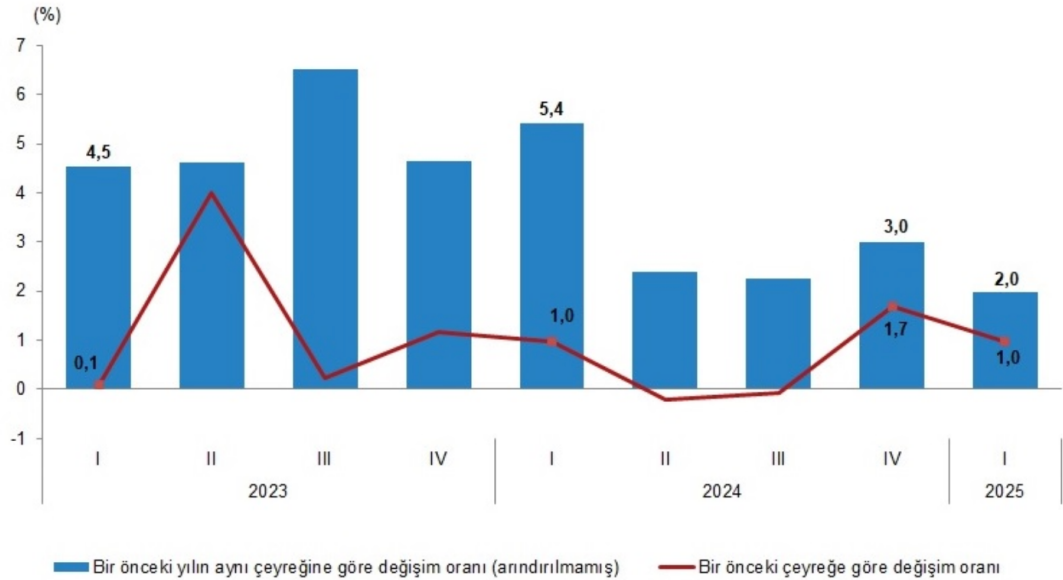


Haftanın son iş günündeyiz, sağlık ve huzur dolu bir gün dilerim.

Bugünün Ekonomi Gündemi: Büyüme Rakamları, İşsizlik ve Faiz Politikaları

- **1. Çeyrek Büyüme Verileri: İnşaat Lokomotif, Sanayi ve Tarım Daralmada** Bugün beklediğimiz en önemli veri olan **1. Çeyrek GSYİH büyümesi** açıklandı. 2025 yılının ilk çeyreğinde manşet GSYİH büyümesi geçen yılın aynı dönemine göre %2 artışla gerçekleşti. Bu veri beklentilerle paralel, herhangi bir sürpriz içermiyor. Ancak asıl önemli olan, verinin alt kırılımları: bir önceki çeyrekle kıyasladığımızda büyümenin %1 ile sınırlı kaldığını görüyoruz.

GSYH büyüme hızları, I. Çeyrek: Ocak-Mart, 2025



Büyümeye en yüksek katkıyı %7,3 ile **inşaat sektörü** yaparken, bunu %6,1 ile bilgi ve iletişim faaliyetleri izledi. Bize göre verinin en can alıcı noktası ise **küçülme yaşayan sektörler**: %2 ile tarım ve %1,8 ile sanayi sektörleri daralma yaşadı. Beslenmemizin kaynağı ve üretim gücümüzü gösteren her iki sektörde de daralma yaşanması düşündürücü. Manşet GSYİH büyümesi pozitif gelse de, **tarım ve sanayideki bu daralmayı ülke adına toplam bir refah kaybı olarak okuyoruz**. Üretmeyen ülkeler her zaman günün sonunda refah kaybı yaşarlar, bugün bunun en iyi örneğini ABD ekonomisinde görüyoruz.

Diğer önemli bir alt veriye baktığımızda ise 1. Çeyrekte mal ve hizmet ihracatının %0,01 büyüme ile neredeyse yerinde sayarken, bunların ithalatının %3 büyüme gösterdiğini görüyoruz. Bir yıldır **değerli TL'nin üretim ve dış ticaretimiz üzerinde kaçınılmaz olarak olumsuz bir etkisi olacağını** belirtiyorduk, öngörülerimize paralel verileri almaya devam ediyoruz. Enflasyonla mücadele adına uygulanan değerli TL politikasına rağmen maalesef enflasyonu halen yıllık %38, MB fonlama faizini ise %49'da görüyoruz. O zaman biz bu bedelleri sanayici ve tüketici olarak neden ödüyoruz?

Büyüme verisiyle ilgili son olarak, işgücü ödemelerinin bu yılın ilk çeyreğinde toplam GSYİH içinde %43,7 pay alarak geçen yılın aynı dönemindeki %41,7 seviyesine göre artış kaydettiğini belirtelim. Buradaki tezat ise, işgücü maliyeti toplam harcamalar içinde artış göstermesine rağmen **çalışanların refahının gerilemesi**. Uzun zamandır sanayicinin artan maliyetlere rağmen döviz kurlarındaki baskılanma nedeniyle pazar kaybı yaşadığına dair serzenişlerini duyuyoruz. Özellikle hazır giyim, ayakkabı gibi emek yoğun sektörler, bu maliyet artışlarından dolayı (karşılığında ihracatlarını aynı ölçüde artıramadıkları için) başta Mısır olmak üzere iş yerlerini emek maliyetinin daha ucuz olduğu ülkelere taşıdılar. Geçtiğimiz günlerde Mısır'dan yapılan ayakkabı ithalatının 1400 katlık artış gösterdiğine dair haberin arkasındaki matematik de bunu göstermekte. Üreticilerimiz yurtiçi pazar için dahi üretimlerini yurtdışında yaparak ülkemize ihraç etmekte. Bunu ekonomi rasyonalitesiyle açıklamak mümkün değil.

- **İşsizlik İstatistikleri: Geniş Tanımlı İşsizlik Hızla Yükseliyor** TÜİK'in bugün açıkladığı 2. önemli veri ise işgücü istatistikleri oldu. Nisan ayında manşet işsizlik oranı 0,6 puanlık artışla %8,6'ya yükseldi. Biz bu veriyi vermekle birlikte, analiz ve değerlendirmelerimizde dikkate almıyoruz, zira bu veri çok kısıtlı kriterlere göre belirlenen bir istatistiğe dayanıyor. Bizim dikkate aldığımız **geniş tanımlı işsizlik oranı ise (atıl işgücü oranı) Nisan'da önceki aya göre önemli sayılabilecek bir oran ile 3,4 puanlık artış göstererek %32,2'ye yükseldi**. Türkiye'de gerçek işsizlik oranı yaklaşık bu seviyelerde ve Nisan'daki artış hızından da teyit ettiğimiz üzere hızla yükselmekte. Vestel'in 2 bin kişilik işten çıkarma haberleriyle örtüştürdüğümüzde, **gerçek işsizlik ivmesinin önemli seviyede yukarıya gittiğini** görüyoruz. Biz her açıklama döneminde olduğu gibi bu veri sunumunda da cinsiyetlere göre iş gücüne katılım oranına bakıyoruz. Nisan ayında toplam işgücüne katılım oranı %53,4 olurken (gelişmiş ülkelerde %70 etrafında yoğunlaşmakta) erkeklerde işgücüne katılım oranı %70,9, kadınlarda ise %36,4 oldu. Hemen hemen her ay kadınların işgücüne katılım oranında artış görmemiz sevindirici bir gelişmeyken, bu oranın çok düşük olması ise üzücü. Kadınların işgücünün içinde olmadığı hiçbir sanayileşmiş refah ülkesi yoktur.
-

- **TCMB Faiz Patikası: Faiz İndirimi Baskısı Artıyor** Bültenimizin ilk kısmını bu iki veriye dayanarak TCMB faiz patikasına ilişkin öngörümüzü paylaşarak sonlandıralım. Çünkü bültenimizde MB'dan faiz indirimi Temmuz'da beklediğimizi, ancak Haziran'da gelebilecek bir indirimi de ihtimal dahilinde değerlendirmiştik. Önümüzdeki hafta açıklanacak olan Mayıs enflasyon rakamının %2 civarında olacağına dair piyasa beklentisiyle 1. Çeyrek GSYİH büyüme ve işsizlik verisini de birlikte değerlendirdiğimizde **MB üzerindeki faiz indirimi baskısının arttığını rahatlıkla söyleyebiliriz**.

Uyguladığımız çok sıkı para politikası maliye politikası ile yeteri kadar desteklenmediği için hedeflenen enflasyon düşüşü gerçekleşmezken, aynı anda hem sanayi üretimini kaybediyor hem de işsizliği patlatıyoruz. **Bu politikanın yerindeliği konusunda ciddi şüphelerimiz var**. Enflasyonla mücadele her zaman şok tedavi şeklinde olmalıdır: faizler hızla yükseltilir ve piyasa talebi kısılarak enflasyon düşürülür, buna devlet harcamalarındaki önemli kesintiler de eşlik eder, Arjantin'in yaptığı gibi. Ancak biz eski TCMB Başkanı Sn. Hafize Erkan döneminde faiz artışlarına tedrici ve yavaş başladık.

Faizlerin olması gereken seviyeye çıkması çok uzun sürdü, haliyle piyasayı yavaşlatma ve enflasyonu düşüreceğine dair inandırıcılığı yara aldı. Halen bizim de içinde olduğumuz piyasanın geneli benzer düşünce içerisinde.

Biz 2 yıldır uygulanmakta olan dezenflasyon politikasının hatalı olduğunu düşünüyor ve çıktılarında da bunu teyit edebiliyoruz. Reel sektörün iyice boğulduğu ve sanayinin adeta varoluş mücadelesi verdiği dönemde, geniş bir kitle bu şikayetlerini hükümet yetkililerine iletiyor. Geçtiğimiz hafta açıklanan KGF kredilerine dair hazırlık süreci de (piyasada önemli seviyede bir etkisi olmayacaktır) bu şikayetlerin bir karşılığı mahiyetinde.

Haziran ayında MB'dan bir faiz indirim kararı gelmesine daha fazla ihtimal vermeye başladığımızı belirtmek isteriz. Yanı sıra, gelebilecek 250-500bp (%2,50-5) aralığındaki bir faiz indiriminde dahi piyasa faizi yüksek seviyelerde kalmaya devam edecektir. Geçtiğimiz bültenlerimizde TCMB'nin faiz politikasının artık temel görevi olan fiyat istikrarını sağlamak (enflasyonla mücadele) yerine, kendisine örtülü olarak tebliğ edilen döviz kurlarında stabilite sağlamaya evrildiğini belirtmiştik. Bu nedenle Haziran'da olası bir faiz indirimi için önümüzdeki hafta açıklanacak olan Mayıs ayı enflasyon verisi kadar (bizce daha da fazla olarak) TCMB rezerv seviyesinin etkili olacağını düşünüyoruz. TCMB rezervlerini 19 Mart'tan sonraki kayıplarını telafi etmeye devam ediyor.

Bugünün Ekonomi Gündemi: Ticaret Savaşları, Sahte Döviz, Yatırım Teşvikleri ve Kredi Dinamikleri

- **ABD Ticaret Mahkemesi Kararı ve Trump: Ticaret Savaşları Devam Ediyor** Dünkü bültenimizde ABD Uluslararası Ticaret Mahkemesi'nin, Trump'ın uyguladığı genel gümrük tarifelerindeki artışları yetki aşımı nedeniyle iptal ettiğini ve Başkanlığın 10 gün içinde yeni bir kararname çıkarması gerektiğini belirtmiştik. Ancak bu karardan saatler sonra **Başkan Trump, kararı yüksek temyiz mahkemesine taşıdı ve yüksek mahkeme ticaret mahkemesinin kararını iptal etti.** Böylece günün sonunda yine aynı noktaya dönmüş olduk. **Ticaret savaşlarının uzun yıllar devam edeceğine dair görüşümüzü koruyor ve bu nedenle küresel piyasalarda önümüzdeki günlerde sert dalgalanmalar göreceğimizi düşünüyoruz.** Firmalarımızın küresel ticaret dinamiklerini yakından takip etmesi ve olası risklere karşı pozisyonlarını gözden geçirmesi kritik önem taşıyor.
 - **İstanbul'da Büyük Sahte Döviz Operasyonu: Dikkatli Olun!** Güvenlik ekiplerinin düzenlediği operasyonla İstanbul'da **4,5 milyar TL değerinde (100 milyon dolardan fazla) sahte döviz ele geçirildi.** Döviz cinsleri hakkında ayrıntılı bilgimiz olmasa da, işlerinin gereği efektif (nakit döviz) ödeme ve tahsilatı yapan paydaşlarımızın **işlemlerin her aşamasında güvenlik kontrollerini artırmalarını öneriyoruz.** Bu tür olaylar, nakit döviz işlemlerinde ekstra dikkatli olunması gerektiğini bir kez daha gösteriyor.
-

- **Yatırım Teşvik Sistemi Yeniden Yapılandırıldı: Yeni Yatırım Fırsatları!** Resmi Gazete'de bugün yayımlanan karar ile **yatırım teşvik sistemi değiştirildi**. Yeni sisteme göre, sosyo-ekonomik gelişmişlik düzeyine göre iller 6 bölgeye ayrıldı. Her bir bölgeye özel şartlar söz konusu olmakla birlikte; **sigorta işveren payı desteğinden faiz desteğine, KDV muafiyetinden gümrük vergisi istisnasına ve vergi indirimine kadar çeşitli teşvikler sunuluyor**. Firmalarımızın yeni ve **tevzi yatırımlarına (kapasite kullanımını artırmaya yönelik)** başlamadan önce mutlaka yeni yatırım teşvik sistemini detaylıca inceleyerek gerekli başvuruları yapmalarını şiddetle öneriyoruz. Bu teşvikler, yatırım maliyetlerini önemli ölçüde düşürerek rekabet avantajı sağlayabilir.

-
- **Kredi Piyasasında Dikkat Çeken Fark: Tüketici Kredileri Hızla Artıyor!** TCMB verilerine göre, ticari krediler 13 haftalık yıllıklandırılmış ortalamaya göre geçen hafta yalnızca %0,35 artış gösterirken (kur etkisinden arındırılmış olarak), **tüketici kredileri aynı kriterlere göre geçen hafta %6,6'lık önemli bir artış kaydetti**. Bu durum, ticaret ve sanayideki yavaşlamaya bağlı olarak ticari kredilerde ciddi bir yavaşlama görülürken, **tüketicinin geçimini bireysel krediler ve kredi kartlarıyla sağlar hale geldiğini** gösteriyor. Tüketici kredilerinin bankalar arasında %4,50 - %5,70 arasında değiştiğini, bu oranlara BSMV ve KKDF de eklendiğinde **bileşik faizin yıllık %90 seviyelerinde oluştuğunu** görüyoruz. Tüketici kredilerindeki bu hızlı artış ve yüksek maliyet, hanehalkı borçluluğu açısından dikkatle izlenmelidir.

Türk-İş Açlık ve Yoksulluk Sınırı: Enflasyonun Yıkıcı Etkisi

Türk-İş Mayıs ayına ilişkin açlık ve yoksulluk sınırı verilerini açıkladı. Buna göre, Ankara'da yaşayan 4 kişilik bir ailenin sağlıklı ve dengeli beslenmesi için gereken gıda tutarı önceki aya göre yaklaşık bin lira artarak **25.092 TL'ye ulaştı**. Bu rakam **asgari ücretin yaklaşık 3 bin TL üzerinde!**

Gıda harcamasının yanına kira, ulaşım ve diğer masrafları da eklediğimizde, 4 kişilik bir ailenin **yoksulluk sınırı ise 81.734 TL olarak açıklandı, asgari ücretin yaklaşık 3,7 katına denk geliyor**.

Dünkü bültenimizde 1. Çeyrek büyüme verilerine dair işgücü harcamalarının GSYİH içinde oransal olarak artış göstermesine rağmen çalışanların refahının yükselmediğini dile getirmiştik. Bu son verilerle de bir kez daha görüyoruz ki, yükselen enflasyonun sayısız zararından biri de alım gücünün erimesi ve gelir dağılımındaki adaletsizliğin derinleşmesidir.

•