

MAYIS 2025

Takvim ve Öngörüler

- Dünya Ekonomisinde Yavaşlama
- Tarife Müzakereleri Sürüyor
- Küresel Mal Ticaretinde Daralma Senaryoları
- Türkiye’de İlave Sıkılaştırma Önlemleri
- Döviz Rezervlerinde Gerileme Sürüyor
- Rasyonel Politikalar İçin Rasyonel Koşullar Kayboldu

İçindekiler:

- 1 Beklentiler
- 2 Takvim
- 3 Öngörüler
- 4 Bilgi Yönetimi

Dünya Ekonomisinde Beklentiler

Dünya Ekonomisinde Önemli Yavaşlama Beklentisi

ABD’de yeni yönetim ithalatta tarife programını 2 Nisan tarihinde açıklamıştır. Tarifeler oran ve uygulanacak ülke sayısı olarak beklentilerin oldukça üzerinde gelmiştir. ABD 9 Nisan tarihinde ise Çin haricindeki ülkelere olan tarife uygulamasını 90 gün askıya almış ve tüm ülkeler ile müzakere süreci başlatmıştır. Müzakereler sonrası her ülke için nihai tarife uygulamaları belirlenmiş olacaktır. Uluslararası kurumlar açıklanan tarifelere bağlı olarak dünya ekonomisi büyüme tahminlerini önemli ölçüde düşürmüştür. Uluslararası Para Fonu 2025 yılı dünya ekonomisi büyüme tahminini ocak ayındaki yüzde 2,8 oranından yüzde 2,3’e indirmiştir. Dünya ekonomisi önemli ölçüde yavaşlayacaktır.

Dünya Ticaretinde Tarifelere Bağlı 4 Daralma Senaryosu

ABD tüm ülkeler ile ticaret müzakereleri yaparak temmuz ayı başında nihai tarifeleri oluşturmayı hedeflemektedir. Açıklanan tarifelere bağlı olarak yapılan tahminler 2025 yılında dünya mal ticaretinin daralacağını göstermektedir. Dünya ticaret örgütü nisan ayı raporunda 4 ayrı daralma senaryosu hesaplamıştır. Buna göre tarifelerin sadece ABD ile Çin arasında kalması halinde mal ticaretinde daralma yüzde 0,5 olarak hesaplanmıştır. Tarifelerin daha çok ülkeyi kapsamı ve bu ülkelerin de karşı tarifeler uygulaması halinde dünya mal ticaretinde daralma yüzde 4,3’e kadar çıkabilecektir. Bu oranlar miktar bazındadır ve değer olarak daralmayı tahmin etmek oldukça güç olmaktadır.

Para Politikalarında Faiz İndirimleri Beklentisi Artıyor

ABD’nin başlattığı ticaret savaşları sonucu para politikalarında faiz indirimi beklentileri giderek artmaktadır. Ticaret savaşlarının olası yavaşlama/resesyon etkileri ile enflasyon etkileri önceliklendirilerek faiz indirimi beklentileri oluşmaktadır. Buna göre finansal piyasalar ilk olarak ABD merkez bankasının olası resesyon riski karşısında 2025 yılında 3-4 faiz indirimi yapabileceğini fiyatlamaktadır. Avrupa merkez bankası da faiz indirimlerine devam edecektir. Banka nisan ayında politika faizini yüzde 2,4’e indirmiştir. Gerileyen enflasyonun yarattığı uygun koşullar içinde Avrupa Merkez Bankası yıl sonuna kadar faiz oranlarını yüzde 2,0’nin de altına indirebilecektir.

Türkiye Ekonomisinde Beklentiler

Finansal Şoklar Sonrası TC. Merkez Bankası’ndan İlave Sıkılaştırma ve TL’ye Destek Önlemleri

19 Mart sonrası yaşanan siyasi gelişmelere bağlı olarak oluşan finansal şoklar karşısında TC. Merkez Bankası ilave sıkılaştırma önlemleri ile TL’ye destek önlemleri almıştır. TC. Merkez Bankası’nın temel önceliği Türk lirasında değer kaybını ve döviz rezervleri kaybını önlemek haline gelmiştir. TC. Merkez Bankası nisan ayında politika faizini yüzde 46’ya ve gecelik borç verme faiz oranını ise yüzde 49’a çıkarmıştır. Merkez bankasının piyasaları fonlama maliyeti yeniden yükselmiştir. TC. Merkez Bankası mayıs ayı başında ise döviz mevduatlarının karşılık oranlarını artırmış, ihracat gelirlerinin merkez bankasına bozdurulma oranını yüzde 35’e yükseltmiş ve ihracatçılara ödenen prim oranını da yüzde 2’den yüzde 3’e yükseltmiştir. TC. Merkez Bankası bu önlemleri ile TL’de değer kaybını ve dövize olan talebi önlemeye çalışacaktır. TC. Merkez Bankasının mayıs ayında toplantısı bulunmamaktadır. Buna rağmen TC. Merkez Bankası en azından bayrama kadar sıkı duruşunu sürdürecektir.

Döviz Rezervlerinde Kayıp Devam Ediyor

Finansal şoklar sonrası artan döviz talebi

devam etmektedir. Buna bağlı olarak merkez bankası döviz rezervlerinde kayıplar sürmektedir. Merkez Bankası devam eden döviz talebini karşılamak için rezervlerinden döviz satışını sürdürmektedir. Merkez Bankasının swap hariç net rezervleri nisan ayı sonunda 16,4 milyar dolara kadar gerilemiştir. Bu seviye merkez bankası için de kritik bir noktaya gelmiştir. Döviz talebinin sürmesi halinde swap hariç net rezervlerin yeniden negatifte dönmesi olasılığı bulunmaktadır. Rezerv kaybı dezenflasyon programının da zayıflamasına yol açmaktadır. Nisan ve mayıs aylarında yüksek gelecek enflasyon rezerv kayıplarına yol açan döviz kuru artışlarından da destek alacaktır.

Rasyonel Ekonomi Politikaları İçin Gerekli Rasyonel Koşullar Ortadan Kalktı

Yaşanan finansal şoklara neden olan gelişmeler rasyonel ekonomi politikaları için gerekli rasyonel ortamı ortadan kaldırmıştır. Siyaset ve hukuk alanında yaşanan gelişmeler ile bu alanlarda önemli güven kaybı yaşanmaktadır. Bu da dezenflasyon programını olumsuz etkilemektedir. Merkez Bankası’nın aldığı tüm önlemlere rağmen dövize talep ve TL’de değer kaybı

sürmektedir. TL’de değer kaybını ve enflasyonu merkez bankası para politikasından çok siyasetteki gelişmeler belirleyecektir. Dezenflasyon programı ikinci kez önemli patinaj yapmıştır ve göstergeler 1 yıl öncesine kadar geri gitmiştir. Başta enflasyon olmak üzere faizlerde düşüş ve işlerde toparlanma beklentileri de ötelenmiştir. Reel sektörün artan ve uzayan sıkılaşmaya ne kadar daha dayanabileceği programın sürdürülebilirliğini belirleyecektir.

Ekonomi Yeni Siyasi Şokları Kaldıramaz

Dezenflasyon programı bundan sonra seçime kadar yeni finansal şoklar yaratılmaması üzerine büyük ölçüde TL’de değer kaybını önlemeye dönük olarak uygulanacaktır. Enflasyondaki düşüş zamana yayılacaktır. Böyle bir ortamda yeni siyasi krizlerin ve şokların yaşanması halinde TL’yi koruyacak gerekli döviz rezervi de kalmamıştır. Bu nedenle programın uygulanmasında en önemli risk yeni siyasi krizler olacaktır. Döviz rezervlerine bağlı olarak ekonomi yeni siyasi şokları kaldırmayacaktır.

MAYIS 2025 Ekonomi-Dış Politika-Siyaset Takvimi						
Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma	Cumartesi	Pazar
			1 TÜRKİYE, ÇİN, AB, ABD, JAPONYA NİSAN AYI PMI İSM İMALAT VERİLERİ	2 ABD NİSAN AYI İŞSİZLİK VERİSİ	3	4
5 TÜRKİYE NİSAN AYI TÜFE-ENFLASYON YURT İÇİ ÜFE VERİSİ	6	7 FED ABD MB FAİZ KARARI AVRUPA MART AYI PERAKENDE SATIŞ VERİSİ	8 BOE İNGİLTERE MB FAİZ KARARI	9 TÜRKİYE MART AYI SANAYİ ÜRETİM VERİSİ	10	11
12 TÜRKİYE MART AYI PERAKENDE SATIŞ VERİSİ	13 TÜRKİYE MART AYI CARİ AÇIK VERİSİ ABD NİSAN AYI TÜFE VERİSİ	14 15 Perşembe TÜRKİYE MART AYI İNŞAAT VE HİZMET ÜRETİM VERİSİ	15 ECB AVRUPA MB FAİZ KARARI ABD NİSAN AYI PERAKENDE SATIŞ VE SANAYİ ÜRETİM VE ÜFE VERİSİ AVRUPA MART AYI SANAYİ ÜRETİM VERİSİ	16 TÜRKİYE NİSAN AYI MOTORLU KARA TAŞIT SATIŞ VERİSİ TÜRKİYE NİSAN AYI KONUT SATIŞ VERİLERİ	17	18
19 AVRUPA NİSAN AYI TÜFE VERİSİ	20 TÜRKİYE MAYIS AYI TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ TÜRKİYE MART AYI KV DIŞ BORÇ VERİLERİ	21 İNGİLTERE NİSAN AYI TÜFE VERİSİ 22 Perşembe TCMB ENFLASYON RAPORU II	22 TÜRKİYE MAYIS AYI SEKTÖREL VE REEL KESİM GÜVEN ENDEKSLERİ TCMB MAYIS AYI KAPASİTE KULLANIM ORANI	23 TÜRKİYE OCAK-MART 1,Ç YAPI İZİN VERİLERİ	24	25
26	27	28 TÜRKİYE MAYIS AYI EKONOMİK GÜVEN ENDEKSİ	29 TÜRKİYE NİSAN AYI DIŞ TİCARET VERİLERİ 30 Cuma TCMB FİNANSAL İSTİKRAR RAPORU	30 TÜRKİYE 1.Ç BÜYÜME VERİSİ GSYİH TÜRKİYE NİSAN AYI İŞSİZLİK VERİSİ TÜRKİYE HAZİRAN AYI ENERJİ FİYATLARI	31	

Mali Göstergelerde Öngörüler

- **Türk Lirasında Değer Kaybı Baskısı Sürüyor**
- **Piyasa Faizleri İkinci Çeyrekte Yüksek Kalacak**
- **Emtia Fiyatlarında Sert Düşüşler**
- **ABD Dolarında Belirsizlik**

Türk Lirasında Değer Kaybı Baskısı Sürüyor

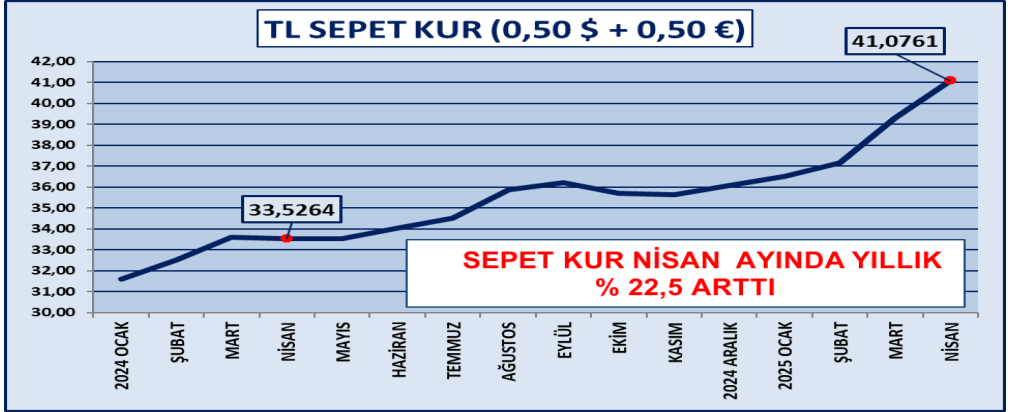
Finansal şokların en önemli sonucu TL'den kaçış ve döviz kurlarındaki artış olmuştur. 20 Mart günü TL sepet kur 43,32 seviyesine kadar çıkmıştır. Ardından alınan önlemler ile TL değer kaybının bir kısmını telafi etmiştir. Ancak nisan ayı genelinde alınan ilave sıkılaştırma önlemlerine rağmen TL'de değer kaybı sürmüştür. Sepet kur nisan ayını 41,21 seviyesinden kapatmıştır. TL'de değer kaybı yaz aylarında yavaşlayabilecektir. Bir sonraki seçimlere kadar TL üzerinde değer kaybı baskısı sürecektir. Merkez Bankasının TL'nin değer kaybını önlemeye dönük alacağı ilave sıkılaştırma önlemleri ise reel sektörün sıkıntılarını artıracaktır.

Türk Lirası Faizlerde Artış

İkiz finansal şok karşısında Türk lirası varlıklar önemli ölçüde değer kaybetmiştir. TL ve diğer TL varlıklarda değer kaybını sınırlamak için TCMB 3 kademeli önlemler almıştır. İkinci aşamada politika faizi yüzde 46'ya, gecelik borç verme faizi ise yüzde 49'a yükseltmiştir. TL'de değer kaybını önlemeye dönük faiz artışları mevduat ve özellikle kredi faizlerinde de sert artışlara neden olmaktadır. Yüksek kredi faiz oranları dövizde olan talep yavaşlayana kadar devam edecektir. Merkez Bankası faizleri daha da yükseltebilecektir. Ancak artan faizlerin siyasi desteği de bundan sonra sorgulanacaktır. Bu nedenle daha yüksek merkez bankası faizleri bundan sonra kolay olmayacaktır.

Emtia Fiyatlarında Yeni Düşüş Beklentileri

ABD'nin yüksek gümrük tarifelerinin dünya ekonomisinde önemli yavaşlamaya, mal ticaretinde ise daralmaya yol açacağı öngörülmektedir. Buna bağlı olarak emtiaya dönük talebin azalacağı beklenmektedir. Daha zayıf talep beklentileri ile emtia fiyatlarında da sert düşüşler yaşanmıştır. Dünya Bankası nisan ayında açıkladığı emtia piyasaları görünümü raporunda emtia fiyatlarının 2025 yılının geri kalanında yüzde 12,4, 2026 yılında ise yüzde 4,8 daha düşeceğini tahmin etmiştir. Enerji fiyatları 2025 yılının geri kalanında yüzde 17,4 ve 2026 yılında yüzde 5,9 daha düşecektir. Metal/cevher ve mineral fiyatları için ise düşüş beklentileri yüzde 10,0 ve yüzde 3,0'dür.



Reel Sektör ve İktisadi Faaliyetlerde Beklentiler

- **İktisadi Faaliyetlere İkiz Şok Etkisi**
- **İhracat Pazarlarında Tarife Belirsizliği**
- **Sanayide Daralma Sürüyor**
- **Reel Sektör İçin Zorlu Dönem**
- **Konkordatolarda Hızlı Artış**
- **Siyasi Gelişmeler Belirleyici Unsur Haline Geldi**

2025 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetler üç ana gelişmeden etkilenecektir. Bunlardan ilki dış pazar koşullarında yaşanan gelişmeler olacaktır. İkincisi içeride ikiz finansal şokların etkileri ve dezenflasyon programındaki ilave sıkılaştırmalar belirleyici olacaktır. Üçüncü unsur ise yurtdışı kaynaklı yeni finansal şoklar yaratabilecek siyasi gelişmelerdir. Yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetler beklentilerin altında bir seyir izleyecektir. Reel sektör için zorluklar aynen devam edecektir.

Reel sektör için iç ve dış talep koşulları en sıkıntılı dönemine girmiştir. Dış talep tarafında tarifelerin yarattığı belirsizlik 2 ay daha sürecektir. ABD'nin müzakerelerin tamamlanması için öngördüğü 9 Temmuz tarihi ile uygulanacak tarifeler netleşmiş olacaktır. Muhtemelen yeni tarifeler düzeninde Türkiye'nin avantajları daha çok olacaktır. Ancak ihracatçıların bu avantajları değerlendirmek için ihtiyaç duyduğu koşullar giderek bozulmaktadır. Mart ayında yaşanan finansal şokların iktisadi faaliyetlere bedeli ise 3 aşamalı ilave sıkılaştırma önlemleri sonucu iç talepte ilave daralma ve finansman maliyetlerinde artış olmuştur. İç talepte toparlanma beklentisi ötelenmiştir.

İlave sıkılaştırma önlemlerinin yavaşlatıcı etkisi en belirgin hali ile imalat sanayinde görülmüştür. 2023 haziran ayından itibaren uygulanan dezenflasyon programı iç talepte yavaşlama ve dengelenmeyi hedeflemektedir. Buna bağlı olarak o tarihten itibaren özellikle imalat sanayinde belirgin bir yavaşlama yaşanmaktadır. Ayrıca dış talep koşullarının da daralması ile imalat sanayinde yavaşlama daha kuvvetli hale gelmiştir. İstanbul Sanayi Odası satın alma yöneticileri endeksi verilerine göre imalat sanayinde daralma 12 ayı geride bırakmıştır. Mart ayında yaşanan finansal şoklar ve küresel pazarlardaki tarife savaşlarının da etkisi ile imalat sanayinde daralma 13. aya taşınmıştır. Finansal şoklar sonrası alınan ilave sıkılaştırma önlemleri ile imalat sanayinde daralma sürecinin uzayacağı görülmektedir. İmalat sanayinin bu daralmayı daha ne kadar sürdürebileceği ise belirsiz hale gelmiştir.

Dezenflasyon programının önceliği TL'de değer kaybının önlenmesine dönüştürülmüştür. Alınan sıkılaştırma önlemleri ile TL'de değer kaybı sınırlanmaya çalışılmaktadır. Bu öncelik ihracat

açısından rekabetçiliği sağlayacak kur seviyelerine ulaşılmasını veya yaklaşık olarak önemli bir süre daha engelleyecektir. Bu nedenle reel sektörde rekabet gücü ve mali yapı göstergeleri itibarıyla en sıkıntılı firmalar ihracatçı firmalar olmaya başlamıştır.

Perakende sektörü, inşaat-konut sektörü ile beyaz eşya, tüketici elektroniği ve mobilya sektörleri gibi dayanıklı tüketim mali sektörleri de talep yetersizliği sıkıntısı ile karşı karşıyadır. Artan kredi faiz oranları tüketim talebini de sınırlamaya devam edecektir. Yaz aylarında turizm ve geleneksel hizmetler sektörlerinde hareketlenme beklentisi ise sürmektedir.

Reel sektör için artan olumsuz koşullar konkordato ve iflas başvurularını artırmaktadır. Konkordato başvuruları ve kabul sayılarındaki hızlı artış iktisadi faaliyetlerin zincirlerini de gevşemesine neden olmaktadır. Bu nedenle tedarikçi ve müşterilerin mali durumlarının izlenmesi giderek daha önemli hale gelmektedir. Reel sektör firmalarının ilk çeyrek bilançolarında zararlar daha çok sayıdadır. Bu eğilim ikinci çeyrekte de devam edecektir. Bu süreçte finansal kaynaklara erişimin açık tutulabilmesi çok önemli olacaktır.

Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri

Sergül Sokak Saral Sitesi
C Blok Kat:3 Daire:10
Gayrettepe/İSTANBUL

TELEFON:
(212) 3528795

E-MAIL:
info@esdh.com.tr

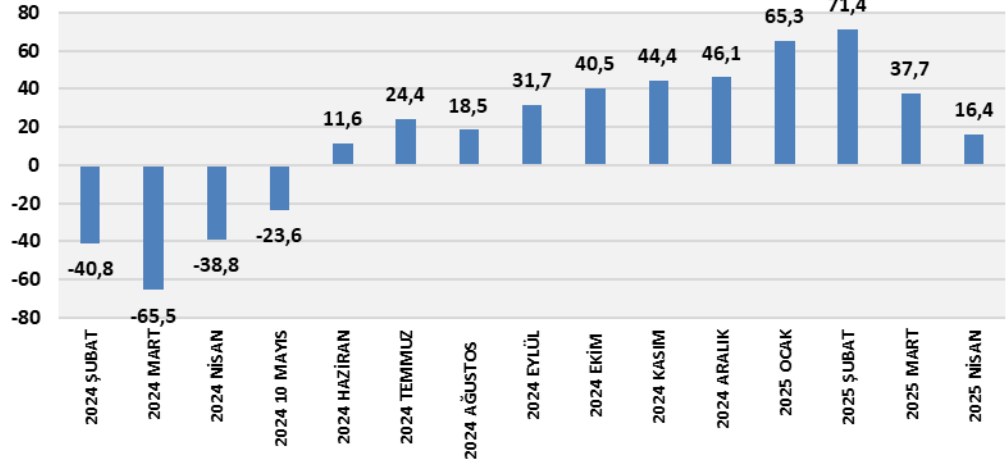


Web Adresi
www.esdh.com.tr

Dr.Can Fuat Gürleşel
can@esdh.com.tr

Bilgi Yönetimi DÖVİZ REZERVLERİ

TCMB SWAP HARIÇ NET REZERVLERİ MİLYAR DOLAR



- 2023 haziran ayından itibaren uygulanan rasyonel ekonomi politikaları ile dezenflasyon programının en önemli ve başarılı ayaklarından birini merkez bankasının döviz rezervlerindeki artış oluşturmaktadır. TCMB brüt ve net döviz rezervlerini arttırmış, swap hariç net rezervlerini de 71,4 milyar dolara kadar taşımıştır.
- 19 mart tarihinde yaşanan siyasi gelişmeler ardından TCMB döviz rezervlerinde sert düşüşler gerçekleşmiştir. Yüksek maliyetler ile toplanan rezervler kısa sürede azalmıştır. Swap hariç net rezervler 16,4 milyar dolara kadar inmiştir. Merkez Bankasının mevcut döviz rezervleri 19 mart benzeri şokların önlenmesi konusunda yeterli olamayacaktır.

TEMEL GÖSTERGELER

	AĞUSTOS	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK	OCAK	ŞUBAT	MART	NİSAN
Dolar/TL	33,9844	34,1825	34,2403	34,6417	35,3438	35,8274	36,4467	37,8337	38,4375
Euro/TL	37,7402	38,2402	37,1904	36,6131	36,8024	37,2130	37,8915	40,7753	43,7147
Euro/Dolar	1,1050	1,1137	1,0884	1,0579	1,0345	1,0361	1,0377	1,0828	1,1332
MB Politika Faizi %	50,00	50,00	50,00	50,00	47,50	45,00	45,00	42,50	46,00
Gösterge Tahvil Faizi %	42,10	39,52	42,95	40,77	40,56	38,16	38,20	49,10	46,89
TÜFE Yıllık %	51,97	49,38	48,58	47,09	44,38	42,12	39,05	38,10	37,86
Türkiye CDS 5Y	265,67	268,14	263,28	254,21	260,50	253,54	252,00	312,79	338,94
Cari Açık/Fazla Yıllık Milyon \$	-9,292	-9,084	-6,905	-7,094	-10,038	-11,762	-12,837		
Türkiye PMI	47,8	44,3	45,8	48,3	49,1	48,0	48,3	47,3	47,3
Toplam Krediler Milyar TL	14.630	15.006	15.136	15.453	16.046	16.368	16.859	17.627	18.344
Brent Petrol Varil Dolar	76,93	71,70	72,81	71,84	74,64	75,67	72,81	74,77	61,06
Dow Jones Endeksi	41.563	42.330	41.763	44.911	42.544	44,545	43,841	42,002	40.669
BIST-100 Endeksi	9.833	9.666	8,864	9.652	9.831	10.004	9.659	9.659	9.078