



EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2025 MAYIS

DOÇ. DR. DERYA HEKİM

İÇİNDEKİLER

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

YÖNETİCİ ÖZETİ

“Bir denizci, her sabah pusulasına bakar ama yalnızca rüzgârı anlamaya çalışır. Çünkü bilir ki rotayı sadece harita değil, dalganın yönü belirler. Ekonomi de tıpkı o deniz gibi; tablo ne kadar sabit görünse de, değişen rüzgârlar yönü her an değiştirebilir.

Küresel düzeyde, ABD ile Çin arasında yeniden başlayan ticaret müzakereleri ve İngiltere ile ABD arasında imzalanan Ekonomik Refah Anlaşması, jeoekonomik dengelerde önemli değişim sinyalleri veriyor.

Küresel ekonomide, ABD ekonomisi yılın ilk çeyreğinde %0.3 oranında daralma gösterirken, Euro Bölgesi %0.4 ile beklentileri aşan bir büyüme kaydetti. Çin %5.4 büyüme oranıyla güçlü performans sergilerken, İngiltere ekonomisi zayıf iş gücü piyasası ve düşük ücret artışlarıyla baskı altında diyebiliriz. Petrol fiyatlarında son haftalarda görülen toparlanma küresel talep beklentilerinin yeniden yükseldiğinin bir işareti denebilir.

Türkiye ekonomisine odaklandığımızda ise karışık sinyaller var. Mart ayında işsizlik oranı %7.9'a gerileyerek son yılların en düşük seviyesine ulaştı. Sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranlarında toparlanma sinyalleri alınırken, imalat PMI ve sektörel güven endeksleri ekonomide kırılganlığın sürdüğünü gösteriyor. Nisan ayında enflasyon %3 ile beklentilerin altında kaldı, yıllık TÜFE %37,86'ya geriledi. Ancak çekirdek enflasyonda yukarı yönlü eğilim sürüyor.

Bütçe dengesi ise zayıf görünümünü korumaya devam ediyor; Mart ayında 261.5 milyar TL açık verildi. Cari işlemler hesabı aynı ayda 4.1 milyar dolar açık vermiş, portföy yatırımlarında ve rezervlerde ciddi çıkışlar yaşandı. Swap hariç net rezervler 2 Mayıs itibarıyla 13.8 milyar dolara kadar geriledi, Merkez Bankası bu durumu faiz artışı ve makroihtiyati tedbirlerle karşıladı.

Genel olarak, Mayıs ayında ekonomi yönetimi rezerv kaybını sınırlamak ve liralışmayı teşvik etmek amacıyla politika setini sıkılaştırdı. Ancak iç siyasi belirsizlikler ve dış şoklara açıklık, programın kırılganlığını arttırıyor. Önümüzdeki dönemde enflasyon ve cari açıkta sınırlı iyileşme beklense de, finansman tarafında kalıcılık sağlanmadan makroekonomik istikrarın tam olarak tesisi mümkün görünmüyor.

“

"İstikrar, bazen hareketin içindeki dengedir."

Paul A. Samuelson

”

Tarife savaşlarında artık müzakere dönemine geçiliyor. Nihayet Donald Trump istediğini almaya başladı. Kendisinin ilk kitabının isminin Art of Deal (1987) olduğunu hatırlamakta fayda var. Yani Trump kendini müzakere ustası olarak tanımlıyor. Elini yüksek tuttu ve de anlaşma masasına bu yüksek elle oturdu. Beklenmeyen Çin'in gösterdiği kararlı duruştu. Çin aslında ticaret savaşı istemese de bu savaşa gerekirse dayanabileceğini ortaya koymuş oldu. Çin ile ABD yapılan görüşmelerden tarifelere 90 günlük bir ara verilmesine karar vererek çıktı. Bu 90 günlük arada ABD Çin'e tarifeyi %30'a Çin ise ABD'ye %10'a düşürdü. ABD'nin %20 daha fazla tarife uygulaması ise fentanyl ticaretini Çin'in engellememesinden kaynaklanıyor. Bu engellenirse düşebilir. Her ne kadar 90 günlük bu süre bizi rahatlatsa, piyasalar olumlu tepki verse de bu bir başlangıç. Bu süre içinde heyetler görüşecek. Nihai anlaşma ise 90 gün içinde sağlanabilir mi göreceğiz.

Diğer taraftan Çin'den önce ABD tarafı İngiltere ile anlaşmaya vardı.. İngiltere ile ABD arasında Mayıs 2025'te imzalanan Ekonomik Refah Anlaşması, kapsamlı bir serbest ticaret anlaşması olmamakla birlikte çelik, alüminyum, otomotiv, etanol ve sığır eti gibi sektörlerde sınırlı tarife indirimleri ve kota düzenlemeleri içeriyor. Gıda güvenliği, dijital vergiler ve ilaç sektörü gibi alanlarda ise müzakereler ise daha sürecek. Anlaşma, dijital ticaret ve çevresel standartlar gibi konularda gelecekte daha geniş iş birliği zemini oluşturmayı hedefliyor ancak şu an için ekonomik etkisi sınırlı diyebiliriz. Ancak anlaşma içinde bir bölüm oldukça dikkat çekici. ABD, İngiltere'den stratejik hedeflerine uymasını istemiş. Bu Çin ile olan ilişkilerini azaltmasını isteyebileceği olarak yorumlanıyor. Yani Çin'den uzaklaştırmak istiyor. Bu Çin tarafını da rahatsız etti.

Hindistan'ın 22 Nisan'da Cammu Keşmir'de 26 Hindu turistin hayatını kaybettiği saldırıdan Pakistan'ı sorumlu tutarak başlattığı "Sindoor Operasyonu" kapsamında Pakistan topraklarındaki dokuz hedefe hava saldırısı düzenlemesi, iki ülke arasında askeri çatışmalara yol açtı. Bu gelişmelerin ardından Hindistan, Pakistan ile olan ticari ilişkilerini askıya aldı ve Indus Suları Antlaşması'nı geçici olarak durdurdu. Pakistan ise Hindistan'a ait hava sahasını kapattı ve diplomatik ilişkileri azalttı.

Bu karşılıklı adımlar, özellikle Pakistan ekonomisinde ciddi baskılara neden oldu; ülkenin dış borçları ve sınırlı döviz rezervleri, ekonomik kırılganlık yaratıyor. Hindistan ekonomisi ise doğrudan etkilenmemekle birlikte, artan savunma harcamaları ve yabancı yatırımcıların temkinli yaklaşımı nedeniyle dolaylı baskılarla karşı karşıya kaldı. ABD'nin arabuluculuğuyla sağlanan ateşkes, kısa vadeli bir rahatlama sağlasa da bölgesel istikrar ve ekonomik güven açısından belirsizlikler devam ediyor.

ABD ekonomisi, eğer bu tarife indirimleri olmasaydı derin bir arz şoku yaşayabilirdi. Los Angeles Limanında gelen konteyner sayısında üçte bir oranında azalma yaşandı. Wall Mart ve Target gibi marketlerden rafların boş kalabileceği uyarıları gelmeye başladı. Bu ciddi bir arz şoku yaratabilecek nitelikteydi. Trump'ın anlaşma konusunda istekli olmasını muhtemelen bu açıklamalar da tetikledi.

2025 yılının ilk çeyreğinde, ABD ekonomisi yıllık bazda %0.3 oranında daralarak son üç yılın ilk küçülmesini yaşadı. Bu gerilemenin başlıca nedeni, işletmelerin Başkan Trump'ın yeni tarifeleri yürürlüğe girmeden önce ithalatlarını artırmalarıydı; bu ithalat artışı, net ihracatın GSYİH'ne 4.8 puan negatif etki etmesine neden oldu. Tüketici harcamaları %1.8 artışla son dönemin en zayıf performansını sergilerken, federal hükümet harcamaları da özellikle savunma harcamalarındaki kesintiler nedeniyle azaldı. Ancak, özel sektör yatırımları ve stok artışları gibi iç talep göstergeleri %3'lük bir artışla olumlu bir tablo çiziyor.

7 Mayıs FOMC toplantısında FED faizleri beklenildiği üzere sabit tuttu. Ardından yaptığı açıklamalarda ise bekle ve gör stratejisini izleyeceklerini söyledi. Faizleri sabit tutmasının ardından Trump FED başkanı Powell'a yüklendi. Faizleri düşürüp ekonomiyi canlandırmasını bekliyor. Ancak Fed ise tarifelerin etkilerini görmek istiyor.

Nisan ayında ABD'de Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), yıllık bazda %2.3 artarak Şubat 2021'den bu yana en düşük seviyesine geriledi. Beklenti %2.4'tü. Aylık enflasyon ise %0.2 olarak gerçekleşti. Çekirdek enflasyon (gıda ve enerji hariç) yıllık bazda %2.8 artış gösterdi. Gıda fiyatları %0.1 düşerken, enerji fiyatları %0.7 arttı. Barınma maliyetleri ise aylık %0.3 artışla enflasyona en büyük katkıyı sağladı. Enflasyon beklentinin üzerinde düştü ancak tarifelerin etkisinin görülmeye başlaması ile bu bir miktar artabilir.

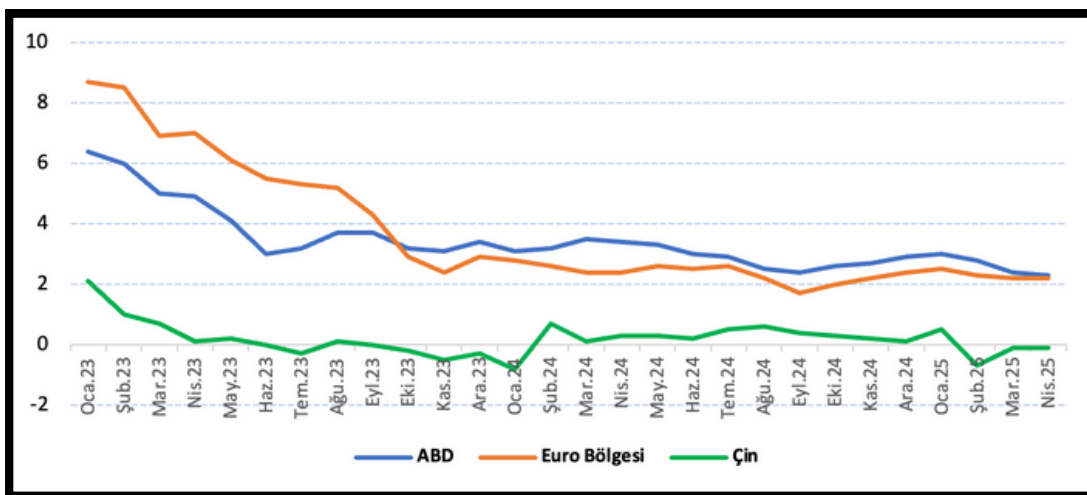
Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi, Mart ayındaki 57 seviyesinden 52.2'ye gerileyerek son üç yılın en düşük seviyesine indi. Bu düşüş, tüketici beklentilerinde Ocak ayından bu yana yaşanan %32'lik azalmayla birlikte, 1990 resesyonundan bu yana en keskin üç aylık gerilemeyi temsil ediyor. Endeksin düşüşü, özellikle ticaret politikalarındaki belirsizlikler ve artan enflasyon beklentileriyle ilişkilendiriliyor. Tüketicilerin bir yıllık enflasyon beklentisi %6.5'e yükselerek 1981'den bu yana en yüksek seviyeye ulaştı.

Euro Bölgesinin en önemli ülkesi olan Almanya'da Merz zor da olsa güven oyu aldı. Fransa ile de daha yakından çalışması bekleniyor. Bu Avrupa'nın entegrasyonu için pozitif bir hava yaratılmasına neden oldu. Avrupa piyasalarında yükselişler gördük. ABD piyasalarında yaşanan belirsizlik sonrası ABD'den çıkan fonlar, Avrupa piyasalarına girdiler.

Euro Bölgesi ekonomisinin ise ılımlı bir toparlanma sürecinde olduğunu görüyoruz. Eurostat'ın ön verilerine göre, Euro Bölgesi ekonomisi 2025'in ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla %0.4 büyüyerek beklentileri aşmıştır. Bu büyümeye, İrlanda (%3.2), İspanya (%0.6) ve İtalya (%0.3) gibi ülkelerin performanslarıyla desteklendi. Ancak, ABD'nin Nisan ayında uygulamaya koyduğu yeni tarifelerin etkisiyle, ikinci çeyrekte ekonomik büyümenin yavaşlaması bekleniyor. Nitekim, Nisan ayında tüketici güven endeksi -16.7'ye gerileyerek Kasım 2023'ten bu yana en düşük seviyeye ulaştı.

Enflasyon cephesinde ise, Euro Bölgesi'nde yıllık enflasyon oranı Nisan ayında %2.2 seviyesinde sabit kalmıştır. Ancak, hizmet sektöründeki fiyat artışları çekirdek enflasyonu %2.7'ye yükseltmiştir. Bu durum, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz politikası üzerinde baskı oluşturuyor. Bazı ECB yetkilileri, enflasyonist baskıların azalmasıyla birlikte faiz indirimlerinin devam edebileceğini belirtirken, diğerleri artan hizmet fiyatlarının ve küresel ticaret gerilimlerinin enflasyonu yukarı yönlü etkileyebileceği konusunda uyarılarda bulunuyorlar. Bu nedenle, ECB'nin 5 Haziran'daki para politikası toplantısı önemli hale geldi.

Şekil.1 Enflasyon (Yıllık, %)



Kaynak: IMF

Çin ekonomisi, 2025 yılının ilk çeyreğinde, beklentilerin üzerinde bir performans sergileyerek %5.4 oranında büyüme kaydetti. Bu büyüme, özellikle ihracatın %6.9 artması ve perakende satışlardaki %4.6'lık yükselişle desteklendi. Ancak, bu olumlu tabloya rağmen, konut sektöründeki durgunluk, tüketici güvenindeki zayıflık ve deflasyonist baskılar gibi sıkıntılar devam ediyor. Nisan ayında tüketici fiyat endeksi %0.1 oranında düşerek deflasyon patikasını sürdürdü. Ayrıca, üretici fiyat endeksi yıllık bazda %2.7 azalarak son altı ayın en keskin düşüşünü yaşadı.

Bu ekonomik gelişmelerin ışığında, Çin Merkez Bankası (PBoC), 8 Mayıs'ta yedi günlük ters repo faiz oranını 10 baz puan indirerek %1.40 seviyesine çekti. Bu adım, likiditeyi artırmak ve ekonomik büyümeyi desteklemek amacıyla atıldı. Ayrıca, ABD ile yapılan ve karşılıklı tarifelerin 90 gün süreyle azaltılmasını öngören ticaret anlaşması, Çin'in ihracat sektörüne kısa vadeli bir rahatlama sağladı.

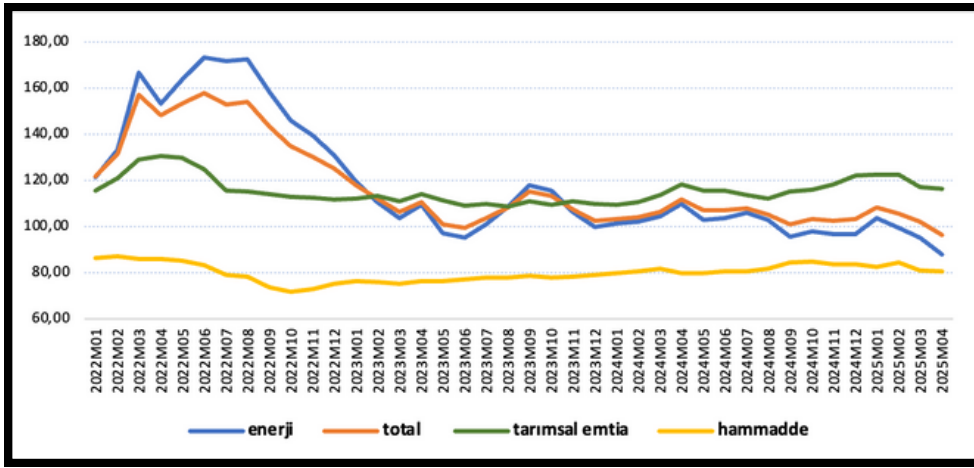
Tüm bu tarife tartışmalarına rağmen Nisan ayında Çin'in ihracatı, yıllık bazda %8.1 artarak %2'lik beklentiyi aştı. Bu artış, özellikle ABD'nin yeniden uygulamaya koyduğu tarifeler öncesinde yabancı alıcıların siparişlerini öne çekmesiyle ilişkilendiriliyor. Ayrıca, Güneydoğu Asya ülkelerinden gelen güçlü talep de ihracat performansını destekledi. İthalat ise yıllık bazda %0.2 düşüş gösterdi, ancak bu düşüş önceki aylara göre daha sınırlı kaldı. Çin'in dış ticaret dengesinin Nisan ayında 961,8 milyar dolarlık bir fazla verdiğini görüyoruz. Bu fazla da diğer ticaret rakiplerinin olumsuz tepkisine yol açıyor.

İngiltere ekonomisi, Trump'ın uyguladığı tarifelerden en az etkilenen ülkelerden biriydi ve ilk anlaşma da İngiltere ve ABD arasında yapıldı. Birleşik Krallık ekonomisi yavaşlayan bir büyüme ve soğuyan bir iş gücü piyasasıyla karşı karşıya. İşsizlik oranı Ocak-Mart döneminde %4.5'e yükselerek 2021'den bu yana en yüksek seviyeye ulaştı. Ortalama haftalık kazançlar (ikramiyeler hariç) yıllık bazda %5.6 artış gösterdi; bu, Kasım 2024'ten bu yana en yavaş büyüme oranı. BoE, 8 Mayıs'ta politika faizini 25 baz puan indirerek %4.25'e çekti; bu, Ağustos 2024'ten bu yana dördüncü ardışık indirim oldu.

Emtia piyasalarında ise talep ve arz koşullarındaki değişimler sebebiyle dalgalı seyir devam ediyor. Dünya Bankası'nın Nisan ayı Emtia Piyasaları Görünüm Raporu'na göre, küresel emtia fiyatlarının 2025'te %12.4, 2026'da ise %4.8 düşmesi bekleniyor. Bu düşüş, Kovid-19 sonrası dönemde ilk kez fiyatları 2015–2019 ortalamasının altına indireceği öngörülüyor.

Brent petrol fiyatları ise önemli bir toparlanma göstererek 5 Mayıs'ta 58.47 dolar seviyesinden 14 Mayıs sabahı itibarıyla yaklaşık 66.10 dolara yükseldi; bu, iki haftalık süreçte %12.5'lik bir artış anlamına geliyor. Bu yükselişte, ABD ve Çin'in karşılıklı olarak gümrük tarifelerini 90 gün süreyle azaltma kararı, küresel ekonomik büyüme beklentilerini artırarak petrol talebine yönelik iyimserliği destekledi. Ayrıca, OPEC+ grubunun Haziran ayında günlük 411.000 varil üretim artışı planlaması, arz tarafında genişlemeye işaret etti. Ancak, Citi Research, ABD-İran nükleer anlaşması olasılığının artmasıyla birlikte Brent petrol fiyatı tahminini 55 dolara düşürdü ve anlaşmanın sağlanması durumunda fiyatların 50 dolara kadar gerileyebileceğini öngördü. Bu gelişmeler, petrol piyasasında kısa vadeli yukarı yönlü hareketlerin sınırlı kalabileceğine işaret ediyor.

Şekil.2 Emtia Endeksleri

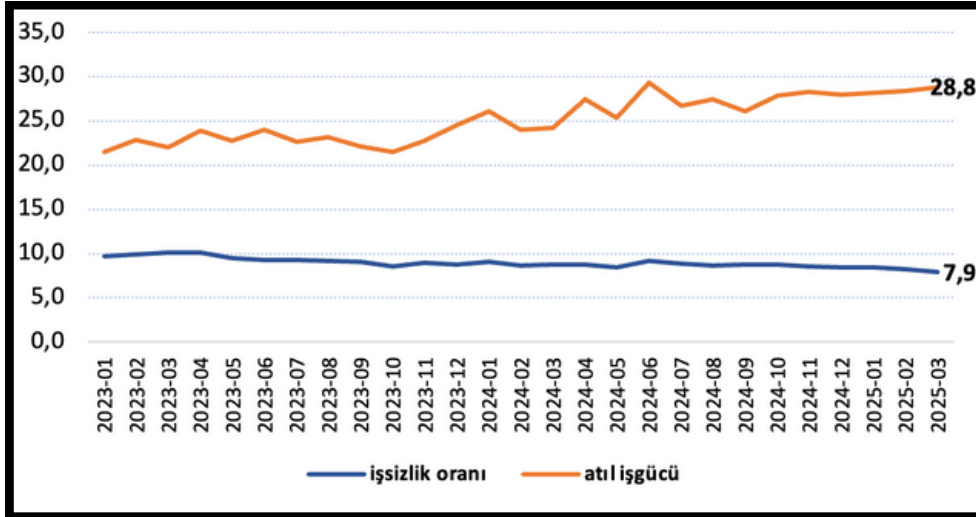


Kaynak: World Bank

İşsizlik

Mart ayında Türkiye'de mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı, bir önceki aya göre 0.3 puan azalarak %7.9 seviyesine geriledi. Bu oran, 2012'den bu yana kaydedilen en düşük işsizlik oranı olarak dikkat çekti. İşsiz sayısı 65 bin kişi azalarak 2 milyon 807 bine düştü. İstihdam edilenlerin sayısı ise 391 bin kişi artarak 32 milyon 597 bine ulaştı ve istihdam oranı %49.2'ye yükseldi. İşgücüne katılma oranı da %0.4 artışla %53.4 olarak gerçekleşti. Ancak, geniş tanımlı işsizlik oranı (atıl işgücü) Mart ayında %28.8'e yükseldi. Bu oran, zamana bağlı eksik istihdam, potansiyel işgücü ve işsizleri kapsamakta olup, işgücü piyasasında hâlâ önemli bir atıl kapasitenin varlığını gösteriyor.

Şekil.3 İşsizlik ve Atıl İşgücü Oranı



Kaynak: TÜİK

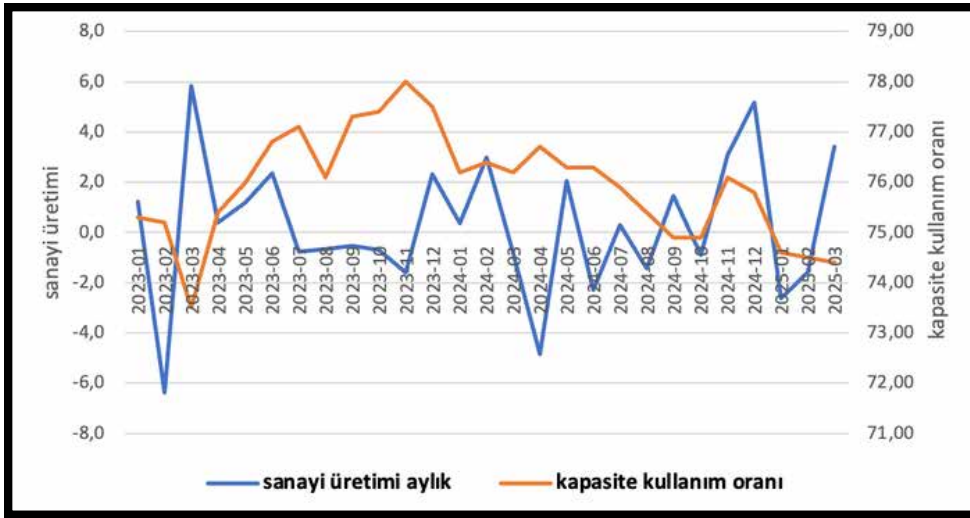
Reel Kesim

TÜİK verilerine göre, sanayi üretimi Mart ayında bir önceki aya göre %3.4, geçen yılın aynı ayına göre ise %2.5 artış gösterdi. Bu artış, özellikle madencilik ve taş ocakçılığı sektöründeki %8.2'lik aylık artış ve imalat sanayisindeki %3.7'lik yükselişle desteklendi. Ancak, elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü %3.5 oranında azaldı.

2025 yılının ilk çeyreğinde, Türkiye'nin sanayi üretimi çeyreklik bazda %1.8 oranında artış gösterdi. Bu büyüme, Ocak ve Şubat aylarındaki daralmanın ardından Mart ayında kaydedilen %3.4'lük aylık artışla desteklendi. Ancak, yıllık bazda sanayi üretimi sadece %0.7 oranında artarak sınırlı bir büyüme sergiledi. Bu durum, özellikle ara malı ve dayanıklı tüketim malları imalatındaki zayıf performansın etkisiyle sanayi üretiminin genelinde belirgin bir yavaşlamaya işaret ediyor.

TCMB tarafından açıklanan verilere göre, Mart ayında mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı (KKO) bir önceki aya göre 0.3 puan artarak %75.2 seviyesine yükseldi. Mevsimsel etkilerden arındırılmamış KKO ise 0.1 puan azalarak %74.4 olarak gerçekleşti .

Şekil.4 Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı (Aylık, %)

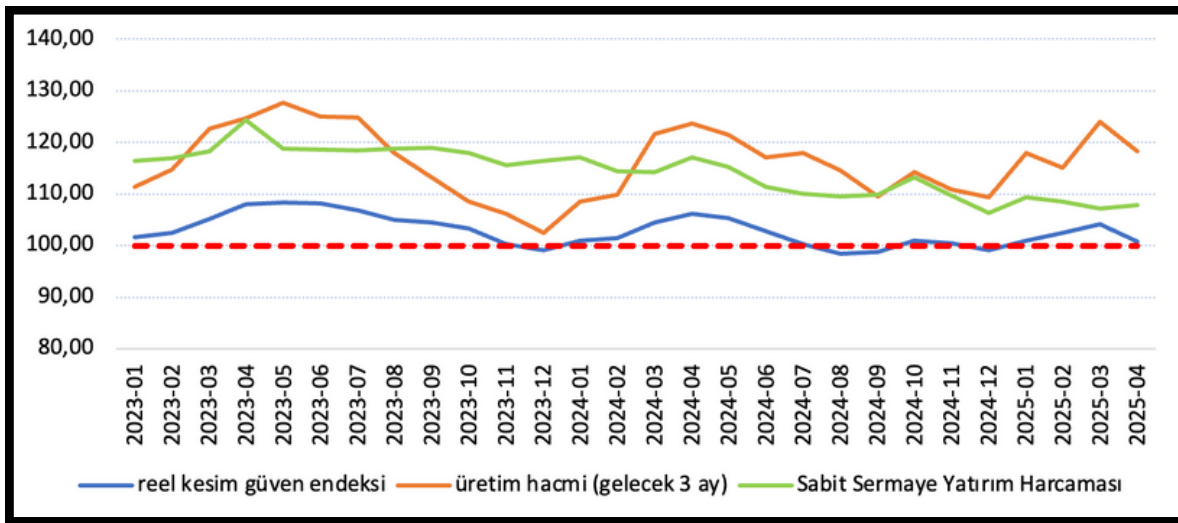


Kaynak: TÜİK ve TCMB

2025 yılı Nisan ayında Türkiye İmalat Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMİ), bir önceki aya göre değişim göstermeyerek 47.3 seviyesinde gerçekleşti. Bu, imalat sektörünün üst üste 13. ayda da daralma bölgesinde kaldığını ve faaliyet koşullarındaki bozulmanın sürdüğünü gösteriyor. Üretim ve yeni siparişlerdeki düşüşler devam ederken, bu düşüşlerin hızı Mart ayına göre bir miktar yavaşladı. İç ve dış talep koşullarının zayıf seyri, firmaların istihdam ve satın alma faaliyetlerini azaltmasına neden oldu; istihdamda beşinci, satın alma faaliyetlerinde ise on ikinci ayda da düşüş kaydedildi. Buna karşılık, tedarikçilerin teslimat sürelerinde Aralık 2022'den bu yana en belirgin iyileşme yaşandı, teslimatlar hızlandı. Ancak, Türk lirasındaki değer kaybı ve ham madde maliyetlerindeki artış, girdi fiyatları enflasyonunu son bir yılın en yüksek seviyesine taşıdı ve nihai ürün fiyatlarında da son yedi ayın en hızlı artışı yaşanıyor.

2025 yılı Nisan ayında Türkiye'de Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE), mevsim etkilerinden arındırılmış olarak bir önceki aya göre 2.4 puan azalarak 100.8 seviyesine geriledi ve Eylül 2024'ten bu yana en düşük düzeye indi. Bu düşüş, özellikle gelecek üç aya ilişkin üretim hacmi, toplam istihdam ve ihracat sipariş beklentilerindeki zayıflamayla ilişkilendirildi. Genel gidişata dair algı olumsuz yönde seyrederken, yalnızca mevcut sipariş miktarı ve sabit sermaye yatırım beklentilerinde sınırlı bir iyileşme gözlemlendi. Ortalama birim maliyetlerde artış beklentileri kuvvetlenirken, gelecek üç aya ilişkin satış fiyatlarında da artış öngörüsü yükseldi. Üretici fiyat beklentisi yıllık bazda %38.9'a çıktı. Bu gelişmeler, reel sektörde temkinli bir beklenti yapısının sürdüğüne ve özellikle iç talep ve istihdam konularında belirsizlik algısının güçlendiğine işaret ediyor. Nisan ayı anketlerinde 19 Mart sürecinin hemen arkasından yapılması nedeniyle bir belirsizliğin ve olumsuzluğun etkileri de görülüyor.

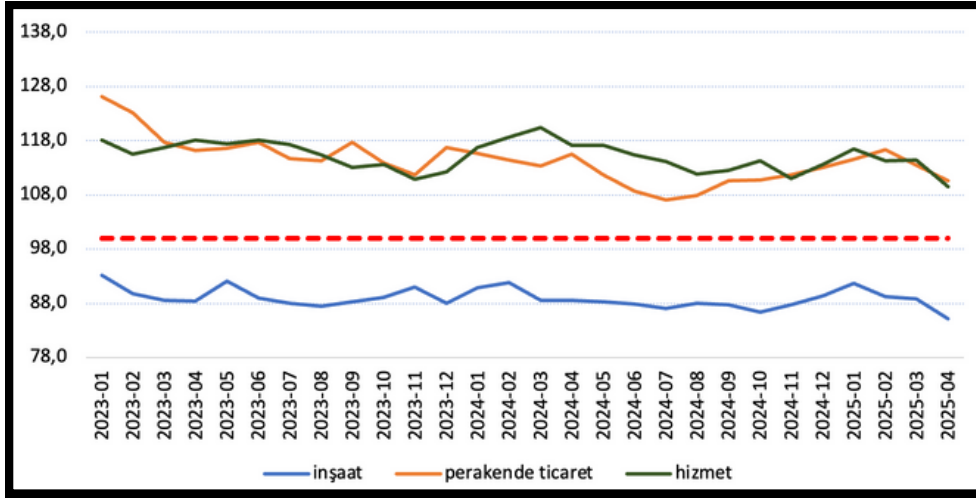
Şekil.7 İktisadi Yönelim Anketi- Reel Kesim Güven Endeksi



Kaynak: TCMB

2025 yılı Nisan ayında Türkiye'de sektörel güven endeksleri, hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörlerinde gerileme göstererek ekonomik faaliyetlerde temkinli bir görünüm sergiledi. Hizmet sektörü güven endeksi bir önceki aya göre %4.3 düşüşle 109.5 seviyesine gerilerken; bu azalışta son üç aya ilişkin iş durumu ve hizmet talebindeki belirgin gerileme etkili oldu. Perakende ticaret sektörü güven endeksi de %2.5 oranında azalarak 110.6 seviyesine indi. Özellikle mevcut mal stoku ve satış hacmine dair göstergeler zayıflama eğilimi gösterdi. İnşaat sektöründe ise güven endeksi %4.2 düşüşle 85.1'e geriledi; alınan siparişlerin mevcut düzeyindeki sınırlı azalma ve gelecek döneme ilişkin istihdam beklentilerindeki belirgin gerileme bu sonucu destekledi.

Şekil.8 İktisadi Yönelim Anketi- Sektörel Güven Endeksleri



Kaynak: TÜİK

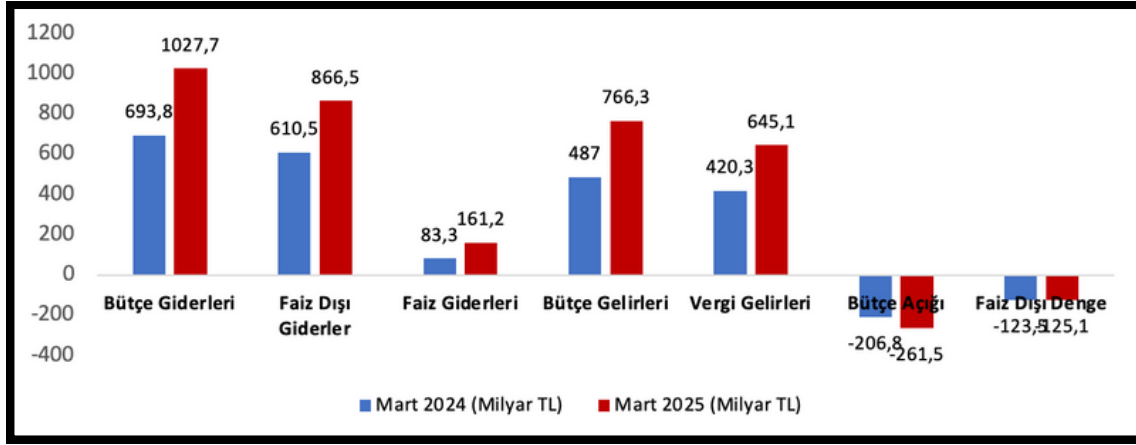
Maliye Politikası

2025 yılı Mart ayında Türkiye'nin merkezi yönetim bütçesi, gelirlerdeki artışa rağmen giderlerin daha hızlı yükselmesi sonucu 261.5 milyar TL açık verdi. Bu, geçen yılın aynı dönemindeki 209 milyar TL'lik açığa kıyasla %25'lik bir artış anlamına geliyor. Mart ayında bütçe gelirleri yıllık bazda %58.4 artarak 766.3 milyar TL'ye ulaşırken, bütçe giderleri %48.3 artışla 1 trilyon 27 milyar TL olarak gerçekleşti.

Vergi gelirleri, Mart ayında %53.4 artışla 645.1 milyar TL'ye yükseldi. Bu artışta, gelir vergisindeki %102.7'lik ve dahilde alınan KDV'deki %88.5'lik artışlar etkili oldu. Ancak, kurumlar vergisi tahsilatı %4.5 oranında azaldı. Bu da aslında bir durgunluk belirtisi olarak düşünülebilir.

Bütçe giderleri tarafında, faiz dışı harcamalar %40.2 artarak 866.5 milyar TL'ye çıktı. Personel giderleri %38.4 artışla 282.3 milyar TL, cari transferler %44.7 artışla 373.7 milyar TL ve mal ve hizmet alımları %65.2 artışla 80.6 milyar TL olarak gerçekleşti. Faiz harcamaları ise %116.3 artışla 161,2 milyar TL'ye ulaştı. Faiz harcamalarındaki bu hızlı artış, yüksek faizin bütçeye olan yükünü de gösteriyor.

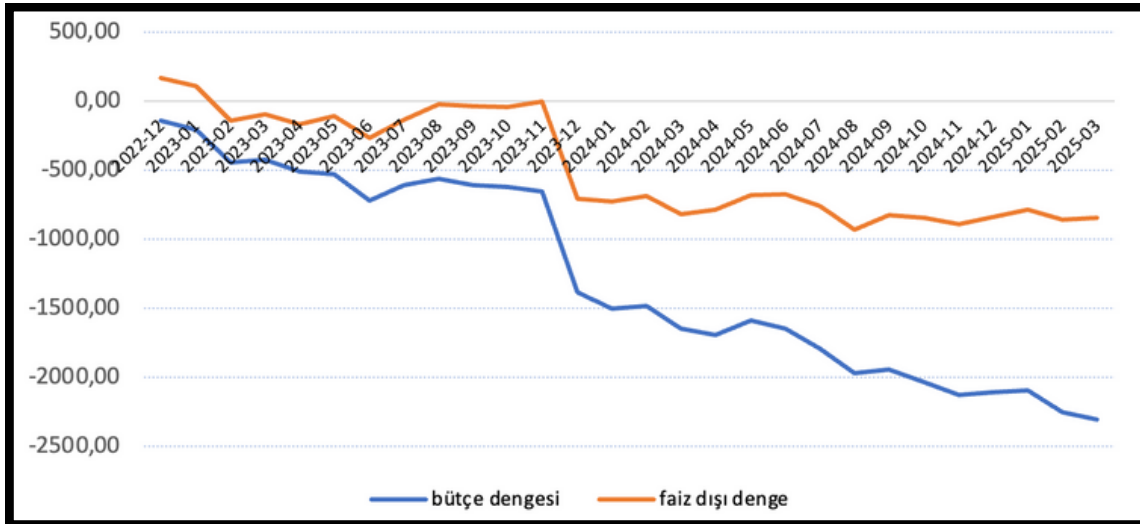
Şekil.9 Mart 2025 Bütçe Gerçekleşmeleri



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

2025 yılı Ocak-Mart döneminde ise merkezi yönetim bütçe açığı 710.8 milyar TL olarak kaydedildi. Bu dönemde bütçe gelirleri %47 artışla 2 trilyon 406.8 milyar TL'ye, bütçe giderleri ise %45 artışla 3 trilyon 117 milyar TL'ye yükseldi. Faiz dışı açık ise 246.9 milyar TL olarak gerçekleşti.

Şekil.10 Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge

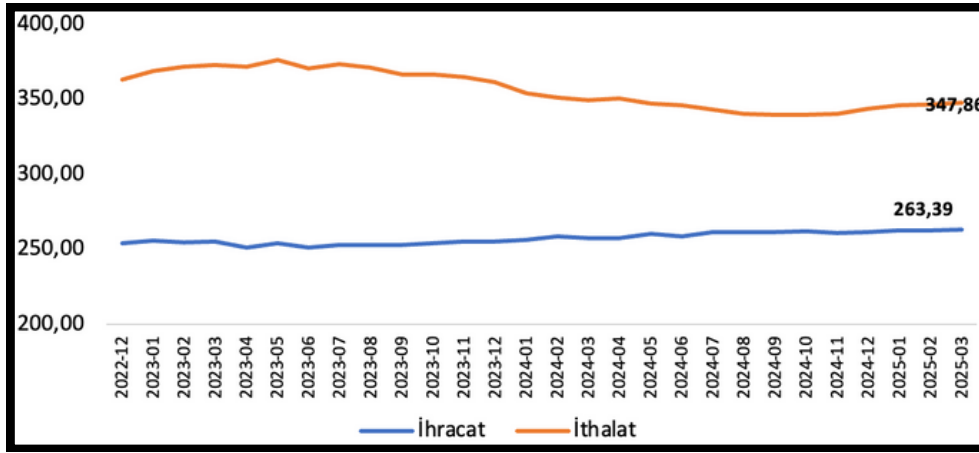


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Dış ticaret ve Ödemeler Dengesi

2025 yılı Mart ayında Türkiye'nin dış ticaret verileri, ihracat ve ithalatta sınırlı artışlar olduğunu ve dış ticaret açığında ılımlı bir gerileme yaşandığını göstermektedir. Mart ayında ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %3.2 artarak 23.4 milyar dolara yükselmiş, ithalat ise %2.3 artışla 30.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler sonucunda dış ticaret açığı %0.5 azalarak 7.3 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı ise %76.3 olarak kaydedilmiştir.

Şekil.11 İhracat ve İthalat (Yıllıklandırılmış, Milyar dolar)

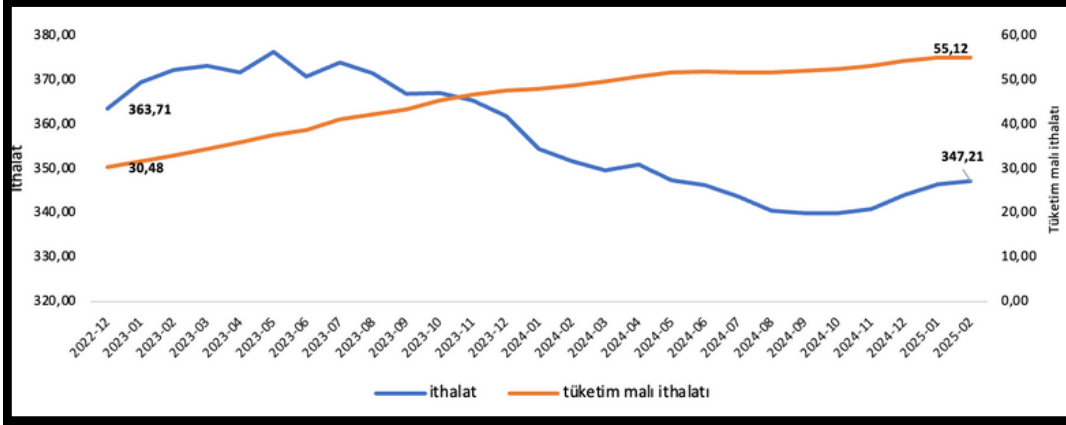


Kaynak: TÜİK

Enerji ve altın hariç tutulduğunda, ihracat %3.3 artarak 21.5 milyar dolara, ithalat ise %1.4 artışla 23.2 milyar dolara ulaşmıştır. Bu kapsamda dış ticaret açığı %23 azalarak 1.5 milyar dolar seviyesine gerilemiştir.

İthalatın detaylarına baktığımızda ise ara malı ithalatında bir artış olduğu göze çarpıyor. Ancak asıl çarpıcı artış tüketim malı ithalatında. Mart ayında 5.2 milyar dolar tüketim malı ithalatı kaydedilmiş, yıllık olarak ise 55.7 milyar dolara yükseldi. Bu tüketim malı ithalatı içinde bir mal grubu dikkat çekiyor. Binek otomobil ithalatı neredeyse 2 milyar dolara yaklaşmış, geçen senenin aynı ayına göre %30'un üzerinde bir artış anlamına geliyor. Bunun iki önemli nedeni olabilir. Birincisi TL değerli, ithal araba almak cazip. İkincisi gelir dağılımı adaleti bozuk, bu nedenle ithal otomobil talebi ekonomide durgunluğa rağmen yükseliyor. İkincisi ne yazık ki daha fazla geçerli.

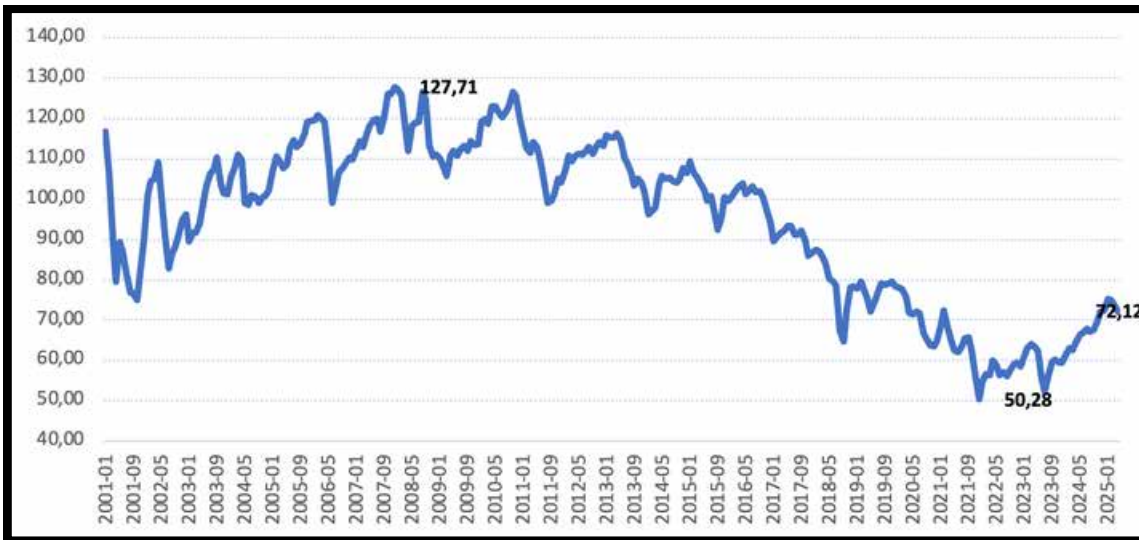
Şekil.12 Toplam İthalat ve Tüketim Mali İthalatı (Yıllıklandırılmış, Milyar dolar)



Kaynak: TÜİK

Reel efektif döviz kuru endeksinde ise 19 Mart sonrası kurlarda yaşanan kayıptan sonra düşüş devam ediyor. Reel efektif döviz kuru endeksi 72.12'ye düştü. Bu düşüşte dolarda sınırlı ama Euro da daha belirgin olarak gördüğümüz artışın da etkisi önemli. Bu rekabet açısından bizim için olumlu. Euro/dolar paritesinde yaşanan artış da bunda etkili oldu. İhracatımızın yaklaşık yarısı Euro ile yapılıyor. %48'i Euro cinsinden yapılıyor, dolar cinsinden yapılan ihracatın payı %46. İthalat tarafında ise doların payı daha büyük. İthalatımızın %60'ı dolar cinsinden yapılıyor.

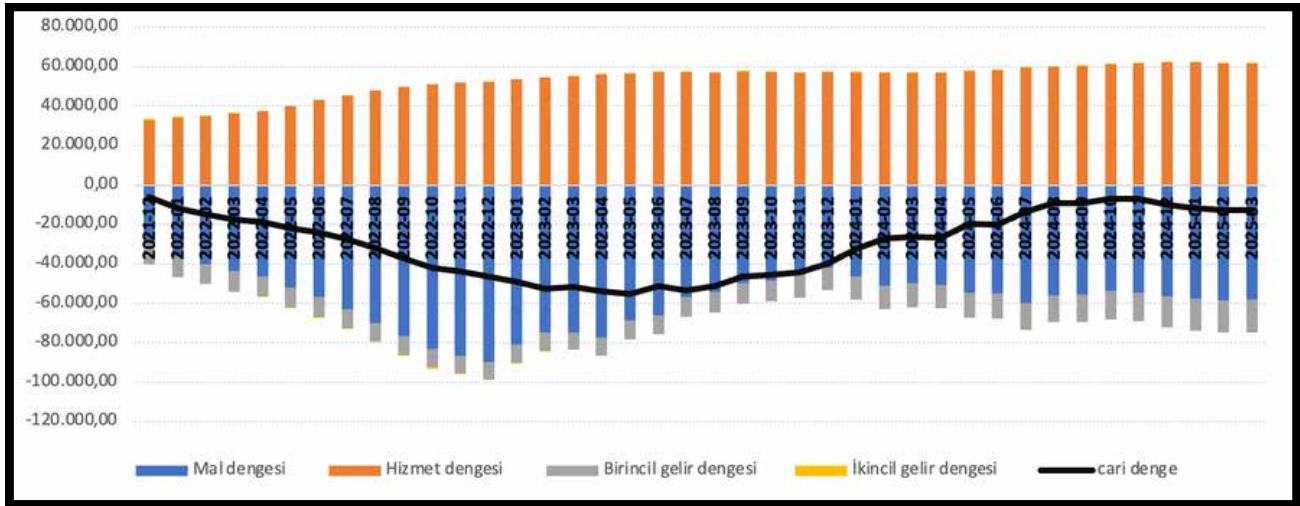
Şekil.13 Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi - TÜFE Bazlı



Kaynak: TCMB

Cari denge programın en iyi işleyen noktalarından biri oldu. Bunda yurtdışında petrol fiyatlarının düşük kalması ve de altın kotasının altın ithalatını sınırlamasının da katkısı oldu. Ancak aylık bazda cari denge artık açık vermeye başladı. Bu yıl biraz daha yüksek bir cari denge ile karşılaşmamız daha olası diyebilirim. Mart ayı cari işlemler hesabı, 4 milyar 87 milyon dolar açık vererek piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşti. Altın ve enerji hariç tutulduğunda ise cari işlemler hesabı 1 milyar 471 milyon dolar fazla verdi. Hizmetler dengesi kaynaklı net girişler 2 milyar 672 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti. Bu yıl sonunda cari işlemlerin 20 milyar doların altında kalması mümkün görünüyor. Ekonomide durgunluk olması durumunda bu daha da aşağıya gelebilir. Türkiye’de cari denge daha çok ekonomik büyüme ile ilişkilidir. Ekonomik olarak resesyona girdiğimiz zamanlarda cari açığımız azalır. Bu da temelde yapısal bir sorundan kaynaklanıyor: ara malı ithalatının yüksek olması.

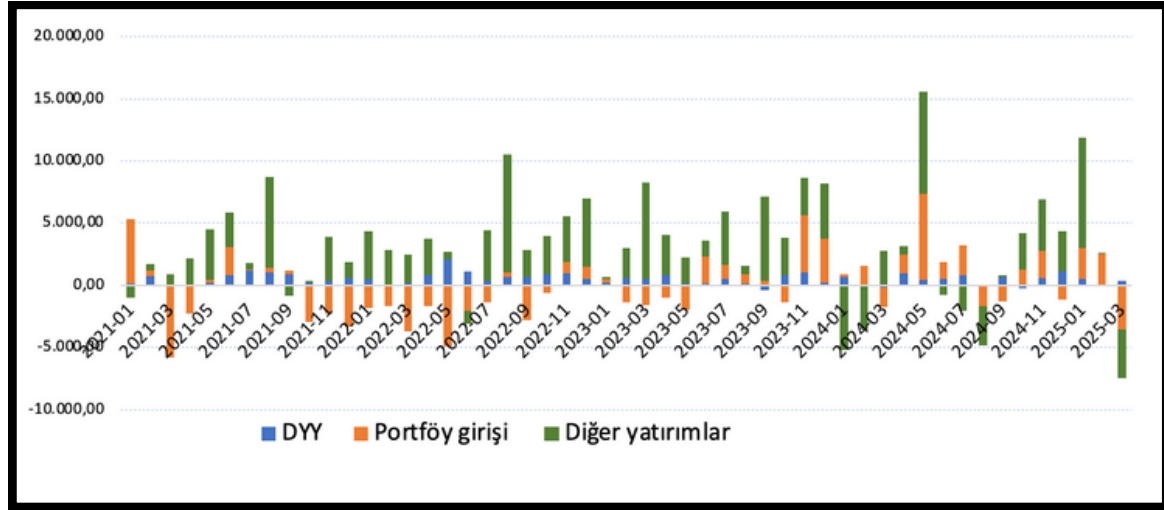
Şekil.14 Cari Hesap Kalemleri (Yıllıklandırılmış, Milyon dolar)



Kaynak: TÜİK

Finansman tarafına geldiğimizde ise Mart ayında önemli bir çıkış olduğu gözleniyor. Mart ayında 3.5 milyar dolar portföy yatırımlarından, 3.9 milyar dolar ise diğer yatırımlardan net çıkış olduğunu görüyoruz. Net hata ve noksan da 3.9 milyar dolarlık negatif bir bakiye vermiş. Bu çıkışlar ise Merkez Bankası rezerv satışları ile kompanse edilmiş. Rezerv azalışı ise 15 milyar doların üzerinde gerçekleşmiş. Özetle bu çıkışları Merkez Bankası finanse etmiş.

Şekil.15 Ödemeler Dengesi Finansman Kalemleri (Aylık, Milyon dolar)

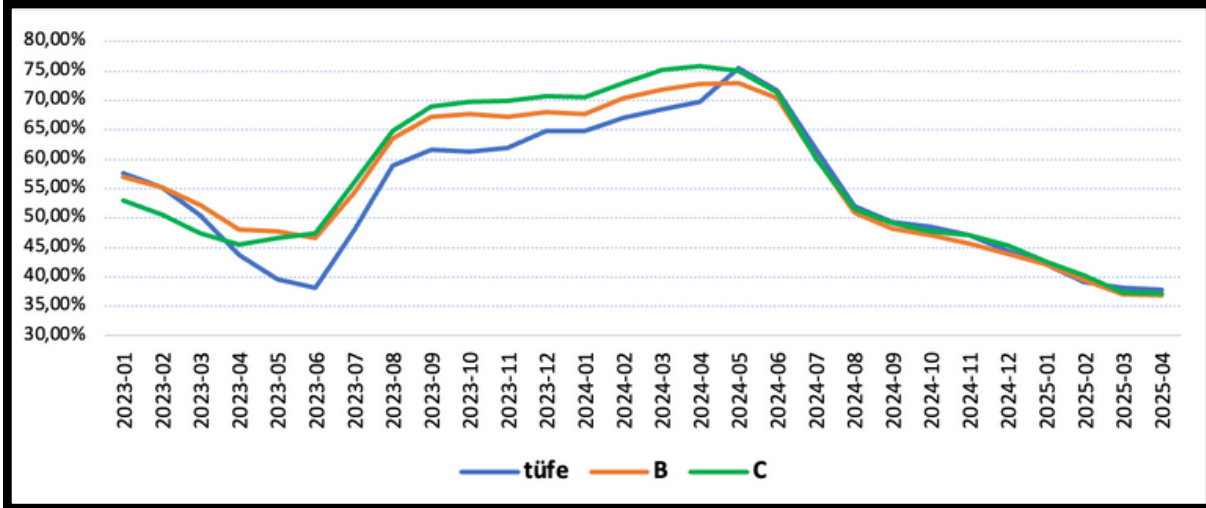


Kaynak: TÜİK

Enflasyon

Nisan ayı enflasyonu beklentilerin altında geldi. 19 Mart sonrası kurlarda görülen artışın, elektrik zammının ve de zirai don olayının etkisi ile enflasyonun aslında daha yüksek çıkması bekleniyordu. Ancak enflasyon beklenti altı olarak %3 geldi. Bu da geçen sene Nisan ayında kaydedilen %3.18'in altında kaldığı için yıllık enflasyonda baz etkisi ile birlikte düşme devam etti ve yıllık olarak %37.86'ya geriledi. Yıllık bazda fiyatı en çok artan gruplar eğitim (%79.20) ve de konut (%74.07) olmuş. Konut grubu yıllık enflasyonun üçte birinden sorumlu. Yıllık enflasyona katkısı 9.98 puan. Konut ve eğitimin yıllık artışlarının bu kadar yüksek olması büyük ölçüde bu kalemlerde geriye doğru endekslemenin var olmasından kaynaklanıyor. Aylık artışlara baktığımızda ise 5 aylık bir negatif enflasyonun ardından giyim ve ayakkabı (%6.5) ve de konut (%4.66) başı çekiyor. Ancak konutta da yavaş da olsa bir düşme ivmesi görülüyor. Gıda tarafına baktığımızda ise, zirai donun etkisinin pek görülmediği söylenebilir. Aylık artış %2.01 ile aslında beklenenin altında ve de enflasyonu düşürücü bir etki yapmış diyebiliriz.

Şekil.16 TÜFE Manşet ve Çekirdek Enflasyon (Yıllık, %)

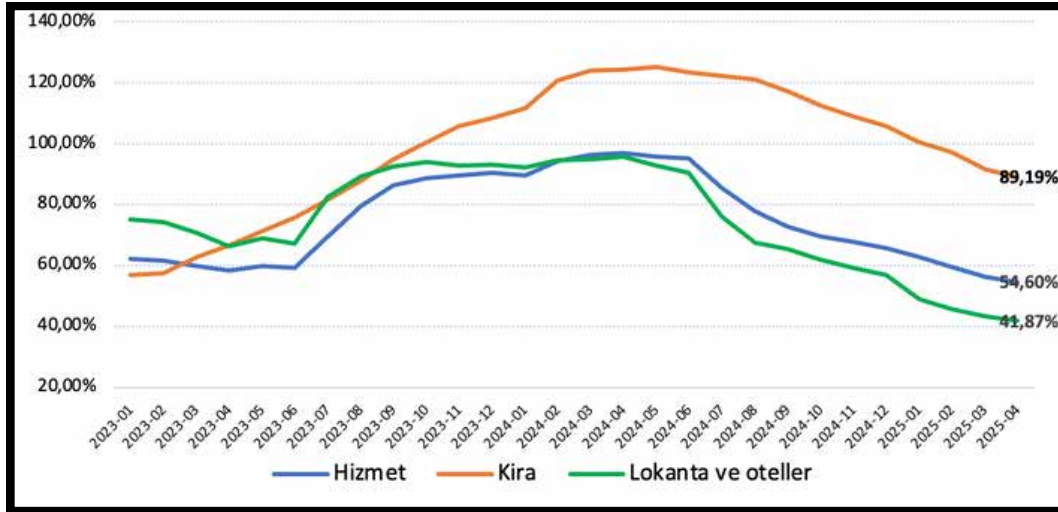


Kaynak: TÜİK

Bu ay çekirdek enflasyonda, hem B hem de C endekslerinde, bir artış göze çarpıyor. B endeksi aylık olarak %3.10 artarken, C endeksi aylık olarak %3.34 artmış. Bunun önemli bir kaynağı ise mal enflasyonunda özelliklerde temel mallarda bir ivmelenme. Temel mallarda Ekim- Mart ayları arasında enflasyon ortalaması %1.28 iken, Nisan ayında aylık %3.74'e çıkmış. Temel mallarda bir kur etkisinin görülmüş olması da muhtemel.

Hizmet tarafında ise katılık azalmakla birlikte devam ediyor. Özellikle kiralarda bir geri çekilme dikkat çekiyor. Kiralar aylık bazda %3.2 artmış, lokanta ve otellerde ise bir ivmelenme ile birlikte %3.59'luk bir artış var. Bu ay ise hizmetleri yukarıya çeken, ulaştırma hizmetleri olmuş. Oradaki artış ise %5.75.

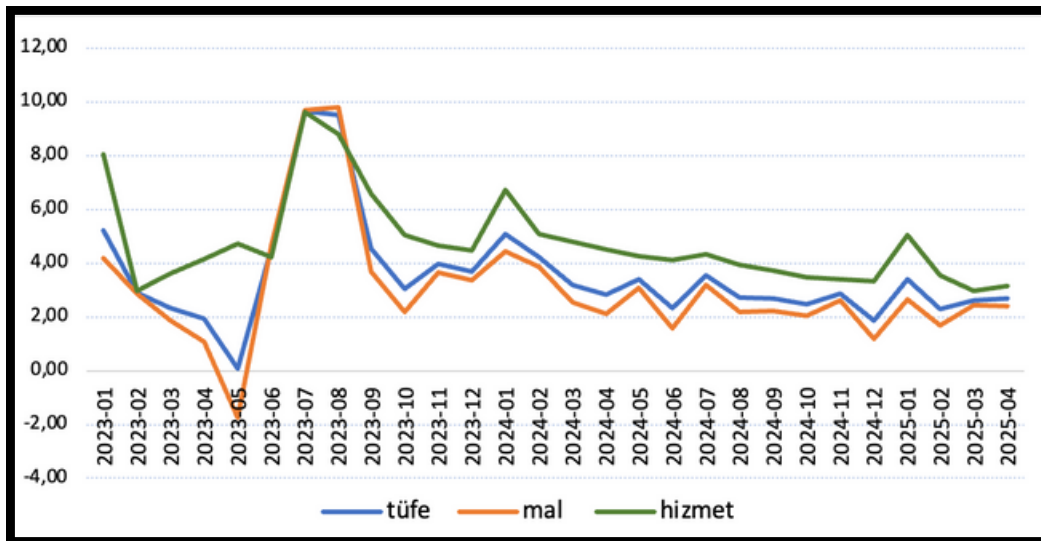
Şekil.17 Hizmet Enflasyonunun Unsurları (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Nisan ayı mevsimsellikten arındırılmış TÜFE %2.69 olarak kaydedilmiş. Bu geçen aya göre hafif bir artış olduğu anlamına geliyor. Bu artıştan hangi grup sorumlu diye baktığımızda mal tarafında mevsimsellikten arındırılmış enflasyon %2.41 hizmet grubunu mevsimsellikten arındırıldığında %3.15 olarak kaydedilmiş

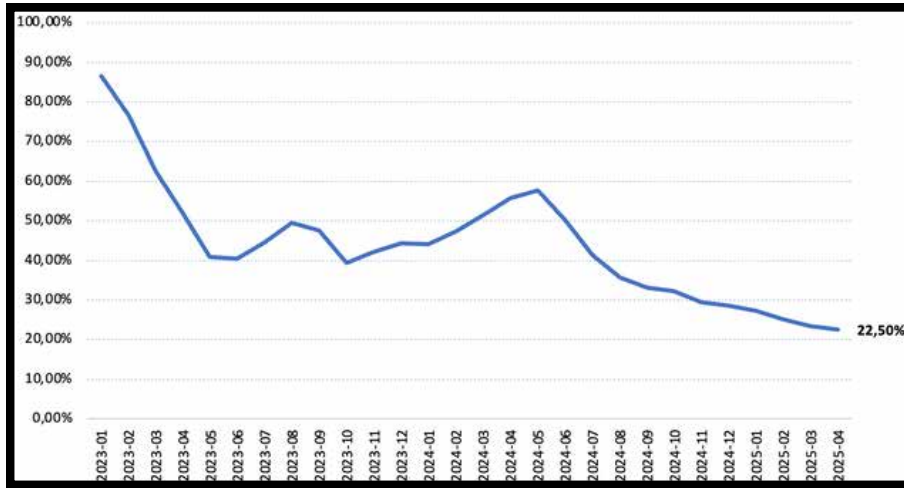
Şekil.18 Mevsimsellikten Arındırılmış Enflasyon (Aylık, %)



Kaynak: TÜİK

Üretici enflasyonu Yi-ÜFE'deki aylık gevşeme bu ay durdu. Aylık bazda Yi-ÜFE artışı %2.76'a çıktı. Kurlardaki artışın etkisini görüyoruz. Yıllık tarafta ise baz etkisi nedeniyle düşüş devam ediyor. Yi-ÜFE'de yıllık artış %22.5'e düştü. Arz tarafında fiyat baskılarının hafiflediğini gösteriyor. Enflasyonla mücadelede en azından arz tarafından baskıların hafiflediğini söyleyebiliriz.

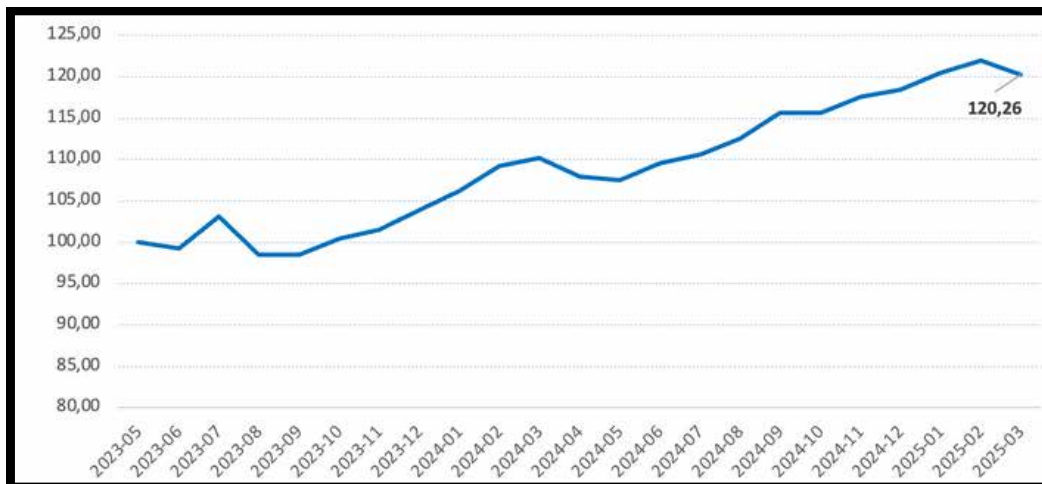
Şekil.19 Yi-ÜFE (Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Talep tarafında ise hafifte olsa bir yavaşlama başladı. Bu ay perakende ticaret aylık bazda %1.4 azalmış. Gıda hariç perakende ticarete değişim daha belirgin. Gıda hariç perakende ticarete azalış %2 olarak kaydedilmiş. En son 2024 Mayıs ayında aylık bazda büyüme gerçekleşmişti. Yıllık bazda baktığımızda ise geçen yılın Mart ayına göre %9.2 artmış. Her ne kadar geçen seneye göre bir artış olsa da bu artış hızının yavaşlaması önemli. Ancak tek bir veri bu sürecin başladığını da göstermeyecektir.

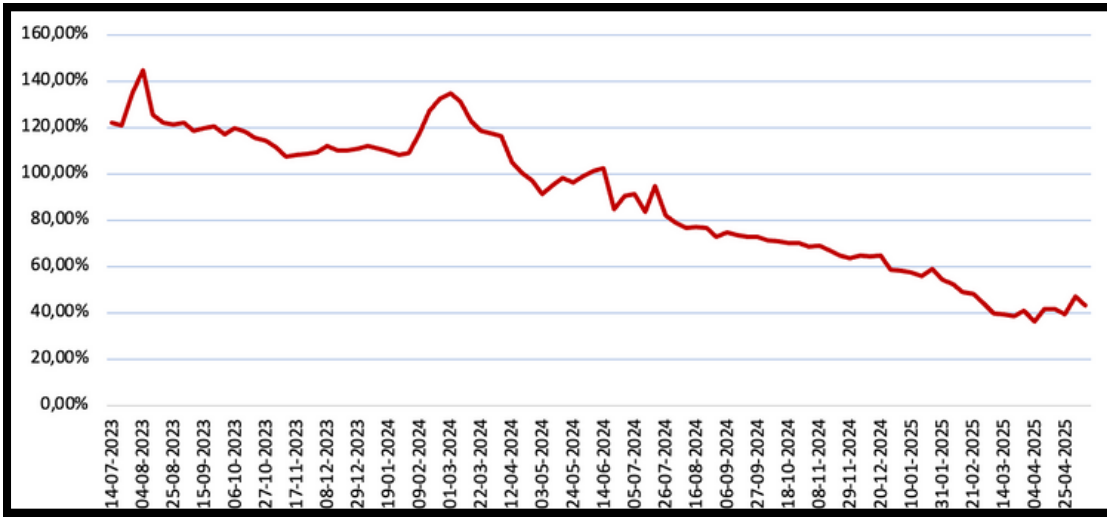
Şekil.20 Perakende Ticaret Hacim Endeksi (2023-05=100)



Kaynak: TÜİK

Perakende ticaret endeksi daha gecikmeli bir veri diyebiliriz. Daha güncel bir veri olarak kredi kartı harcamalarındaki büyümeye bakabiliriz. Kredi kartı ile yapılan harcamalar (kuyum, BES ve vergi hariç) 19 Mart sonrası yaşanan belirsizlikle bir miktar durmuştu. Nisan'ın son haftası ve Mayıs'ın ilk iki haftası her ne kadar bir miktar artış görülse de yine de ivmesini kaybettiğini söyleyebiliriz.

Şekil.21 Kredi Kartı ile Yapılan Harcamalar*(4 Haftalık Ort., Yıllık değişim)

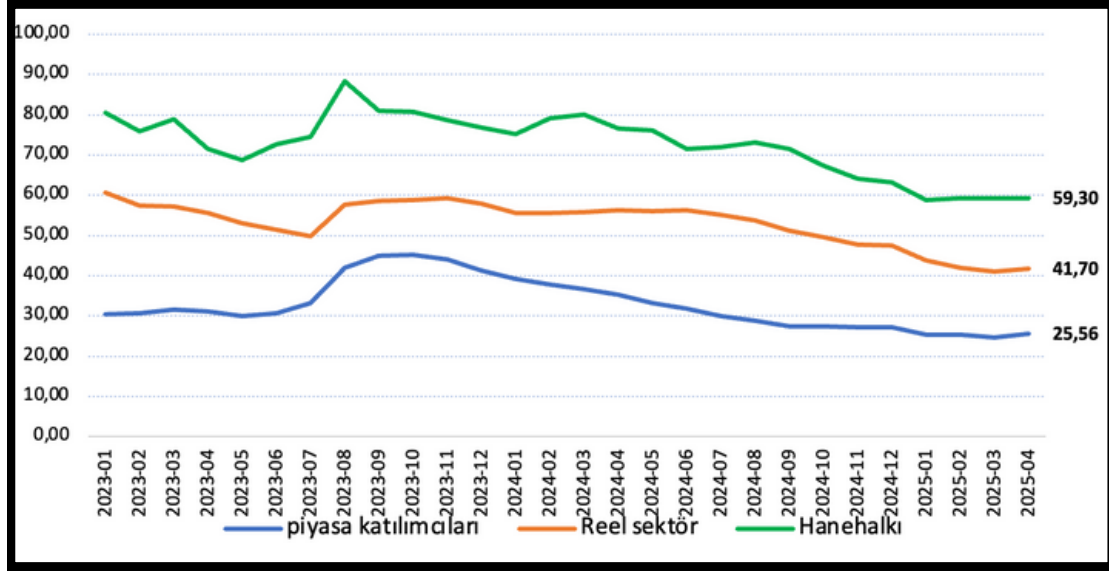


Kaynak: TCMB

*Kartla yapılan harcamalardan BES, vergi ve kuyumculuk düşülmüştür.

Enflasyon beklayışleri anketi 19 Mart sonrasını gösteren ilk anket diyebiliriz. Bir önceki ankette yaşanan çalkantının tam olarak yansımadığını söyleyebiliriz. Bu nedenle enflasyon beklayışlerinde tüm kesimlerde yukarı yönlü bir artış olduğunu görüyoruz. En yüksek enflasyon beklayışine sahip hanehalkının beklayışı 0.05 puanla en az etkilenen olurken, firmaların beklayışleri 0.6 puan, piyasa katılımcılarının ise 1 puan yükselmiş. Tüketici enflasyonun aynı kalacağını ya da artacağını düşünenlerin oranı ise %68'den %72'ye çıkmış. Bu sürecinin para politikasının müdahale etmesi ile etkilerinin azaltılması, enflasyon beklayışlerine de etkileri sınırlamıştır.

Şekil.23 Enflasyon Bekleyişleri (12 ay sonrası için%)

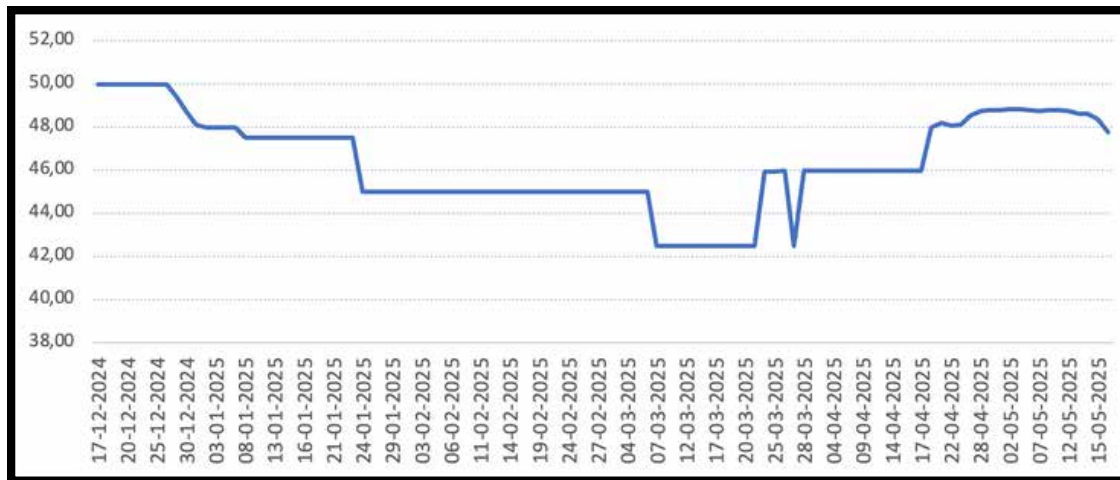


Kaynak: TCMB

Para ve Kur Politikası

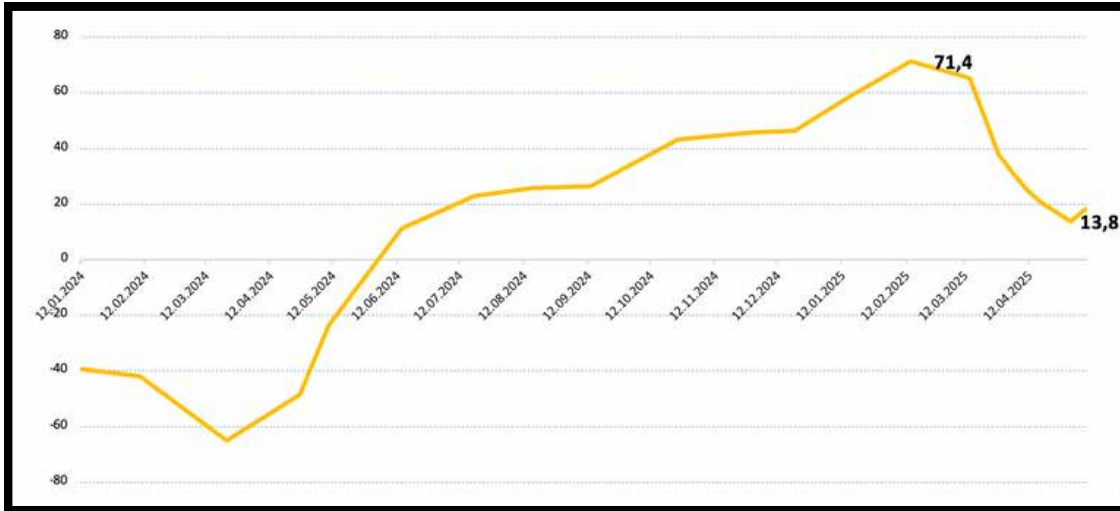
TCMB 17 Nisan toplantısında faizleri zaten fiili olarak uygulanmakta olan %46'ya yükseltirken, koridorun üst bandını da %49'a yükseltti. Bu aslında beklentilerin ötesinde şahin bir adım olarak yorumlandı. Bu durumda azalan rezervleri düşünerek ve de TL'nin cazibesini arttırma yönünde bir adım atmak için bu kararı aldığı kanaatindeyim. Yani durum biraz yerel seçimler öncesindeki 5 puan faiz artırım sürecine benziyor. Merkez Bankası dövizle geçişi engellemek için faizleri yükseltti. Merkez Bankası piyasayı da üst sınır olan %49'a yakın fonluyor. Yani fiili olarak faiz oranları %46'nın da üstünde.

Şekil.23 Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı (%)



TCMB'nin rezervlerindeki erime Nisan ayı boyunca da devam etti. 71.4 milyar dolarla 14 Şubat'ta zirve yapan swap hariç net rezervler 2 Mayıs'ta 13.8 milyar dolar seviyesine kadar indi. Merkez Bankasını da zaten faiz adımını atmaya zorlayan bu rezerv kaybı oldu. Rezervlerdeki azalma 55 milyar doları buldu. Merkez bankası sadece faiz adımını atmadı, aynı zamanda TCMB, finansal istikrarı güçlendirmek ve liraya geçişi teşvik etmek amacıyla kapsamlı makroihtiyati önlemler açıkladı. Bu kapsamda, tüm vadelerde yabancı para mevduatları için zorunlu karşılık oranları 200 baz puan artırılırken, 1 yıla kadar vadeli döviz repo işlemlerinden sağlanan fonlar için zorunlu karşılık oranı 400 baz puan yükseltildi. TL mevduat payı %60'ın altında olan bankalara, bu oranı aylık en az 0.3 puan artırma hedefi getirildi. Ayrıca TL zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı yükselterek TL mevduatları cazip hale getirildi. İhracatçıların TCMB'ye satmak zorunda oldukları döviz oranı %25'ten %35'e çıkarılırken, ihracat gelirlerinin TL'ye dönüşümüne sağlanan destek oranı da %3'e yükseltildi. Bunların da etkisi ile 9 Mayıs haftasında swap hariç net rezervlerde yeniden bir artış görüldü.

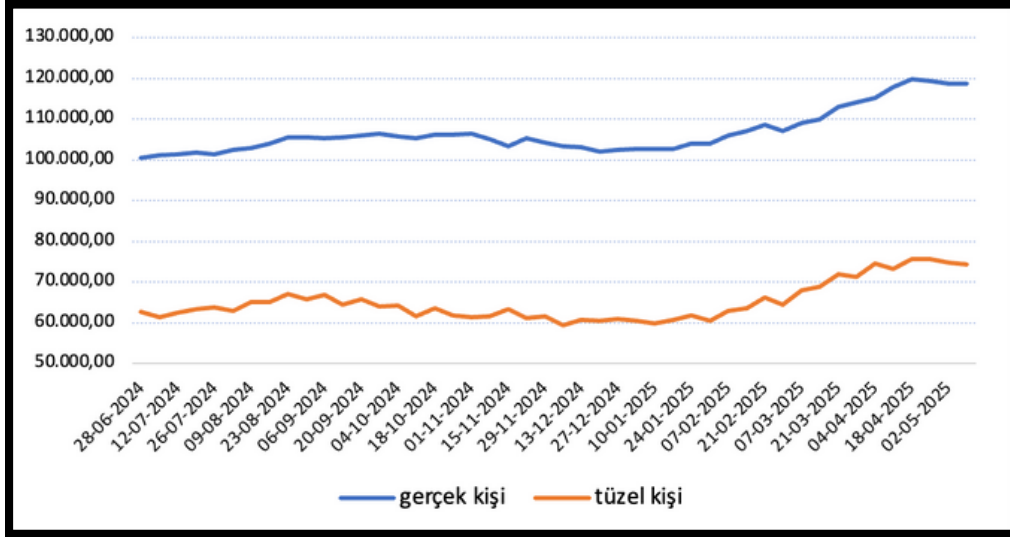
Şekil.24 TCMB Swap Hariç Net Rezervler (Milyar dolar)



Kaynak: TCMB

Yabancı para mevduatlarında artış faiz artışları ve Merkez Bankasının aldığı önlemler sonucunda durdu. Bu artışın aslında daha çok tüzel kişilerden kaynaklandığını gördük. Döviz kurunda yaşanan sıçramanın getirdiği tedirginlikle özellikle tüzel kişilerde döviz ödemelerini gerçekleştirmek adına önden bir talep olduğunu düşünüyorum. Ancak bu eğilimin de yavaşladığı görülüyor. Şu an için TL mevduatının faizi oldukça cazip, bu nedenle yeni bir siyasi risk olmadıkça yabancı para mevduata geçişin durması beklenir.

Şekil.25 Yabancı Para Mevduatlar (Milyon dolar)



Kaynak: TCMB

Kur politikasına geldiğimizde ise TCMB'nin kuru savunmaya devam ettiğini görüyoruz. Toplamda 55 milyar dolar civarında bir rezerv satıldığını hesaplıyoruz. Tabii ki bu kuru korumak için yapılan bir rezerv satışı oldu. Merkez Bankası'nın özellikle dolar kurunda bir artış istemediğini biliyoruz. Bunun nedeni daha önce açıkladığım gibi, ithalatımızın %60'ı dolar cinsinden, ihracatımızın ise %46'sı dolar cinsinden olması. İhracatın %48'i Euro, bu nedenle Euro'da daha fazla bir artışa izin verirken dolarda daha kontrollü gidiyor. Bu politikanın devam edeceğini tahmin ediyorum. Merkez Bankasını yapabilecekleri sınırlı, bu nedenle kur politikasını yani değerli TL politikasını devam ettirmesini beklerim.

Nisan ayının ilk başlarını oldukça çalkantılı geçirdik. Dış piyasalarda tarifelerin getirdiği şoklarla iç piyasalarda yaşanan siyasi gerginliklerin birleşmesi bizi daha belirsiz ve kırılgan hale getirdi. Bu etkiyi de tüm anketlerde gördük. Mayıs ayının başına dışarıda biraz sönümlenen bir tarife savaşı ve içeride en azından gerginliğin azaldığı bir siyasi ortamla girdik.

Bu aya damgasını vuran ne yazık ki Merkez Bankasının döviz satışları ve rezerv kaybı oldu. Bunu önlemek adına Merkez Bankası faiz silahını çekti ve ardı ardına makro ihtiyati önlemler aldı. Bu sürecin sonunda harcanan rezerv miktarı 55 milyar doları buldu. Yapılan açıklamalarda bu rezervlerin bu günler için olduğu yer alsa da bunun bize bir maliyeti olduğunu hatırlamakta yarar var. Faizlerde Aralık seviyesine döndük. Faiz maliyeti %75'i geçiyor. Takibe düşen alacaklar firmalar tarafında artmaya başladı. Bu yayılırsa daha derin bir iflas dalgası başlatabilir.

Bu yüksek faizler ekonomiyi durdururken bir yandan da pozitif bir yan etki olarak enflasyonla mücadeleyi kolaylaştırabilir. Yani “yumuşak iniş” senaryosundan bizi “sert iniş” senaryosuna taşıyabilir. Bu enflasyon açısından olumlu olsa da ekonomiyi derin bir resesyon içine sokup, sanayiye yaygın bir zarar verebilir.

Bu aydan sonra eğer yine bir siyasi belirsizlik ortamı olmazsa Merkez Bankasının eli biraz daha rahatlayabilir. Önümüzde canlı geçmesi beklenen bir turizm sezonu var, dış piyasalarda bir miktar iyimserlik oluşmaya başladı. Petrol fiyatlarındaki gerileme de cari denge üzerinde olumlu bir etki yapabilir. Bu döviz rezervi açısından Merkez Bankasının elini rahatlatırken, petrol ve emtia fiyatlarındaki gevşeme enflasyon üzerinde olumlu bir etki yaratabilir. Bu da Merkez Bankasının gevşeme patikasına geçmesini kolaylaştırabilir.

Maliye politikası tarafında ise hala istenilen seviyeye ulaşılmış değil. Bütçenin harcama kısmı çok katı bir durumda. Ancak yapılabilecek bazı kesintiler olabilir. Tabii bunlar siyaseten zor olan konular.

S&P'nin bu ay bizim için bir değerlendirmesi oldu. Rezerv azalışlarına ve 19 Mart sonrasındaki siyasi çalkantıların etkisine dikkat çekilmiş. Notumuz ve görünümümüzde bir değişiklik olmadı. Bu da Merkez Bankasının hızlı müdahalelerine bağlanmış, ancak maliye politikasının daha fazla eşgüdümlü olmasına da dikkat çekilmiş.

Özetle, aslında yavaş yavaş yoluna girmeye başlayan ekonomik programı ne yazık ki kendi elimizle sarstık. Şimdi acaba bu program devam edecek mi soruları daha çok soruluyor. Ancak şunu unutmamak gerekir ki Türkiye'nin bir B planı yok. Şu an elimizdeki en iyi seçenek bu program gibi görünüyor. Tabii Türkiye bir erken seçim ortamına girerse öncelikler değişir, program ve kişiler de değişir. Kısa vadede henüz böyle bir beklenti yok.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



Derya Hekim



@drderyahekim



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ