB

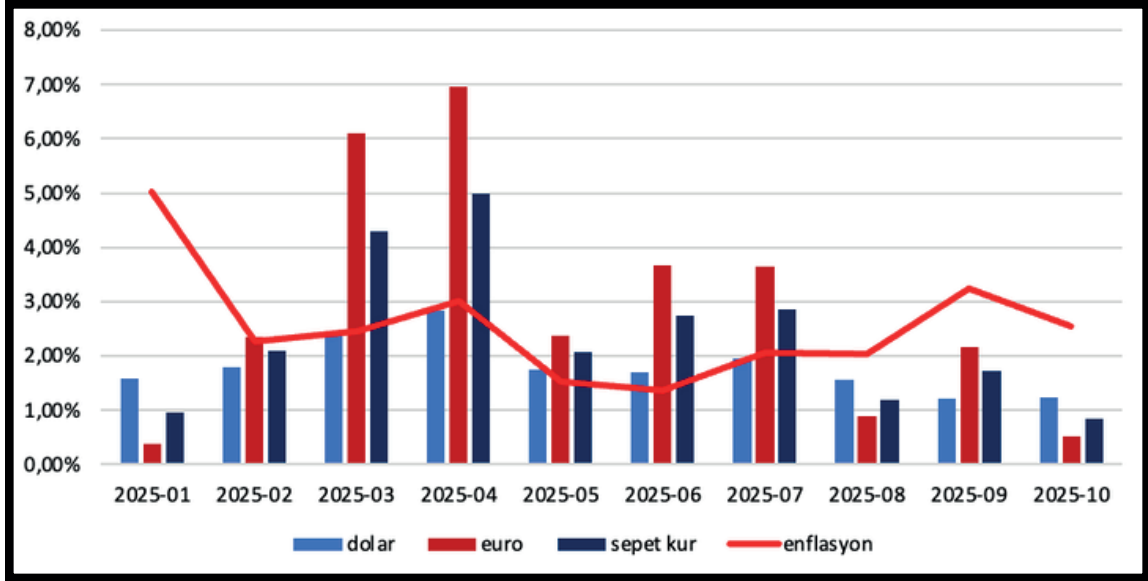
Çıktı açığı potansiyel büyümenin ne kadar altında bir büyüme olacağı anlamına gelmektedir. 2026 yılında çıktı açığı kırmızı çizginin gösterdiği şekilde negatif bölgede kalmaya devam etmektedir. Potansiyel büyümenin %4.5 olarak alındığı varsayım altında, negatif çıktı açığının ekonomiyi yaklaşık 1.5–2.5 puan aşağı çekeceği hesaplanmaktadır. Bu çerçevede 2026 yılı büyümesinin %2–%3 bandında gerçekleşmesi beklenmektedir. Türkiye ekonomisinin 2027 ve 2028 yıllarında da potansiyelinin altında büyümeye devam edeceği görülmektedir.

Enflasyon sunumundan ortaya çıkan bir diğer önemli not ise kredi kısıtlarının süreceği olmuştur. TCMB bu konuda geri adım atmayı istememekte, finansal koşulların daha yeni sıkılaşma tarafına doğru geçtiğini savunmaktadır. Ancak faiz indirimlerine devam edeceğinin ama daha küçük adımlarla ilerleyebileceğinin sinyalini vermektedir.

TCMB Kasım ayında yaptığı 100 bp indirimin ardından Aralık ayı yani yılın son faiz toplantısında 100 ile 150 baz puan arasında bir faiz indirmesi beklenmektedir. Faiz kararı öncesinde Kasım ayı enflasyonu açıklanacaktır. Kasım ayında enflasyonunun %1.5 civarında gelmesi beklenmektedir. Eğer %1.5 veya daha düşük bir oran gelirse bu Merkez Bankasının elini rahatlatacağından indirim 150 bp civarında olacaktır. Ancak eğer enflasyon %2'ler civarında gelirse Merkez Bankası 100 bp sınırlı bir indirim yapacaktır.

TCMB'nın son aylarda altın artışı ile birlikte rezervlerinde artış görülmüştür. Aslında bu iki ayda önemli -yaklaşık 15 milyar dolar- bir rezerv satışı gerçekleştirmiş olmasına rağmen altının değerlenmesi ile birlikte bu artışlar maskelenmiştir. Bunda en önemli faktörlerden biri KKM'nin artık sonuna gelinmesi ve KKM'den çözülen bakiyelerin büyük çoğunlukla döviz mevduatına dönüşmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Merkez Bankası da bu oranın enflasyon raporunda %85 olduğunu açıklamıştır. Eylül ve Ekim ayında 17 milyar dolar döviz mevduatlarında artış yaşanmıştır.

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



Kaynak: TCMB

Geçtiğimiz bir ay jeopolitik düzlemde risklerin kısmen hafiflediği bir ay olmuştur. Son haftada Rusya Ukrayna arasındaki müzakereler daha da artmış, Trump bir yandan da Rusya'yı anlaşma için sıkıştırmaya devam etmiştir. Bir anlaşma sağlanması halinde en çok yarar görecektik ülkelerden biri Türkiye olacaktır. Son getirilen yaptırımlar Türkiye açısından zorlu olmakta, Türkiye petrol için başka kaynaklara gitmek zorunda kalmaktadır. Tabi bunlar daha maliyetli olacaktır. Üstelik Ukrayna savaş sonrası yeniden yapılandırılacağından Türkiyeli firmaların bu süreçte etkin rol alması beklenebilir.

Bu jeopolitik gerilimler hafiflerken Asya'da Çin ve Japonya arasında yaşananlar dikkatle izlenmelidir. Çin'in açıkça ABD'den Tayvan'ı istediği haberleri gelmektedir. Bu bölge dikkat çekici olmaya devam edecektir.

İç piyasalarda ise yüksek seyreden enflasyon moralleri bozmuş görünmektedir. Bu enflasyon patikasından biraz saptığımızı göstermektedir. Enflasyonun yıl sonunda %32 civarında kalacağı Merkez Bankası tarafından da kabul edilmektedir. Ancak önemli olan 2026'da enflasyonun nasıl seyredeceğidir. 2026'da %16 enflasyon oranına ulaşılması için aylık 1.25, üst bant olan %19 olması için bile %1.5'un altında bir enflasyon gelmesi gerekmektedir. Daha henüz enflasyon bu oranların çok üzerinde seyretilmektedir.

Bu oranın olabilmesi için sıkı para politikasının devam etmesi gerekmektedir. Merkez Bankası sıkı para politikasına devam edeceğinin sinyalini vermektedir. Her ne kadar faiz indirimlerine devam edecek olsa da bu indirimlerin boyutları küçük olacaktır. Ancak para politikasının sınırına da gelinmiştir. Eğer enflasyonu düşürecekseniz maliye politikasının daha fazla devreye girmesi gerekmektedir. Fakat açıklanan bütçede enflasyonu düşürmeye yetecek bir sıkılık göze çarpmamaktadır. Maliye politikası bu yıl beklentiler civarında bir bütçe açığı ile bitirecektir. 2026'da ise çok az bir sıkılık olması beklenmektedir.

Maliye politikası açısından açıklanan tek katkı yeniden değerlendirme oranının daha düşük belirlenme duyurusu olmuştur. Harçlar, vergiler, otoyol, köprü gibi fiyatları yönlendirilen mal ve hizmetlerde enflasyon hedefi ile uyumlu bir fiyatlama anlamına gelmektedir. Eğer bu olursa özellikle Ocak ve Şubat enflasyonlarında pozitif bir katkı sağlayacaktır. Asgari ücret belirlenirken de hükümetin daha düşük bir oran önermesinin de gerekçesi olacaktır.

Önümüzde Aralık ayında bir Para Politikası Kurulu toplantısı bulunmaktadır. Yılın bu son toplantısında Merkez Bankasının 100 -150 baz puan bir indirim yapması beklenmektedir. Kasım ayı enflasyonun mevsimsel olarak da düşük gelmesi beklenmektedir. Eğer %1.5'un altında gelirse Merkez Bankası 150 bp indirim ile yoluna devam edebilir. Aksi takdirde daha sınırlı bir faiz indirimi söz konusu olacaktır.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



Derya Hekim



@drderyahekim



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ