



10 BİNİ AŞKIN GİRİŞİME 106 MİLYAR TL AR-GE TEŞVİĞİ



TÜİK verilerine göre, geçen yıl 10 bin 569 girişim, 105.9 milyar TL Ar-Ge teşviğinden yararlandı. 10 bin 569 girişimin yüzde 87.3'ünün KOBİ olduğu görüldü. Ar-Ge faaliyetlerine yönelik toplam vergi teşviği 2023'ten 2024'e yüzde 78.6 yükseldi. Beyan edilen Ar-Ge harcamalarına göre sağlanan dolaylı Ar-Ge teşviklerinin yüzde 51'i, gelir vergisi stopaj desteği olarak öne çıktı. Söz konusu desteklerden en çok yararlanan sektör bilgi ve iletişim olurken bunu imalat **sanayi** takip etti.

EKONOMİ SERVİSİ

TÜRKİYE İstatistik Kurumu (TÜİK) 2024'e ilişkin Dolaylı Ar-Ge Teşvikleri verilerini açıkladı. Buna göre, Ar-Ge faaliyetlerine yönelik toplam vergi teşviği 2023'te 59 milyar 332 milyon TL iken 2024'te yüzde 78.6 artış göstererek 105 milyar 977 milyon TL'ye yükseldi. Ar-Ge faaliyetlerine yönelik vergi teşviklerinden yararlanan girişim sayısı ise 2024 yılında 10 bin 569 oldu. Ar-Ge faaliyetlerine yönelik vergi teşviklerinden yararlanan girişim sayısının 2024'te 10 bin 569 olduğu belirtildi.

54 MİLYAR TL'Sİ 'GELİR' DESTEĞİ

Dolaylı Ar-Ge teşviklerinden yararlanan girişimler, 53 milyar 926 milyon TL ile en fazla gelir vergisi stopaj teşviği desteğinden faydalandı. Bu vergi desteğini sırasıyla 50 milyar 552 milyon TL kurumlar vergisi, 1 milyar 399 milyon TL ile gelir vergisi desteği, 99 milyon TL ile katma değer vergisi (KDV) desteği izledi. Beyan edilen Ar-Ge harcamalarına göre sağlanan dolaylı Ar-Ge teşviklerinin yüzde 49.1'inin kurumlar vergisi, gelir vergisi ve KDV'den; yüzde 50.9'unun ise gelir vergisi stopaj desteğinden geldiği görüldü.

BİLGİ VE İLETİŞİM İLK SIRADA

TÜİK verilerinde Ar-Ge teşviklerinin detayları madde madde şu şekilde: Teşviklerden yararlanmak için beyanname veren girişimler ana faaliyetler göre incelendiğinde ilk üç sırayı, 5 bin 548 ile bilgi ve iletişim, 2 bin 310 ile imalat **sanayi** ve ve bin 494 ile mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler aldı. Girişimlerin destekten yararlanmak için beyan ettikleri Ar-Ge harcama tutarı 215 milyar 827 milyon TL.

YARARLANANLARIN YÜZDE 87.3'Ü KOBİ

TÜİK verilerine göre, dolaylı Ar-Ge teşviklerinden yararlanan girişimler büyüklük gruplarına göre ele alındığında, 10 bin 569 girişimin yüzde 87.3'ünün küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ) olduğu görüldü. Girişim sayısı bakımından Ar-Ge teşviklerinden yararlanan büyük ölçekli girişimlerin payı yüzde 12.7 iken bu girişimler dolaylı Ar-Ge teşviklerinin yüzde 65.7'sinden yararlandı.

KOBİ'lerin dolaylı Ar-Ge teşviklerinden yararlanma oranı yüzde 34.3 oldu. Büyüklük gruplarına göre incelendiğinde, KOBİ'lere sağlanan 36 milyar 399 milyon TL dolaylı Ar-Ge teşvik miktarının yüzde 50.8'inin orta ölçekli, yüzde 39.6'sının küçük ölçekli ve yüzde 9.6'sının ise mikro ölçekli girişimlere sağlandığı gözlemlendi.



olarak hesaplandı.

Beyan edilen harcama tutarlarında bilgi ve iletişim yüzde 46.4 ile en büyük paya sahip olurken, bu sektörü yüzde 39.4 ile imalat **sanayi**, yüzde 4.6 ile mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler izledi.

Ana faaliyeti imalat **sanayi** olan girişimlerde 85 milyar 56 milyon TL olan tutarın yüzde 41.1'inin motorlu kara taşıtı, treyler (römork) ve yan treyler (yan römork) imalatı, diğer ulaşım araçlarının imalatında, yüzde 22.8'inin bilgisayarların, elektronik ve optik ürünlerin imalatında, yüzde 10.8'inin ise elektrikli teçhizat imalatında faaliyet gösteren girişimler tarafından beyan edildiği görüldü.

Dolaylı Ar-Ge teşvikleri girişimlerin ana faaliyet alanlarına göre analiz edildiğinde, 105 milyar 977 milyon TL olan tutarın yüzde 48.4'ünün bilgi ve iletişim, yüzde 36.3'ünün imalat **sanayi**nde, yüzde 5.3'ünün ise mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetlerde faaliyet gösteren girişimlere ait olduğu gözlemlendi.

EN YÜKSEK PAY DÜŞÜK TEKNOLOJİNİN

İSTANBUL Sanayi Odası (İSO) tarafından hazırlanan 'Türkiye'nin 500 Büyük **Sanayi** Kuruluşu 2024' araştırmasına göre de 2023'te 30.6 milyar lira olan Ar-Ge harcamaları 2024'te yüzde 98.4 artarak 60.7 milyar liraya yükseldi. **İSO** araştırmasına göre, 2023'te yüzde 0.48 olan Ar-Ge harcamalarının üretimden satışlara oranı, 2024'te yüzde 0.7'ye yükselerek, ölçüm yapılan yıllar içindeki en yüksek orana ulaştı. Araştırmaya göre, Ar-Ge harcaması yapan kuruluş sayısı 2013-2018 döneminde kayda değer bir artış sergilerken, 2017'de ilk kez firmaların yarından fazlası Ar-Ge faaliyeti gerçekleştirdi. Söz konusu sayı 2018'de 276 ile tarihi zirveye ulaştıktan sonra izleyen dört yılda düşüş eğilimi göstererek 2022'de 260'a geriledi. 2023'te 265'e yükselen firma sayısı, 2024'te de 265 olarak kaldı. Teknoloji alanında yaratılan katma değere de değinilen araştırmada, 2024'te yaratılan katma değer içerisinde en yüksek payı 5.9 puanlık artışla yüzde 34.6'ya ulaşan düşük teknoloji yoğunluklu sektörler aldı. Orta-düşük teknoloji sektörlerinin en yüksek payı aldığı 2023'ten farklı olarak 2024'te düşük teknoloji yoğunluklu sektörler öne geçti. Aynı dönemde orta-düşük teknoloji yoğunluklu sektörlerin payı ise 2.5 puan azalarak yüzde 31.4 oldu. Orta-yüksek teknoloji **sanayi**ler grubunun brüt katma değerdeki payı 3.6 puanlık düşüşle yüzde 26.7'ye gerilerken, yüksek teknoloji yoğunluklu **sanayi**ler grubunun payının ise 0.3 puanlık artışla yüzde 7.4'e yükseldiği görüldü.

Görmeyeli ne büyümüşsün Türkiye...

Türkiye %4.8 büyüdü ama refah eşitsizliği derinleşiyor: Dar bir azınlığın geliri artıyor, milyonlar için hayat pahalılaşıyor. Ücretlinin payı düşerken, tüketici fiyatları ve kira artışları halkın alım gücünü zorluyor. Büyümenin getirdiği kazanç, geniş toplum kesimlerine ulaşmıyor; orta sınıf eriyor

Büyüme rakamları parlak gözükse de sokaktaki gerçek farklı: Enflasyon ve borç yükü halkı ezmeye devam ediyor. Sanayide ve üretken sektörlerde canlanma sınırlı, büyümenin omurgası kırılan. Mevcut tablo, resmi verilerle halkın hayatı arasındaki uçurumu net biçimde ortaya koyuyor



Özge Öner

Ekonomi doçenti, Cambridge Üniversitesi'nde öğretim üyesi.

Bir ekonomide büyüme rakamı yükselirken emeğin payı azalıyor, alım gücü eriyor ve eşitsizlik derinleşirse, o büyüme refah değil fakirleşme üretir. Türkiye'de ekonomi yönetimi ise büyüme rakamlarını açıklarken sadece bir zafer marşı çalıyor. TÜİK'in ikinci çeyrek büyümesi yıllık bazda %4.8 olarak açıklandı. Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek "Yıllık büyümedeki artışla birlikte deflasyonun sürmesi uygulama programın başarısını ortaya koyuyor" diyor. Cumhurbaşkanı Erdoğan ise çitay büyümesini "Kısa baki büyüme muhtemelen bu seneye Dünya Bankası tamına göre üst gelir ülkeleri grubuna girmiş olduk" diye açıkladı. Ülkemizin kişi başı milli gelirle sınıf atlayacak" açıklamasını yapıyor. Çalışma Bakanı Vedat Işıkhan durur mu? O da işsizliğin oranının 27'ye kadar inmesi seyreptirmesi referansla kutlamaya katılıyor. Sizin anlayacağınız iktisadi ahalimizde dair müspet havadisinler ardı arkası kesilmiyor.

Yukarıdan bakıldığında bu tablo "istikrar" diye sunuluyor. Ama konuştüğümüz herkes "Bizim bu büyümeden neden habersiz olmadık?" diye soruyor. Zira pazarla filisini dolduramayan, kirayı ödeyemeyen, ay sonunu getiremeyen milyonlar için bu büyüme bir marş değil, fonda çalan gürültüden ibaret.

Büyümenin anatomisi: Kağıt üstünde güzel, gerçekte yalpalayan...

İkinci çeyreğin büyüme tablosunun içine girdiğimizde karşımıza çıkan manzara alışıldık bir hikayeyi hatırlatıyor. En hızlı artışı yine inşaat sektörü göstermiş yüzde 10.9'luk büyüme ile. Bu bize uzun süredir değişmeyen büyüme reçetesi bir kez daha hatırlatıyor.

Biraz ucuz kredi, biraz kamu garantisi, biraz da büyük ölçekli altyapı yatırımıyla beton ekonomi rakamları yukan taşıyor. Ancak bu tür bir ivme ekonomide kalıcı verimlilik kazandırmıyor.

Kaldı ki deprem sonrası yeniden yapı süreci beklenen

daha geç devreye girdi. İktisadi ve siyasi kntler yüzünden yeniden ev yapımı süreci taahhüt edilenden daha geç başladı. İkinci çeyrekte görülen inşaat ivmesini bu yüzden sıradan bir piyasa hareketi olarak okumak doğru değil. Daha çok gecikmiş kamu yatırımlarının ve afet bölgesindeki özel seferberliğin yansımasıyla karşı karşıyayız. Türkiye Muteahhitler Birliği'nin verileri bu tabloyu doğruluyor. 6 Şubat depremlerinin hemen ardından, 2023 Şubat ayında sektörde ücretli çalışan sayısı 1.5 milyon düzeyindeyken, 2024 Eylül'ünde bu sayı 1 milyon 877 bine çıktı. Yani yaklaşık yüzde 25'lik bir artış söz konusu. Bu artış bir piyasa sinyali olmaktan çok, olağanüstü koşulların sonucudur. Deprem olmasaydı inşaat sektöründe nasıl bir seyir görürdük? Bunun cevabı için deprem bölgesi dışındaki konut arzı ve üretim eğilimlerine bakmak gerekiyor. TÜİK'in yapı ruhsatı ve yapı kullanma izin belgeleri verileri, büyük şehirlerde konut üretiminde 2023 ve 2024'te keskin bir ivmelenme olmadığını, hatta bazı bölgelerde artış sınırlı kaldığını gösteriyor. Yani inşaatla gözlenen büyüme, büyük ölçüde deprem bölgesine yönelik yatırımların ve kamu desteği konut programlarının ürünü. Diğer bölgelerdeki konut üretimindeki durağanlık, bu büyümenin piyasa temelli değil, olağanüstü koşulların sonucu olduğuna işaret ediyor. Dolayısıyla inşaat kalemindeki çift haneli artışı ekonomik dinamizmin doğal bir göstergesi olarak değil, afet sonrası gecikmiş yatırımların istatistiklere yansımaları olarak okumak gerekiyor.

Sanayi cephesine baktığımızda da "Artık üretim canlandı, kriz geride kaldı" diye bir heyecana kapılmak akıllıca değil. Resmi olarak %2.1 büyümesi %6.1 görünüyor ancak bu verinin sahaya yansımadığını anlamak için önce göstergelere bakmak önemli. Çünkü sahadaki nabız daha mütereddit. Merkez Bankası'nın ağustos bültenine göre mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış kapasite kullanımı oranı (KKO-MA) %73.6, bir önceki aya göre 0.5 puan aşağıda. Mal grupları kırılımında yatırım malları %68.1 ile en zayıf halka; ara malları %72.5, dayanıklı tüketim %70.3; dayanıksız tüketim %72.1. Alt sektörlerde resim daha da net: Motorlu kara taşıtlarında %64.9, makine ve ekipmanda %66.4, elektroniğe %68.4, tekstilde %68.5. Buna karşılık tüketimde %85.9, kıyıda



%84.3 gibi görece yüksek oranlar var; ama bunlar **sanayinin** teknoloji ve yatırım kapasitesini temsil eden omurgayı ikame etmiyor. Bu tablo geniş tabanlı üretim canlanmasından ziyade, daralmayı sınırlayan cepeleri işaret ediyor.

Önce anketler de aynı dili konuşuyor. ISO Türkiye İmalat PMI temmuzda 45.9 ile belirgin daralma bölgesindeydi, ağustosta 47.3'e toparlandı fakat hâlâ 50 eşiğinin altında, yani faaliyet koşulları zayıf. Peki bu kadar sık sık bir konjonktürde **sanayide** büyüme rakamları nasıl yüksek çıkıyor? Bunun birkaç açıklaması var. Fiyat kaynaklı katma değeri bunlardan ilki. GSYH hesaplarında **sanayi** katma değeri reel hale getirilerek kullanılan deflatörler, enerji ve ara mali fiyatlarındaki oymaklı nedeniyle optik olarak yukan çıkabiliyor. Yani üretim hacmi artmasa bile fiyatların etkisiyle "katma değer" şişiyor. Hakeza fiyat gücüyle telifi de dikkate alınmalı. KKO'Nun dışı, PMI'nın 50'nin altında olduğu bir ortamda ayakta kalan firmalar, hacim kayıplarını fiyatlarını yukan çekerek telafi ediyor. Böylece bandın hızına rağmen kağıt üzerindeki değer yüksek görünüyor. Bir diğer husus ise stok çevirimi. PMI anketlerinde firmaların son aylarda siparişlerin azalmasıyla birlikte üretimi kısmaya başladıkları, buna paralel olarak da ellerindeki mevcut stokları eriterek satış yaptıkları görülüyor. Yani bantlarda üretim hızı düşük olsa bile, depolardan piyasaya ürün çıkıp sürdüğü için milli gelir hesaplarında katma değer canlanımsı gibi yansıyor. Bu durum da kısa süreli bir illüzyon yaratıyor; çünkü depodaki mal satıldığında gelir artışı kayda geçiyor, ama yeni üretim yapılmadığı için sürdürülebilir değil. Son olarak kompozisyon etkisini de dikkate almak lazım. Kapasite kullanımında asıl zayıf yatırım mallarında görünüyor; oran %68.1 ile düşük seviyede.

Bu, makine-teçhizat üretiminin, yani geleceğin **sanayi** kapasitesini besleyen omurganın daralmasını gösteriyor. Buna karşın tütün (%85.9) ve kâğıt (%84.3) gibi sektörler yüksek kapasiteyle çalışıyor. Ancak bunların ekonomi

medeki payı küçük, ayrıca stratejik olarak üretkenliği ileri taşıyan sektörler değiller. Dolayısıyla yüksek oranlı birkaç sektör, genel ortalamayı olduğundan canlı gösteriyor. **Sanayi** büyümesi böylece geniş tabanlı bir canlanmaya değil, ağırlıklı sınırlı cepelerin katkısına dayanıyor.

Özette, resmi GSYH tablosunda **sanayi** %6.1 büyümüş görünüyor, fakat önceki göstergeler zayıf. Bu çelişkinin açıklaması reel üretimde bir sıçrama değil, fiyatların ve stok çeviriminin yarattığı optik etki, tüketimde borçlanma, yatırımlarda beton ağırlığı, dış ticarete ise ithalat bağımlılığı... Rakam yukan bakıyor ama altı boşalıyor. Kağıt üzerinde koşan bir ekonomi var, fakat ayakta duran bir **sanayide** üretkenlik açığına, diğer dış dengelerin kırılacağına takılıyor.

Hizmetler tarafında %5.6'lık büyüme büyük ölçüde turizm katkısıyla gerçekleşti. Turist sayısında artış, konaklama ve yeme-içme hizmetlerini büyütürken, bu artış hane yazılırların yurttaş için ekşiye dönüyor. Büyük şehirlerde restoran fiyatları hızla yükseliyor, hizmetlerin büyümesi sokaktaki hayatı pahalılaştırıyor. Bilgi ve iletişim teknolojilerinde büyüme uzun süredir devam eden dijitalleşme trendinin, baz etkisinin ve teknoloji yatırımlarının birleşimiyle açıklanabilir.

Tamamı ise tablo karanlık. %3.5'lik daralma, sofradaki gerçeğin kısa özet. Üretim düşerken gıda fiyatlarını düşürmek mümkün değil. Bu da enflasyonu en yakıcı kanalımlar besliyor. Kamu hizmetlerindeki %1.2'lik küçülmeye de sosyal devletin geri çekildiğini gösteriyor; yük doğrudan hanelerin sırtına biniyor.

Harcama tarafında da hikaye aynı. Hane halkı tüketimi %5.1 arttı ama bu artış reel ücretlerdeki yükselişten değil borçlanmadan ve tasarruflardan emtisinden kaynaklanıyor. Kredi kartı borçlarının tarihi seviyelere çıkması bu kırılanağı doğruluyor. Üstelik enflasyon beklentileri hâlâ kırılmış değil. Koç Üniversitesi'nin Hane Halkı Enflasyon Beklentisi Anketi Ağustos 2024'te kadar olan 12 aylık dönemde enflasyon beklentisinin hala %59'da olduğunu söylüyor. Yani vatandaşın gözünde fiyatlar daha da yükselecek. Böyle bir ortamda yapılan harcama, kalıcı refahın değil, eriyen alım gücünün zoraki telifinin göstergesi oluyor. Yatırımlar %8.8 artmış görünüyor, ancak makine ve teçhizat

yatırımların gerileken, inşaatla yönelim sürüyor. Yani bugünün büyümesi yarının üretkenliğine dönüşmüyor. İhracat %1.7 artarken ithalat %8.8 yükseldi, net dış talep büyüme negatif katkı verdi. Ülke büyüyor ama bunu daha çok ithalat yaparak gerçekleştiriyor; bu da cari açığı ve dış kırılanağı artırıyor. Sonuç olarak, büyümenin beklentilerin üzerinde çıkmasının ardında sağlam bir üretim sıçraması yok. İnşaatın deprem sonrası seferberliği, **sanayide** fiyatların ve stok çeviriminin yarattığı optik etki, tüketimde borçlanma, yatırımlarda beton ağırlığı, dış ticarete ise ithalat bağımlılığı... Rakam yukan bakıyor ama altı boşalıyor.

Kağıt üzerinde koşan bir ekonomi var, fakat ayakta duran bir **sanayide** üretkenlik açığına, diğer dış dengelerin kırılacağına takılıyor.

Büyüme ve refah arasındaki kopuş

Bir ülkenin milli gelir rakamı yükselirken halkın refahı gerileyorsa, o büyüme yalnızca bir istatistiktir. Bu gerçeği ilk dile getirenlerden biri, milli gelir muhasebesinin kurucusu Simon Kuznets'tir. 1934'te ABD Kongresi'ne sunduğu raporda açıkça şunu yazmıştı: "Bir ulusun refahı, milli gelirin ölçülmesiyle ancak sınırlı biçimde anlaşılabilir." Yani GSYH, en basından beri ekonomik faaliyetlerin toplamını göstermek için tasarlanmıştır, toplumsal refahı ölçmek için değil.

Bu uyan 2009'da Stiglitz-Sen-Fitoussi Komisyonu tarafından sistematik bir rapora dönüştürüldü (Measurement of Economic Performance and Social Progress). Raporu girişinde çok sevdiğim net bir ifade yer alır: "Yanlış şey ölçüyorsak, yanlış şey yaparız." Bu cümle büyüme istatistiği ile refah arasındaki kopuşun politik makyajını anlatır. Komisyon GSYH'ye dayalı ölçümün çok temel noktasını teşhis etti:

1 Dağılımı dıslamasa. Milli gelir artabilir ama gelir eşitsizliği derinleşirse, refah geniş kesimlere ulaşmaz. Bu nedenle yalnızca kişi başına düşen ortalama gelir değil, median gelir ve gelir dağılımı göstergeleri de izlenmelidir.

2 Yaşam kalitesini göz ardı etmesi. İnsanların refahı, sadece tükettikleri miktardan değil; sağlık, eğitim, güvenlik, sosyal ilişkiler ve çevre kalitesinden de belirir.

3 Sürdürülebilirliği ölçmemesi. GSYH, doğal kaynak kaybını, çevresel yıkımı ya da borçlanmayı "pozitif katkı" gibi yazar; geleceğin refahını tüketip tüketmediğini göstermez.

Gerçek ilerleme, çıktının adil paylaşımı, yaşam kalitesinin yükselmesi ve sürdürülebilirliği güvence altına alınmasıyla mümkündür. Bu eleştiriler yalnızca akademik değil, uluslararası kurumların gündemine de girdi. OECD'nin "Beyond GDP" çerçevesi ve UNDP'nin İnsani Gelişim Endeksi aynı uyarı yapıyor: Büyüme tek başına refah demek değildir. Gerçek ilerleme, çıktının adil paylaşımı, yaşam kalitesinin yükselmesi ve sürdü-

rülebilirliğin güvence altına alınmasıyla mümkündür. Bugün kalkınma iktisadi da odağına salt büyümeye değil, çok insani kapasitelere kaydırmış durumda. UNDP'nin insani gelişme yaklaşımı, refahı uzun, sağlıklı ve yaratıcı bir yaşam sürme imkanlarıyla tanımlıyor. OECD'nin kapsayıcı büyüme çerçevesi büyümenin kalıcı olabilmesi için eşitsizliklerin daralmasını fırsatları erişimin gelişmesini şart koşuyor.

O yüzden asıl sorulması gereken soru, bu büyüme kimin büyümesi?

Resmi tablolar Türkiye'nin büyüdüğünü söylüyor söylemesi ne de, yine makro iktisadi rakamlar yukan bakarken, bölümün yokuşa aşağı yuvarlanıyor. TÜİK verilerine göre ücretlilerin milli gelirden aldığı pay %38.4'e geriledi, kar, faiz ve müttebebis gelirlerinin payı ise %40.2'ye çıktı. Yani milli gelir artıyor ama emeğin aldığı dilim küçülüyor, sermayenin payı büyüyor. Bu dağılım, "istikrar" diye sunulan hikayenin aslında kimin için yazıldığını faş ediyor.

Servet tarafında tablo daha da çarpıcı. BDDK verileri, bankalardaki mevduatların yaklaşık %78'inin nüfusun en zengin %1'inin elinde olduğunu gösteriyor. Yani büyümeden doğan yeni gelir ve servet, toplumun büyük çoğunluğuna değil, dar bir azınlığa yoğunlaşıyor. Rakam yukan çıkarken geniş kitleler için yoksulluğa derinleşiyor.

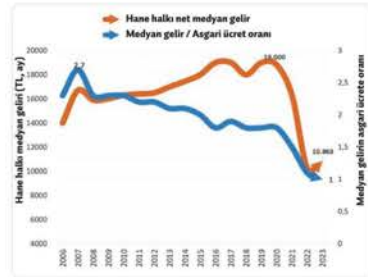
Bu eşitsizliğin etkisini, büyüme açıklamalarının hemen ardından gelen ağustos enflasyonu net biçimde ortaya koyuyor. TÜFE aylık %2.04, yıllık %32.95. Beklentisi %32.6 idi, yani fiyat artışları tahminlerin marjinal de olsa üzerinde gerçekleşti. Gıda fiyatları bir ayda %3 artışla, kira artışında tavan oranı %39.62. Dolayısıyla resmi büyüme rakamı pozitif ama hayat pahalılığı o büyüme yurttaşın cebinden siliyor.

Yani Türkiye'deki veriler bakiş geçiren literatürün bütün uyarılarını doğruluyor. GSYH %4.8 büyüyor ama ücret payı azalıyor, gıda ve barınma enflasyonu yükseliyor, hane halkı tüketimi borçlanma ve tasarruf eritilmesiyle atlatılıyor.

Daha da önemlisi, reel median gelir son yıllarda dramatik bir şekilde eridi. 2006'da nominal median gelir asgari ücretin 2.3 katıydı; 2007'de 2.7'ye kadar çıktı. 2021'de bu oran 1.8'e düştü, 2023'te ise 1.0 seviyesine geriledi. Yani ortalama bir hane artık asgari ücretinin ötesine geçemiyor; toplumun orta noktası aşağıya doğru kaymış durumda. Orta sınıfın milli gelirden aldığı pay da 2006'da %45 iken 2024'te %40.2'ye düştü. Aynı dönemde alt sınıfın payı %25.3'ten %23.3'e indi, üst sınıfın payı ise %29.8'den %36.5'e çıktı. Yani "orta derin" çökerek, büyümenin kaymağı yukanıya yoğunlaştı.

Bütün bunların üstüne dört kılgılık bir aile için açlık sınırı 19.926 TL, yoksulluk sınırı 61.417 TL seviyesindedir. Bugün milyonlarca hane açlık ile yoksulluk sınırı arasında sıkışmış durumda. Büyüme oranı %4.8 yazar ama refah göstergeleri geniş toplum kesimleri için yoksulluğa geçişi işaret ediyor.

Refah, çıktının ne kadar olduğundan çok nasıl paylaşıldığına bağlıdır. Bugün Türkiye'de büyüme ile refah arasındaki kopuş kırılmıştır. Bu yüzden büyüme istatistiği pozitif olsa bile, geniş halk kitleleri için büyüyen tek şey fakirleşmedir. •





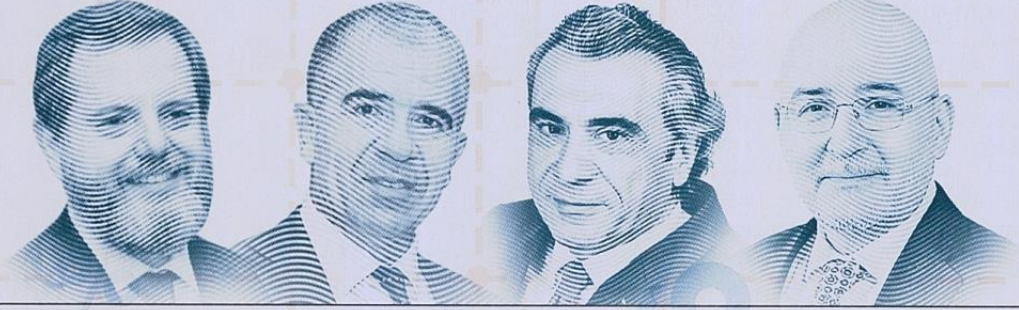
PY 19 Mart'ta piyasaları sallayan şok, 15 Eylül'de tekrarlanacak mı?

Eylül ayı kritik riskler barındırıyor...

Merkez Bankası 11 Eylül'de faiz kararını açıklayacak. Kesin gözüyle bakılan faiz indiriminin boyutu ne olacak? 15 Eylül'deki CHP Kurultay davası piyasaları nasıl etkileyebilir? 17 Eylül'deki Fed toplantısından nasıl bir karar çıkması bekleniyor? Ağustos ayını güçlü bir performansın arkasından gelen kar satışları ile kapatan dünya borsaları nasıl bir seyrir izleyecek? Vites büyüten Rusya-Ukrayna savaşı ve Suriye'de büyüyen jeopolitik riskler, içeride ve dışarıda piyasalar üzerinde ne kadar etkili olur?



Konjonktürel Sohbetler



Hakan Gldağ

Ali Ağaoğlu

Mete Belovacıklı

Hilmi Güvenal



Para piyasalarını yakından izleyenlerin, ekonomide olduğu gibi siyaset ve jeopolitik alandaki gidişatı değerlendirmelerine yardımcı olmak ve kararlarını alırken işlerini kolaylaştırmak için düzenlenen Konjonktürel Sohbetler'de eylül ayında yatırımcıları bekleyen riskler masaya yatırıldı. Hakan Gldağ'ın moderatörlüğünde, ekonomist ve finansal danışman Ali Ağaoğlu, iş insanı Hilmi Güvenal ve gazeteci yazar Mete Belovacıklı bu ay ve izleyen dönemde gündeme gelecek konuların, kritik önemde gelişmeye yol açaçağı konusunda hem fıkirdi.



HAKAN GÜLDAĞ: Ekonomiden karışık sinyaller geliyor. Bir yandan reel kesim güveni, az bir farkla da olsa yukarıya çıktı. Ama kapasite kullanımı yine düştü. Gebze'den, Çerkezköy'den sanayicilerle buluştumuzda, üretimin düştüğünü söylüyorlar. Cem Çakmaklı hocamızın analizlerine bakınca üçüncü çeyrekte büyüme beklentisi yüzde 5'in üzerine çıkıyor. Oysa şu anda organize sanayi bölgelerinde elektrik tüketiminde düşüş var. Örnekleri artırabilirim ama sözün özü sinyaller karışık geliyor. Bir eşikteyiz sanki. Önce, Hilmi Güvenal'a soracağım. Yönetim kurullarında neler konuşuluyor? Hangi konular öne çıkıyor?

HİLMİ GÜVENAL: Doğrusu ben de programa gelmeden önce bu ay katıldığım yönetim kurulu toplantılarında konuşulanları şöyle bir not almıştım. Enflasyon kaynaklı maliyet baskısı öne çıkıyor. Ve bunun fiyata yansıtılamaması...

GÜLDAĞ: Sanayici zam yapamıyor ürünlerine...

GÜVENAL: Fiyata yansıtılamamasından anlıyoruz ki dezenflasyonist dalga devam ediyor. Bugün maliyetlerini, en azından iki sene önce olduğu gibi yansıtmak mümkün görünmüyor. "Maliyetim arttı, fiyatı arttırayım, hep beraber enflasyonu pompalayalım" süreci durmuş gibi görünüyor. Sanayici enflasyon kaynaklı maliyet baskısından şikayet ediliyor. Çünkü artık maliyetini fiyata yansıtamıyor.

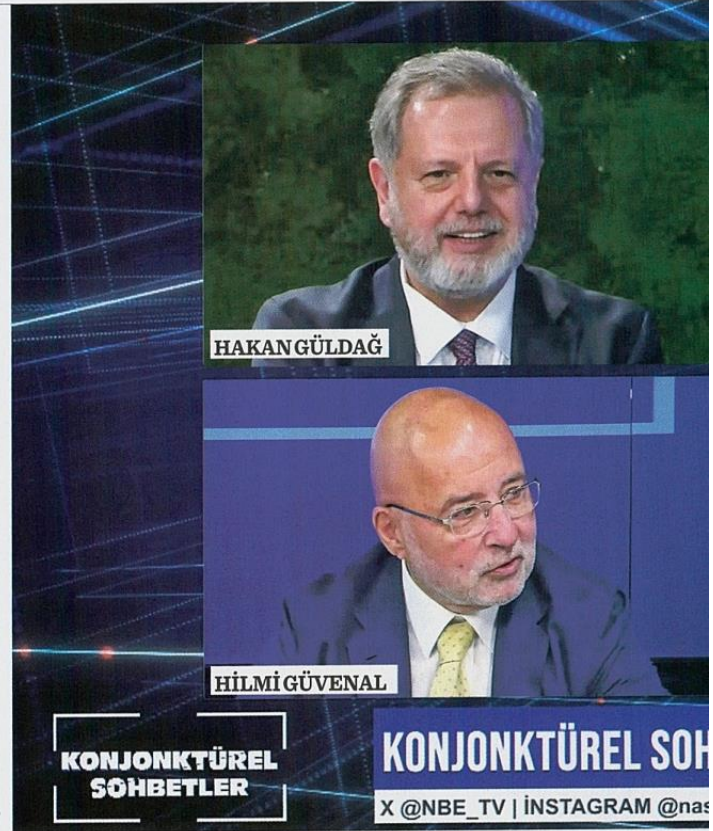
GÜLDAĞ: Konuştuğum bir inşaat firmasının yöneticisi, "şu sıra mal bulamamak diye bir derdimiz yok. Eskiden, 'aman hemen ödememizi yapalım da malsız kalmayalım, işler aksamasın' derken, şimdi istediğimiz zaman mala ulaşıyoruz. Üstelik fiyatı da daha çok biz belirliyoruz. 10 liralık kremitte 7,5 lira dediğimizde kimse itiraz etmiyor" diyordu.

GÜVENAL: Evet, dolayısıyla şu sıralar temel mallara zamlar oldukça düşük kalıyor. Kısıtlı kalmasında ücret zamlarının etkisi var. Bu konu da yönetim kurullarında hayli gündem oluyor. Bilhassa bankalar bir ara zam yaptı. Asgari ücrete yapılmadı. Ücret piyasasında son derece kaotik bir durum var. Bu da nitelikli iş gücüne erişim problemi ile iç içe geçen bir sorun. Doğru kişiye işe alabilmek için inanılmaz ücretlerin ödendiğini de görüyorum. Yönetici seviyesinde de değil. Usta seviyesinde, operatör seviyesinde... Nitelikli eleman için ücret artık asgari ücret çarpyı 3-4 olmuş.

GÜLDAĞ: EYT düzenlemesi de etkili oldu orada...

GÜVENAL: Gerek EYT gerekse de nüfusun yaşlanması, gençlerin sanayiye çalışmak istememesi gibi demografik, sosyolojik nedenlerle sanayi insan çekmekte zorlanıyor. Bu da sanayideki ücretleri yükseltiyor. Dolayısıyla asgari ücret yükselmedi diye bir taraftan konuşuyoruz ama sanayinin büyük bölümünün asgari ücretle ilgili kopmuş vaziyette. Artık sanayide asgari ücret sadece bir referans noktası. Yönetim kurullarındaki üçüncü önemli gündem ise nakit akışı problemi...

GÜLDAĞ: Nakit akış problemi, geçen hafta EKONOMİ gazetesinde Ferda Besli değiniyordu. Biliyorsunuz, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin 2025 ikinci çeyrek finansal tablolarının açıklanma süreci



tamamlandı. Geçen yıl ikinci çeyrekte 2 trilyon 676 milyar lira olan satışlar bu yıl ikinci çeyrekte 2 trilyon 509 milyar liraya gerilemiş. Sanayi nominal olarak da reel olarak da küçülüyor. Besli diyor ki; 2020 ile 2023 arasında şirketler ortalama yüzde 20 negatif faiz ödüyordu. 2024 ve bu yıl yaklaşık yüzde 20 reel faiz ödüyordu. Şirketler nakit akış baskısı altında...

GÜVENAL: Konjonktürel sohbetlerde, yılbaşında, yıl sonu için tahminlerimizi konuşmuştuk. Ben Merkez Bankası faizleri düşürse bile şirketlerin kredi maliyetleri düşmeyecek, daha geç düşecek demiştim. Bu gerçekleşiyor. Politika faizi 3 puan düştü ama ticari kredilerin faizleri öyle düşmedi. Şans Sohbetleri'ni de izledim. Önümüzdeki dönemde, yüksek faiz politikası bacağı biraz gevşeyecek ama sıkı para politikası devam ediyor. Zorunlu karşılıklarla oynanarak kredinin maliyetleri düşürülebilir ama bu kredi muslukları açılacak anlamına gelmiyor. Şu anda Merkez Bankası repo faizi başka çalışıyor, zorunlu karşılık başka. Yavaş yavaş bırakılması düşünülüyor olabilir. Bu ortamda nakit akışını yönetmek giderek zorlaşıyor.

GÜLDAĞ: Sanayinin ürettiği temel mallara bakınca orada enflasyon 20'li seviyelerde. Hizmetler tarafında ise 50'lerde. Aslında sanayi pek de kendisinin sebep olmadığı enflasyon ile mücadelede uygulanan yüksek faiz politikasının kurbanı oluyor gibi. Bu şirketlerin bilançolarını da bozuyor.

GÜVENAL: Türkiye'nin sanayileşmesinin temelini-

►GÜVENAL:

Bankalar bir ara zam yaptı. Asgari ücrete yapılmadı. Ücret piyasasında son derece kaotik bir durum var. Bu da nitelikli iş gücüne erişim problemi ile iç içe geçen bir sorun. Doğru kişiye işe alabilmek için inanılmaz ücretlerin ödendiğini de görüyorum. Yönetici seviyesinde de değil. Usta seviyesinde, operatör seviyesinde. Nitelikli eleman için ücret artık asgari ücret çarpyı 3-4 olmuş.



ALİ AĞAOĞLU

METE BELOVACIKLI

LER

onomi

►BELOVACIKLI

Terörsüz Türkiye konusunun, söylenenlerin aksine, deyim yerindeyse 'daha çok su kaldıracığı' görünüyor. Bugünden yanna somut bir şey çıkmayabilir. Fakat görüşmelerin sürmesi de gerekiyor. Dağdaki, ovadaki, ırmalı'daki, her taraf için de öyle. Bu grupların yurt dışındaki partnerleri açısından da... Gerekiyor ki bazı adımlar atılabilsin, zaman kazanılabilsin ve süreç yönetilebilsin.

de ucuz işgücü, ucuz enerji, vergi teşvikleri var. Bunlar azaldığı zaman yatırım ve girişimler çok zorlanıyor. Bu varsayımlarla kurulmuş işler zorlaşıyor. Teknolojisi ve kendini yenileyememiş şirketleri daha dezavantajlı konuma düşürüyor. Vergi şampiyonları listesine bakınca da görüyorsunuz...

GÜLDAĞ: Kurumlar tarafına bakınca vergiyi de sadece bankalar ödüyor gibi bir manzara var...

GÜVENAL: Bankalar da esasında ödemesi gereken çok daha fazla vergi ödüyor. Zaten bankanın tüm sermayesi nakit. Kar etmek durumunda. Bankalar az kar edip çok vergi ödüyorlar. Toplumda ise vergi listelerine bakıp, 'ne para kazanmışlar ki ne vergi ödemişler' diye bakılıyor. Bankalar hem iyi para kazanmıyorlar hem de çok vergi ödüyorlar.

GÜLDAĞ: Peki, yönetim kurullarında işler ne zaman rahatlayabilir diye de konuşuluyor mu?

GÜVENAL: Konunun sadece konjonktürel olmadığını hesaba katmamız gerekir. Dünyadaki gelişmeler de işin içinde. Mesela dayanıklı tüketim malları. Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerden en çok ses getiren Vestel'in çok büyük bir zarar açıklaması oldu. O sektörde dünya, Avrupa şampiyonu başka şirketlerimizin bilançoları da sıkıntılı. Ama Vestel büyük bir zarar açıkladı. Bunun içinde faizlerin yükselmesi falan var ama o sektörde dünyada yaşanan bir krizin sonucu. Bir dönüşememe sorunu... Vestel'i veya benzeri şirketleri sadece yüksek faizin kurbanı olarak gö-

remeyiz. Bazıları da uluslararası veya Türkiye'deki sektörel sorunlardan dolayı zarar ediyor. Para kazanmanın bir etkisi de nakit akışının yetersizliği. Borcu, kredi kullanmayı sevmiyorsan, para kazanmadığın müddetçe nakit akışı sıkıntısına düşersin. Öte yandan, koskoca şirketlerin hala bankakredisiyle dönmelerini de uygun bulmuyorum. Şirketin sermaye piyasalarına erişimi yok mu? Büyük şirketler de dahil olmak üzere, daima Türkiye ucuz işgücü ülkesi olsun, ucuz TL olsun, enerji ucuz olsun, devlet teşvik versin diye beklenmesini gerçekçi bulmuyorum. Ve artık 'daha çok beklersiniz' diyorum. Türkiye artık ucuz işgücü ülkesi olmayacak.

GÜLDAĞ: Biraz gözlerden kaçtı ama İstanbul Sanayi Odası'nın geçen çarşamba günü Cumhurbaşkanı Yardımcısı Cevdet Yılmaz'ın konuk olduğu meclis toplantısında İSO Başkanı Erdal Bahçıvan da önemli mesajlar verdi bu konuda. Şöyle diyordu: "Bugün sanayi sektörünün tüm sorunlarının temelinde karşılıklı; yani katma değer üretememek, ana faaliyetlerimizden kalıcı kazanç elde edememek yer alıyor. Bu karşılıklı sorunu yalnızca konjonktürel gelişmeler veya şoklardan kaynaklı değil. Sorunun giderek kronikleşmesinde firmalarımızın hatalı uygulamaları, yönetsel eksiklikleri ve hiç kuşkusuz, yakın geçmişteki sürdürülebilir olmayan, rasyonellikten kopuk ekonomi politikalarının da etkisi var. Sanayimizin karşılıklı problemini yalnızca ücret, kur ya da faiz gibi geleneksel rekabet ve maliyet unsurlarına bağlamak, bizce konuyu çok basite indirmek anlamına geliyor. Yaşanan sorun, bu unsurların çok ötesine geçen ve artık daha fazla erteleyemeyeceğimiz yapısal bir verimlilik problemine işaret ediyor." Önemli tespitler. Borsadaki kimi sanayi şirketlerinin performansı uzun bir süre güçlü olamayabilir. Ama bunu borsa ne kadar dikkate alır o ayrı konu. Çünkü, borsadaki şirketlerin ikinci çeyrek sonuçlarına bakıyorsun, sanayi şirketlerinin karı yüzde 84 düşmüş. Yarısı da zarar açıklamış. Gelgelelim, yeni hikaye lazım, bu dinamiklerle yükselmez denilen Borsa İstanbul 11,500 puanı aşıyor.

ALİ AĞAOĞLU: Faizlerin düşeceği beklentisiyle özellikle kısa vadeli para piyasası fonlarından çıkan para kısmen borsaya girmeye başladı. Hareket biraz oradan geldi. Yabancı girişi de artıyor diyorlar ama artış haftada 120 milyon dolar. Gelin ciddi olalım. Borsamız küçük olduğu için 120 milyon dolar önemli görünüyor. Kısmen konuta da yönelim var. Faizler düşecek fiyatlar yükselecek diye.

GÜLDAĞ: Para Türkiye'de adressiz kaldığında genelde gayrimenkule yöneliyor.

AĞAOĞLU: Çok belirgin bir durum yok. Arsa, tarla veya sanayi tesislerinde hiç öyle; "faizler düşecek, gidip fabrika, tesis alalım" gibi bir durum yok.

GÜLDAĞ: Hatta son dönemde, fabrikalarını satamayan ve kiralayamayan kimi sanayicilerin makinelerini hurdaya verdiklerini duymaya başladık. Mesela ayakkabı sanayinde... Bir yanda karşılıklı veya üst üste zarar, bir yandan da işi döndürecek finansmana



erişim sıkıntısı...

AĞAOĞLU: Kritik konu, kredi artış hızları. **İTO** Başkanı **Şekib Avdagiç**, "1000 baz puan indirim bekliyoruz" dedi. Türkiye İş Bankası Genel Müdürü Hakan Aran '800 baz puan' dedi. İndirim gelecek. Politika faizinde yıl sonu 35'i görürüz. Ama faizin inmesi teknik olarak birşey ifade etmiyor. Çünkü Merkez Bankası'nın makro ihtiyati tedbirleri devam ediyor. Para piyasaları ile ilgili, faiz dışındaki kısıtlamaların devam edeceği görülüyor. Hatta Merkez Bankası'nın ara hedef ve tahmini ayıran yeni iletişim stratejisi gereği, sıkı para politikası sıkılaşıyor devam edebilir. Çünkü Merkez Bankası ilk defa kısa süreli, kısa vadeli taahhütlerle gidecek. Bu taahhütü tutturmak için de faizleri ya uzun süre yüksek tutacak, ya da piyasayı sıkacak. Öyle ki, faizi 20'ye indirseniz de orada pırıl pırıl parlayan bir kırmızı elma duracak ama ulaşamayacaksınız. Onun için PPK kararı, Merkez Bankası enflasyon raporu her ne açıklanıyorsa, önce krediye ulaşım ile ilgili sınırlamalarda bir esneme var mı yok mu ben ona bakıyorum. Hatta şu sıra bir tek ona bakıyorum.

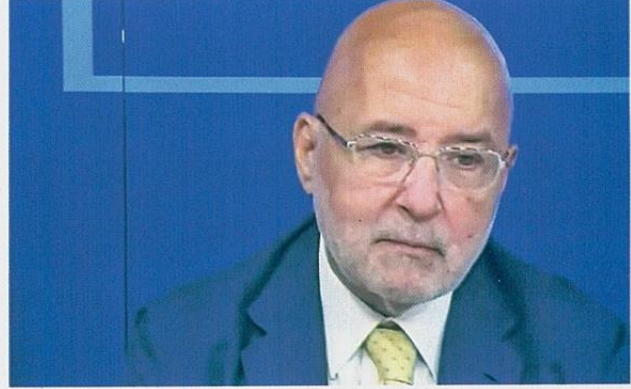
GÜLDAĞ: Enflasyon hedeflerinden hala uzakta Merkez Bankası. Yeni bir kredi genişlemesi süreci kolay görünmüyor. Fakat bu arada, kredilerin büyüme hızı da söylendiği kadar yavaş değil. Konkordatolar artarken, bankaların firmaların yeniden yapılandırma taleplerini büyük ölçüde karşıladıkları görülüyor. Türkiye'nin ihracatçı, önemli firmaları dahi yapılandırmaya gidip borçlarını yuздürüyor. Metal iş kolundan kendi alanında lider bir firmanın yöneticileriyle konuşuyorduk. "Dönem basiretli tüccarın da battığı bir dönem" dedi.

AĞAOĞLU: Kurunun yanında yaşta yanıyor. Sonuçta devletin bunun ayırdını yapabilmesi mümkün değil. İster 'nefes kredisi' deyin ister 'KGF' deyin, işin içine girdiğinde devlet boca eder. Bu işi ehline bırakıp gerçekten basiretli ve basiretsiz ayırabilecek bankacılık sistemi üzerinden mekanizmayı kurup seçici olmak gerekirken, şimdiye kadar hiç seçici olmadık. Onun ceremelerini bütün ülke ekonomisi olarak çekiyoruz.

GÜLDAĞ: Epey dolandırdık konuyu. Borsayla ilgili beklentilerin nasıl şekilleniyor?

AĞAOĞLU: Borsa para fonlarından girişler ve küçük bir miktarda yabancı girişinin yarattığı havayla bir miktar yukarı çıktı ama halen daha 2,80 dolarlardayız öyle çok önemli bir yükseliş yok. Bir de unutmayalım, borsadaki son yükselişin altında yatan önemli neden CHP'ye kayyum atanıp atanmamasıyla ilgili mahkeme kararının ertelenmesiydi. Belki kimilerimiz yanlış anladı ancak erteleme, kararın iptali veya mevcut yönetimin görevde kalacağı anlamına gelmiyor. Sadece bir ertelemeyle bu. Şimdi borsa, 15 Eylül'de CHP kurtarı davası ile ilgili olarak yeniden bu riskle yüzleşecek. Benim gördüğüm, bu riski almak istemeyenler var ve yavaş yavaş pozisyon kapatıyor.

GÜVENAL: Ali Ağaoğlu'na sormak istiyorum; borsanın yükselmeye başlaması 27 Haziran. CHP davasının ertelendiği gün zıpladı. Ama sonra da çok düşmedi.



İki ileri bir geri derken hep ileri doğru gidiyor. Ayrıca 15 Eylül'de yine dava görülecek mi görülmeyecek mi mevzu su var.

AĞAOĞLU: Demokles'in kılıcı gibi borsanın, piyasaların başında sallanan bir risk durumu var. CHP'ye kayyum atanacak mı atanmayacak mı? O kılıcı gibi yukarıda duruyor, biz altında borsada oynayıp duruyoruz. Bu risk henüz tam fiyatlanmıyor. Faiz indirimleri devam edecek beklentisiyle para piyasası fonlarından borsaya girişler oldu. Bu girenler, borsadaki kazancın faiz kazancından düşük kaldıklarını görürken geri dönüyor. Çünkü faiz fırsat maliyeti yüksek. Merkez Bankası'nın tahmin ve hedef ayırımı da, bize para politikasında hızlı bir gevşeme olmayacağını söylüyor. Risklerin arttığı bir ortamda borsanın şansı daha az olur.

GÜLDAĞ: Ağustos'un son haftası satıcı kapattı borsa. Ekonomide farklı bir gelişme yaşamıyoruz. Dışarıdan yansıyan da olumsuz bir durum yok. Piyasadaki geri çekilmeyi ekonomideki gelişmelere bağlamak zor. Henüz belki tam fiyatlanmıyor ama siyasi risklerin etkili olmaya başladığını düşünüyorum. Tabii bir de jeopolitik risklerin...

AĞAOĞLU: Siyasi ve jeopolitik risklerin yarattığı belirsizlik borsada düşüş yönü negatif etki yapabilir. CHP kayyum kararı netleşmeden, borsa bir ralli içerisine girmez. Hatta para piyasası fonlarına ve mevduata dönüş de olabilir.

GÜLDAĞ: Giderek azalacak diye beklenen jeopolitik riskler de bu süreçte azalmak yerine artıyor. Bence Büyükelçi Barrack'ın ABD'nin Suriye'de kimden yana olduğuna ilişkin epey net açıklamaları Ortadoğu'da zaten bir türlü oturmamış dengeleri daha da bozabilir. Türkiye'nin İsrail ile ilişkilerinin bozulduğu bir süreçte bu iyice önemli. Türkiye'nin İsrail ile Suriye'de karşı karşıya kalabileceği yönünde piyasadaki kaygılar da etkili oluyor. Alaska'daki Putin-Trump görüşmesinden sonra piyasaların barışı satın aldığı ortam da Rusya-Ukrayna savaşının yeniden vites büyütmesiyle bozulmuş görünüyor. Siyasi ve jeopolitik riskler piyasanın gündeminde de öne çıktı. ABD'nin Ankara Büyükelçisi ve Suriye Özel Temsilcisi Tom Barrack'ın, sosyal medya hesabından yaptığı "YPG artıktı PKK ile bağlantılı değil, ABD'nin müttefiki" açıklamasının yankıları olur. Bu "Terörsüz Türkiye" sürecini

►GÜVENAL:

Önümüzdeki dönemde, yüksek faiz politikası bacağı biraz gevşeyecek ama sıkı para politikası devam ediyor. Zorunlu karşılıklarla oynanarak kredinin maliyetleri düşürülebilir ama bu kredi muslukları açılacak anlamına gelmiyor. Şu anda Merkez Bankası repo faizi başka çalışıyor, zorunlu karşılık başka. Yavaş yavaş bırakılması düşünülüyor olabilir. Bu ortamda nakit akışını yönetmek giderek zorlaşıyor.



de etkiler...

AĞAOĞLU: Terörsüz Türkiye Komisyonu'nun görüşmelerini izliyorum. Yorumlara takıldığım için soracağım. Komisyonun çalışmalarında Türkiye'nin demokratik ve hukuk esaslı bir ülke olması talebi ağır basıyor. Bir yandan da, uygulamaların tam tersi yönde olduğunu tartışıyoruz. Bir tarafta komisyonda öne çıkan talepler, diğer tarafta Cumhurbaşkanlığı'nın attığı adımlar... Bunlar bir araya gelebilecek mi? Öyle bir şans var mı?

METE BELOVACIKLI: Türkiye'deki demokratikleşme taleplerine ilişkin kimi maddelerin mecliste, komisyonda görüşülüyor olması, bunların iyileşeceği anlamına gelmiyor.

AĞAOĞLU: Neden böyle?

BELOVACIKLI: Madem yakından izliyorsun o zaman geçtiğimiz günlerde biliyorsun hem Cumartesi annelerini, hem Diyarbakır annelerini komisyona davet ettiler. Orada dertler dile getirildi. Sence bilinmiyor muydu bu dertler? İstese bu meclis, hükümet, yahut geçmişteki hükümet, mesela cumartesi annelerinin kayıp çocuklarının nerede olduklarını önümüze koyamaz mıydı? Özür dileyecekse özür dileyip, tazminat ödeyecekse tazminat ödeyip, yahut kamusal bir özür dileyip bu konuyu kapatamaz mıydı? Her cumartesi orada ağlayan ve toplanan kadınları engellemek dışında bir şey yaptı mı? Diyarbakır annelerinin çocuklarının nerede olduğu belli. Onu PKK tarafı biliyor. Cumartesi annelerinin çocuklarının da nerede olduğu belli onu da devlet biliyor. İstense hiç tartışma olmadan bu sorun kökten çözülmez miydi? Terörsüz Türkiye için iyi bir start olmaz mıydı? İyi olurdu ama yapılmadı.

GÜLDAĞ: Eğer sorunu çözme yönünde bir irade yoksa bu konu da uzayıp gidecek demektir...

BELOVACIKLI: Terörsüz Türkiye konusunun, söylenenlerin aksine, deyim yerindeyse 'daha çok su kaldıracığı' görünüyor. Bugünden yarına somut bir şey çıkmayabilir. Fakat görüşmelerin sürmesi de gerekiyor. Dağdaki, ovadaki, İmralı'daki, her taraf için de öyle. Bu grupların yurt dışındaki partnerleri açısından da... Gerekiyor ki bazı adımlar atılabilsin, zaman kazanılabilsin ve süreç yönetilebilsin. Dolayısıyla, Türkiye'nin temel demokratikleşme taleple-

► **AĞAOĞLU:**

Merkez Bankası ilk defa kısa süreli, kısa vadeli taahhütlerle gidecek. Bu taahhütü tutturmak için de faizleri ya uzun süre yüksek tutacak, ya da piyasayı sıkacak. Öyle ki, faizi 20'ye indirseniz de orada pınl pınl parlayan bir kırmızı elma duracak ama ulaşamayacaksınız. Onun için PPK kararı, Merkez Bankası enflasyon raporu her ne açıklanıyorsa, önce krediye ulaşım ile ilgili sınırlamalarda bir esneme var mı yok mu ben ona bakıyorum. Hatta şu sıra bir tek ona bakıyorum.

riyle meclisteki komisyonun atacağı adımları üst üste örtüştürmek aslında şimdilik mümkün görünmüyor. O temel dinamiklerin bu konuda doğru bir inisiyatif almasıyla yürüyecek bir süreç gibi görünmüyor.

AĞAOĞLU: Süreç uzadıkça, akamete uğramaz mı?

BELOVACIKLI: Hayır, uğramaz. Ancak bu süreçten memnun olmayan kimi gruplar, çevreler, ülkeler varsa onların ittirmesiyle birtakım çatapatlar olursa olabilir tabii ki... Buna yönelik olarak Cumhurbaşkanı, MHP Genel Başkanı, komisyona katılan diğer siyasetçiler bunların içerisinde kimi sol partiler de var. Bu dönemde yaşanabilecek provokatif hikayelere itiraz ediyorlar, karşı çıkıyorlar ve uyarıyorlar. Şimdilik olacak gibi de görünmüyor.

GÜLDAĞ: Öngörebildiğimiz bir takvim var mı?

BELOVACIKLI: Bu iş yılbaşına kadar sürer. Fakat Kasım-Ocak arasında bütçe tartışmaları yeniden başlayacak. O tartışmalarla birlikte işin ekonomik boyutu da bu komisyonun tartıştığı konularla ilişkilendirilecek. Sürecin ilerleyebilmesi için somut bir tartışma haline getirilmemesi gerekiyor. Çünkü somut tartışma haline getirilmesi şimdiden sosyal medyada başladı; bazı sanatçılar başta olmak üzere 'Türkiyeli değilim Türküm' diye paylaşımlar yapılmaya başlandı. Olan bitene karşı gelişen bir tepki var. Bu süreci ciddi hale getirmek için ana dili, ana dilin kullanımını, vatandaşlık tanımını ve yerel yönetimin güçlendirilmesi maddelerini somut olarak masaya yatırmanız, tartışmanız ve de karara bağlamanız gerekiyor. Ama bu aynı zamanda, Türkiye'de bu konuların tartışılmasına külliyen karşı olan ciddi bir grup insanın tansiyonunu yükseltmesi demek. Artık 2025'in sonuna geliyoruz. 2026'dan itibaren seçim dönemi çalışmalarını başlayacak. Dolayısıyla o tansiyon yükselsin, biz ve onlar, Türkiyeliler ve Türkler diye bölünsün istenmez. O yüzden bu süreç uzar.

GÜVENAL: Öte yandan demokratikleşme konuları, bu komisyonda görüşülmeyecek. Onlar meclisin anayasa görüşmelerine kalacak. Ama bu platform üzerinden halkla, kamuoyuyla paylaşım yapılıyor. Doğrudan kimse kamuoyuna açmıyor ama cumartesi annelerinin varlığını bilmeyen de öğreniyor veya onların taleplerini, acılarını bilmeyen de duyuyor. Çünkü içindeki konular dışarıdan da anlatılıyor. Bu komisyon esas bir şey yapmış olacaksa aftaslağı hazırlamalı. Ve tabiri caizse İmralı Adası'nı Home Office haline getirmekle ilgili bir sonuca varmalı. O zaman başarılı sayılır bu komisyon. Geri kalan hepsi anayasa çalışmalarına bırakılacak deniyor.

BELOVACIKLI: Doğru bir tanımlama... Çünkü zaten komisyonun yasal değişiklik yapma hakkı yok. Tarafların antant kaldıkları konular hükümet ya da ilgili partilerce ortak bir teklif haline getirilerek genel kurula sunulacak. Olursa yasalaşacak ve ondan sonra yürürlüğe girecek. Dolayısıyla Terörsüz Türkiye komisyonu sorunu çözme değil, sorunu çözme için ortamı ısıtma komisyonu.

GÜLDAĞ: Bunları izlerken, bu süreci etkileyecek dış

ayağını, Suriye'de olup bitenleri göz önünde tutmak gerekiyor. Süreçte zızzaklar olabilir.

BELOVACIKLI: Kuşkusuz ama başta MHP olmak üzere bu kadar radikal söylem ve adımları peş peşe atınca, buradan geriye gitmeye kalkmak içerde çok ciddi çöküşlere yol açar. Dolayısıyla evet bunun bir ayağı Suriye'de fakat içerideki dengeleri de artık yakından ilgilendirir hale geldi. Başka sıkıntılara yol açar. Dolayısıyla, az ya da çok birilerini tatmin eder, yahut etmez, bazılarını ise hiç etmez ama bir yere doğru evrilmek zorunda. Ancak bu evrilme süreci bugünden yarına hemen olmayacak. Çünkü bu tartışmanın uzaması gerekiyor. Sadece Suriye'deki gelişmeler değil aynı zamanda ekonomideki gelişmelerle ilgili olarak da ilerlemesi gerekiyor. Ki, bazı kararlar daha sağlıklı alınabilir. Ama sonuçta komisyon tartışmaları bir yatak olacak, ana yemek onun üzerinden yenecek bir anlamda.

GÜLDAĞ: Ana yemeğe sıra gelmesi için ekonomi de daha iyi bir yerde mi olmamız gerekir sence?

BELOVACIKLI: Büyük olasılıkla...

GÜLDAĞ: Öbür türlü bu riski kimse almaz.

BELOVACIKLI: Siyaset almak isteyebilir ama almaz. İçeride sosyo-ekonomik olarak gelişmeler pozitifte doğru ilerlemiyorsa sürecin gelişmesi zor.

GÜLDAĞ: İçeriye epey detaylı baktık. Siyaseten risklerin artabileceği bir eşikeyiz. Eylül gündemi siyasetle birlikte piyasalar açısından da kritik. Biraz da dışarıdaki gelişmelere bakalım...

GÜVENAL: Şimdi dünyada en hareketli yer Amerika. Amerikan devleti kendi fonu vasıtasıyla Intel şirketine yüzde 10 hissedar oldu. Bu hareketin Amerika'daki Cumhuriyetçilere rastlaması herkesin aklını karıştırdı. Her şeyin özelleştirilmesini talep eden Cumhuriyetçilerin bir çip üreticisi olan Intel'e ortak olması...

GÜLDAĞ: Dünyanın en büyük 3 üreticisinden biri.

GÜVENAL: Evet. Intel yönetimi karşı çıkıyor buna. Biz dünyanın her tarafına iş yapıyoruz, Intel, Amerikan kamu şirketi olacak, ondan sonra bizim bu halimiz nice olacak diyor. Bazı şüpheler de Intel çiplerinin olduğu makineden Amerika dinleyecekmiş diye düşünülmeye başlıyor.

GÜLDAĞ: Aynen Çin'den şüphelendiği gibi...

GÜVENAL: Bu arada Trump'ın Fed yönetim kurulu üyesi Lisa Cook'u kovması tartışma konusu. Trump, rotasyona tabi olan 7 Fed üyesi arasında çoğunluğu ele geçirmek üzere ciddi bir adım attı...

GÜLDAĞ: Trump, Beyaz Saray'a oturur oturmaz başlattı bu tasfiye sürecini. Bir haftada 200'ün üzerinde kararname yayımladı. Sadece Fed yok hedefinde. CIA, FBI, İstihbarat Bürosu ve Pentagon'a, kendisine sadakatleri su götürmeyen atamalar yaptı. Şimdi ICE kısaltmasıyla tanınan, ABD Göçmenlik ve Gümrük Muhafaza Kurumu'nun personeli de, bütçesi de hızla genişletiliyor. Yeni kadroların hemen hepsi Hristiyan beyaz ve Trump destekçisi. ICE'nin, dünyadaki bir çok ordudan daha büyük bir yapıya sahip olduğu ve bununla sadece göçmenlerin sınır dışı edilmesi-



nin amaçlanmadığı, Başkan Trump'a bağlı özel bir güç oluşturulduğu iddia ediliyor. Biliyorsunuz, güvenlik gerekçesiyle, önce Los Angeles'a, ardından başkent Washington sokaklarına Ulusal Muhafızları getirdi.

AĞAOĞLU: Bu bir yerden tanıdık geliyor mu?

GÜVENAL: Evet. Trump'ın korumacılık veya devlet işleriyle iş dünyasını karıştırma merakından ziyade, bence FED ile ilgili şeyler önümüzdeki günlerde daha etkili olacak. Eminim ki, Türkiye'de de bazıları 'devlet bizim şirkete de sermaye koysun, biz çok önemli şirketiz' diyecektir ama bizde telekomünikasyonda olduğu gibi Türkiye'de zaten çoğu şirket devletin gibi. Ama Fed'in faiz indirmeden sadece yelkenleri suya indirilmesiyle birden bire dünyada Amerikan dolarının ve tahvillerin geleceği hakkında büyük bir endişe başladı. Amerikan doları iyice değerini yitirecek mi?

AĞAOĞLU: Özellikle Amerikan tahvillerine güvenle ilgili problem önümüzdeki dönemde en fazla tartışılacak konu olacak. Powell teslim olmasa bile Mayıs'ta görev süresi bitiyor. Trump'a 'Evet patron ne istiyorsan onu yapalım' diyen bir adam oraya zaten gelecek. Bu önemli bir problem.

GÜLDAĞ: Ne gibi gelişmeler bekliyorsunuz Amerikan piyasalarında?

AĞAOĞLU: Amerikan borsaları nisan başından bu yana istikrarlı yükseliş sergiliyor. Orada hisse senetleri yükselmeye devam edecek. Standard and Poor's Endeksi beklentim 7 bin puan. 2025 içinde görme ihtimalimiz düşük ama Fed'in faiz indirimleri gereğinden fazla olursa...

GÜLDAĞ: Gereğinden fazla faiz indirimi nedir sen-ce?

AĞAOĞLU: Mesela bu yıl yapılacak iki faiz indiriminden ilki 50 baz puan olursa fazladır. 25 artı 25'lik faiz indirimi makul. Kaldı ki, Powell da aşağı yukarı bu sinyali veriyor. Yılbaşından beri tahminim buydu: İlkini gereklilikten indirecek, ikincisini yıl sonu siyasi baskıyla. Şimdi eylül ve aralık gibi iki indirim geliyor. Piyasa da bunu olumlu fiyatlıyor.

GÜLDAĞ: Ama Nvidia bilançosu açıklanınca düştü Wall Street. Dünya borsaları da ağustos satışa kapattı. Üçüncü çeyrek şirket tahminleri beklentileri karşılamıyor. Dell ve Marvell'in satış dalgasında başı çekmesine dikkat çekiliyor. Yarı iletkenler de ciddi baskı

► BELOVACIKLI:

Bu iş yılbaşına kadar sürer. Fakat Kasım-Ocak arasında bütün tartışmaları yeniden başlayacak. O tartışmalarla birlikte işin ekonomik boyutu da bu komisyonun tartıştığı konularla ilişkilendirilecek. Sürecin ilerleyebilmesi için somut bir tartışma haline getirilmemesi gerekiyor. Çünkü somut tartışma haline getirilmesi şimdiden sosyal medyada başladı; bazı sanatçılar başta olmak üzere 'Türkiyeli değilim Türküm' diye paylaşımlar yapılmaya başlandı. Olan bitene karşı gelişen bir tepki var.



altında. Amazon, meta, Teslasert sayılacak düzeyde değer kaybeden hisseler oldu. Yani teknoloji şirketleri de dikişturturamadı.

AĞAOĞLU: Nvidia bilançosu beklentiler doğrultusunda geldi aslında. Yine yüksek karla geldi. Ama tahminleri aşamayınca piyasa biraz üzüldü, realizasyon oldu. Çin'e satışların azalması bahanesi de kısmen etkili oldu. ancak Amerikan borsaları da, dünya borsaları da ağustosta güçlü bir performans gösterdi. Bu performansın ardından gelen kar satışları normaldir.

GÜLDAĞ: Borsalar bir soluklandı mı, yoksa bir hazan mevsimine mi giriyor?

AĞAOĞLU: Piyasadaki hareketi bir trend değişikliği olarak görmüyorum. Amerika'da hisse senetleri hem faiz indirimi desteği hem de siyasi itişle yükselmeye devam eder. S+P 500 yıl sonu 6,600-6,700 düzeyinde kapatır. Gelecek yıl da 7,000 puamı test eder. Ardından önemli bir kar realizasyonu bekliyorum. Ya da istiyorsan düzeltme de...

GÜLDAĞ: Peki o düzeltmenin nedeni nedir?

AĞAOĞLU: Bunun nedeni Amerikan tahvil piyasasında çıkabilecek güvensizlik problemi. 2026'nın ana temellerinden biri de bu olacak. ABD'nin 10 yıllık tahvilinin faizi 4,20'lere geldi. Jeopolitik risklerde ise azalma yok. Kiev'e saldırılar sürüyor. Gazze'yi işgal edeceğini söyleyen bir İsrail var.

GÜLDAĞ: Piyasadaki geri çekilmeyi ve altının yeniden yukarı doğru hareketlenmesini daha çok jeopolitik risklerdeki artışla açıklayanlar arttı.

AĞAOĞLU: Altının yeniden 3 bin 400 doların üzerine çıkarak 3 bin 500 dolara yaklaşmasında bu gelişmelerin etkisi var. Gümüş de 39 dolara gidip geliyor. Değerli metallerde pozitif tercih devam ediyor.

GÜLDAĞ: Altında bu yıl zirve beklentin nedir? 3 bin 600 doların üzerine çıkacağına ilişkin beklentiler okuyorum...

AĞAOĞLU: Altında 3550 dolar bu yılın zirvesi olacak gibi görünüyor halen. Oraya ikinci tepe olarak ziyaret ve belki küçük de olsa bir yeni zirve mümkün. Gümüş ise 39,50'den sonra 41 ve 43 dolar seviyeleri var. Büyük ihtimalle altın 3,500-3,550 düzeyini test ederken gümüş de bu seviyeleri test edip geri döner. Sonra bir süre yatay. Ne altında ne gümüşte majör düşüş bekliyorum. Altında en fazla 3 bin 175 seviyesi görülebilirdi ancak oraya bile gelmeden yükseliş trendine dönmüş gibi. Fed faiz indirimleri de bu süreci destekleyecek.

GÜLDAĞ: ABD'de temyiz mahkemesinin gümrük tarifeleriyle ilgili kararının piyasaları nasıl etkileyeceğini de görmek lazım. Ancak bunun için 2 Eylül'ü beklemek gerekecek. Peki bu gelişmelerden Euro/dolar paritesi nasıl etkilenecek?

AĞAOĞLU: Önce şunu söyleyeyim: Euro, asla doların rakibi olamaz.

GÜVENAL: Bu bence göreceli. Biliyorsun denize düşen yılanı sarılır.

AĞAOĞLU: Mümkün değil. Altına, bakıra sarılır-sın ama Euro'ya sarılmazsın. O kadar iddialıyım. Ortak anayasası, ortak ordusu, ortak vergi sistemi olma-

yan bir birliğin, ki birlik olduğu da artık şüpheli çünkü Çin'le Amerika'daki mücadelede ülkeler de artık taraf tutmaya başlayacaklar, parasal birliğinin ne kadar süreceği de şüphelidir.

GÜVENAL: İzleyenlerimize, okurlarımıza altın ve Bitcoin mi diyorsun yani?

AĞAOĞLU: Riskin olduğunu söylüyorum ve zaten şu anda Bitcoin'i 120 bin dolar yapan hikaye de budur diyorum. Yine de kripto paralar kafa karıştırıcı şekilde hareket ediyor. Nasdaq borsası yukarı giderken, ABD'de faiz indirimi konuşulurken ve eylülde indirimin geleceği neredeyse kesinleşmişken, 122 bin 300 dolar seviyesi görmüş Bitcoin şu anda 100 bin doların altına indi. Yükseliş trendini aşağı kırdı. İzlemeye devam edelim.

GÜLDAĞ: Paritenin 1.20'nin üzerine çıkmasını bekler misin?

AĞAOĞLU: Kısa dönemdeki ilk satış olduğunda, parni sırasında Euro 1.20-1.2250'ye kadar mutlaka gidecektir. Trump'ın görev süresi içinde bunu yaşayacağız. Özellikle Fed Başkanı değiştikten sonra önümüzdeki yılın en önemli teması da bu olacak. Yaklaşık daha bir 8 ay var. Önümüzdeki yılın en önemli teması yeni gelecek Fed Başkanının müstakbel uygulamalarının altın, gümüş, Bitcoin, petrol, bakır ve Euro'ya olan etkilerini konuşacağız. Japonya'da bundan en büyük nasibini alacak olanlardan bir tanesi. Çok ilginç bir şey olacak Japonya değer kazanacak. Olmaması gereken bir şey olacak. Aynı Euro'nun başına geldiği gibi.

GÜLDAĞ: Peki, kısa vadede parite için bir notun var mı?

AĞAOĞLU: Sadece Euro/dolar değil genel olarak para birimleri hareketli olacak. Dolar endeksi 98 düzeyinin altında. 50 günlük ortalamanın altında seyrediyor. Euro/dolar 1,1675, onun 50 günlük ortalaması 1,1160. Eğer dolar endeksi 98'in üzerine, parite 1,1650'nin altına inerse, daha değerli dolar ve zayıflayan pariteler görebiliriz. Bu da normal koşullarda altının nominal fiyatında bir miktar gerilemeye neden olabilir.

GÜLDAĞ: Anlaşılan eylül ayı hem dışarıda hem içeride piyasalar açısından kritik önemde gelişmelere gebe. Özellikle içeride dikkate alınması gereken riskler de barındırıyor. Rusya-Ukrayna savaşının yeniden alevleniyor olması dünya çapında jeopolitik riskleri artıracak bir gelişme. İsrail'in Gazze'yi işgal planını uygulamaya koyma hazırlığı da öyle. Suriye'de operasyonlarına devam eden İsrail ile Türkiye'nin şu ya da bu nedenle karşı karşıya kalma ihtimali endişe kaynağı olmaya devam edecek görünüyor. Siyasette ise CHP'nin kurultay davasına ilişkin mahkemenin kararının 19 Mart kadar olmasa dahi piyasalar açısından önemli bir risk unsuru olarak izlendiği anlaşılıyor. Bu süreçte, 1,5 civarında gelecek bir TÜFE enflasyonu, Merkez Bankası'nın 11 Eylül'deki kararını 300 baz puan olmasını sağlayabilir. Bu da piyasalar açısından bir moral oluşturun. Tabii bu ay piyasaları etkileyecek bir başka gelişme 2026-2028 Orta Vadeli Program olacak.

► **AĞAOĞLU:**

Altında 3550 dolar bu yılın zirvesi olacak gibi görünüyor halen. Oraya ikinci tepe olarak ziyaret ve belki küçük de olsa bir yeni zirve mümkün. Gümüş ise 39,50'den sonra 41 ve 43 dolar seviyeleri var. Büyük ihtimalle altın 3,500-3,550 düzeyini test ederken gümüş de bu seviyeleri test edip geri döner.

► **GÜLDAĞ:**

Eylül ayı hem dışarıda hem içeride piyasalar açısından kritik önemde gelişmelere gebe. Özellikle içeride dikkate alınması gereken riskler de barındırıyor. Rusya-Ukrayna savaşının yeniden alevleniyor olması dünya çapında jeopolitik riskleri artıracak bir gelişme. İsrail'in Gazze'yi işgal planını uygulamaya koyma hazırlığı da öyle. Suriye'de operasyonlarına devam eden İsrail ile Türkiye'nin şu ya da bu nedenle karşı karşıya kalma ihtimali endişe kaynağı olmaya devam edecek görünüyor.



Yazar Analiz

Yakup
Toktamış



Sanayi/bankacılık rasyosunda yön değişiyor mu?

Borsa İstanbul'da **sanayi** (XUSIN) ve bankacılık (XBANK) endeksleri arasındaki performans farkı, son beş yılın en net hikâyesini anlatıyor. Pandemi döneminde düşük faizli krediler finansman maliyetlerini düşürmüştü, ucuz ve erişilebilir kredi ortamı şirketlere nefes aldırılmıştı. İç talepteki canlılık ve kamu destekleri de **sanayi** bilançolarını güçlendirirken, **İSO 500** verilerine göre bu oran 2020'de son yılların en düşük seviyesine indi. Bu ortam **sanayi** hisselerini öne çıkarırken bankalar regülasyon baskısıyla geride kaldı. Ancak 2023 sonrası tabloda ibre bankalara döndü ve bugün XUSIN/XBANK rasyosu 1'in altında kalıcı seyrediyor; bu da bankacılık endeksinin liderliğini açıkça ortaya koyuyor.

2020-2021:

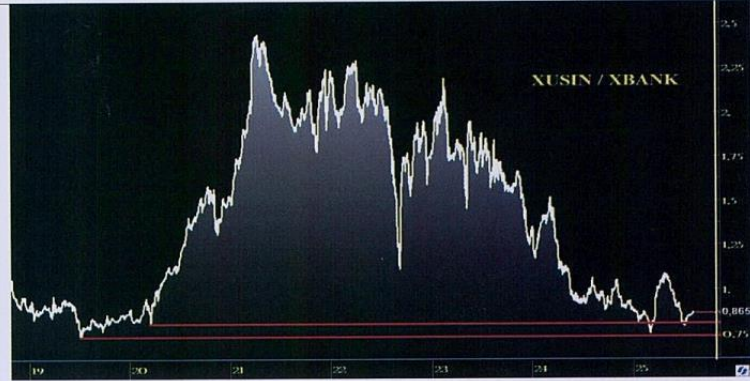
Sanayinin altın çağı

Pandemi sonrası küresel tedarik zincirinde Türkiye avantaj yakaladı. İhracat talebi güçlenirken kur desteği ve düşük faizle **sanayi** şirketleri yüksek kârlılık elde etti. Marjlar genişledi, bilançolar güçlendi. Bankalarda ise aktif rasyosu ve düşük faiz baskısı kârlılığı sınırladı. Rasyo 2,5 seviyelerine kadar çıkarak **sanayinin** üstünlüğünü kayda geçirdi.

2022: Zirveden dönüş

Rusya-Ukrayna savaşıyla enerji ve emtia fiyatları yükseldi. İlk yarıda **sanayi**ler güçlü sonuç açıkladı fakat ikinci yarıda maliyet baskısı marjları eritti. TCMB'nin faiz indirimleri TL'de sert değer kaybı getirdi, KKM uygulaması devreye

75



girdi. Bankalar regülasyon baskısı altında kalsa da TÜFE'ye endeksli tahvillerden elde ettikleri gelirler sayesinde kârlılıklarını toparladı. Rasyo zirveden dönüş sinyali verdi.

2023: Bankaların dönüşü

Seçimler sonrası ekonomi yönetiminde radikal bir değişim yaşandı; TCMB politika faizi Haziran'dan itibaren kademeli şekilde %8,5'ten %42,5'e yükseldi. Bu sıkı para politikası iç talebi baskıladı, **sanayi** bilançolarını zayıflattı. İhracat da Avrupa'daki daralmayla ivme kaybetti. Buna karşılık regülasyonların gevşemesi ve Ortodoks politikalara dönüşün sonucu olarak yabancı yatırımcıların ilk adresinin bankalar olmasıyla XBANK endeksinde güçlü rallinin oluşmasını sağladı. XUSIN/XBANK rasyosu sert gerileyerek liderliğin artık bankalara geçtiğini gösterdi.

2024: Bankacılık

üstünlüğünün pekişmesi

Sıkı para politikası 2024'te de devam etti ve TCMB faizi %50'ye kadar yükseltti. Bu ortam kredi kanalını daraltarak iç talebi baskıladı. **Sanayide** talep daralması ve yüksek finansman maliyetleri bilançoları zayıflattı. Reel ihracatta sınırlı artış olsa da iç pazarda ivme geriledi. Ayrıca fonksiyonel para birimi TL olan birçok **sanayi** şirketi TMS 29 kapsamında enflasyon muhasebesi uyguladı ve bilançoları basımlandı.

Bankalarda ise tablo farklıydı. Net faiz marjı baskılı kalsa da komisyon gelirleri ve zorunlu karşılıklara ödenen faiz kârlılığı destekledi. Sermaye yeterliliği güçlü kaldı, yabancı ilgisi sürdü. Ayrıca enflasyon muhasebesinin bankalara uygulanmadığını da bu noktada hatırlatmak faydalı olacaktır. Bu süreçte XBANK endeksi **sanayiye** göre daha güçlü bir performans sergiledi. XUSIN/XBANK rasyosunun

1'in altına inmesi de, bankacılık endeksinin Borsa İstanbul'daki liderliğini açık biçimde ortaya koydu.

2025'te rasyo net: Bankalar önde

Küresel cephede Fed'in faiz indirimi beklentileri öne çıkarken, içeride TCMB sıkı duruşunu sürdürüyor. Enflasyonda kademeli bir geri çekilme yaşansa da **sanayi** bilançolarında henüz belirgin bir toparlanma görülüyor; marjlar dar, talep sınırlı. KKM'nin sona ermesiyle başlayan normalleşme süreci yabancı ilgisini yeniden bankalara taşıdı. Bankalar kâr momentumunu korurken yabancı girişlerinin ana adresi olmaya devam ediyor. XUSIN/XBANK rasyosunun 1'in altındaki seyri de bankacılık endeksinin Borsa İstanbul'daki liderliğini bir kez daha teyit ediyor.

Sonuç

2020-2021'de **sanayi** şirketleri ihracat ve kur avantajıyla tarihi bir dönem yaşadı. 2023'ten itibaren ise bankacılık endeksi, yabancı ilgisi, regülasyon esnemesi ve güçlü kârlılığıyla liderliği aldı. Bugün için tablo net: **sanayinin** yeniden güç kazanabilmesi için marjlarda toparlanma ve dış talepte canlanma şart. Şimdilik endeksin hikâyesi bankacılık üzerinden yazılıyor.

Yüksek faiz ortamı **sanayi** için baskı yaratmaya devam ediyor. %30'un altına incek faizler finansman maliyetini hafifletecek; kârlılık toparlanması ve ucuz kredinin meyvesi en çok **sanayide** hissedilecek. Türkiye'nin ABD ve AB ile ilişkilerindeki olumlu hava ihracat kollarını genişleterek **sanayiye** ek destek sağlayabilir. **Sanayi** 2026'da bu emareleri güçlendirirse rasyo avantajı yeniden **sanayiye** geçebilir. Ancak 2020-2021'deki gibi güçlü bir **sanayi** rallisini konuşabilmek için ekonomik dinamiklerin oturması ve faizlerin en az %25'in altına gerilemesi gerekir.

Spot Analiz

4

Sıkıntıda olan sektörlerin üç seçeneği var

Ülkemizde özellikle emek yoğun sektörlerde faaliyet gösteren ve düşük teknoloji üreten yapan sektörlerde daha net hissettiğimiz bir sorun var. Nedir bu sorun?

Özellikle son 2 yılda karlılık önemli ölçüde ortadan kalkmış durumda. Hatta bazı şirketlerin ciddi zarar açıkladığını görüyoruz. Son açıklanan İSO-500 listesinde 152 firmanın 224 yılını zararlarla kapattığını öğrendik.

Genel anlamda sanayi üretiminde yükseliş devam ediyor. Ancak bu yükseliş tüm sektörlerde yayılmıyor. Emek-yoğun ve düşük teknoloji sektörlerde performans daha düşük hatta bazılarında üretimde ciddi anlamda gerileme olduğuna tanık oluyoruz. Tekstil, giyim, deri sektörleri bu konuda başta gelen örnekler. Konkordato ilan eden firma sayıları özellikle bu sektörlerde artıyor. Fabrikasını kapatıp tamamen sektörden çekilenler olduğu gibi bazı firmaların üretim maliyetlerinin daha düşük olduğu ülkelere tesislerini taşıdıklarını görüyoruz.

Cumhurbaşkanı Yardımcısı Sayın Yılmaz, birkaç gün önce İSO'daki konuşmasında, 2025 yılı verileri netleştğinde Türkiye'nin yüksek gelirli ülkeler kategorisine yükseleceğini dile getirdi. Her ne kadar dağılımı bozuk olsa da, Türkiye gibi orta-yüksek gelir düzeyinde ve yüksek gelir düzeyine namzet bir ülkenin şirketlerinin rekabet stratejisinin maliyet ve fiyat bazlı olmaktan çıkması gerekiyor.

"Asgari ücrete yüksek zam yapıldı, maliyetler yükseldi", "döviz kuru yükselmüyor" gibi

► Cumhurbaşkanı Yardımcısı Sayın Yılmaz, birkaç gün önce İSO'daki konuşmasında, 2025 yılı verileri netleştğinde Türkiye'nin yüksek gelirli ülkeler kategorisine yükseleceğini dile getirdi. Her ne kadar dağılımı bozuk olsa da, Türkiye gibi orta-yüksek gelir düzeyinde ve yüksek gelir düzeyine namzet bir ülkenin şirketlerinin rekabet stratejisinin maliyet ve fiyat bazlı olmaktan çıkması gerekiyor.

nedenlerin şirketlerimizi zorlaması anlaşılabilir. Bu hemen hemen tüm sektörlerin ortak sorunu. Ancak bu nedenlerle şirketler rekabet edemez hale geliyorsa; bu şirketlerin biraz da dönüp kendilerine bakmaları gerekiyor. Şunu artık kabul etmeliyiz: İşgücü maliyeti ve döviz kuru gibi faktörlere dayanarak rekabet etme dönemi bitti. Bazı sektörler var ki; bizim bu sektörlerde sadece maliyetlere dayanarak Çin'le, Bangladeş'le, Vietnam'la rekabet etmemiz imkansız. Bunu biz de yapamayız, başka bir ülke de yapamaz. Neden? Çünkü üretim, doğası gereği maliyetlerin ucuz olduğu bölgelere kayıyor. Maliyetleri olabildiğince kısalsa dahi Bangladeş'in altına inmek mümkün değil.

O zaman ne yapmak gerekiyor?

Sıkıntı yaşayan sektörlerdeki firmaların üç seçeneği var:

1 Ürünü ve rekabet stratejisini değiştirip sektördeki farklı segmentlere hitap eden bir yapıya dönüşmek

2 Üretimi, maliyetlerin ucuz olduğu bölgelere kaydırmak

3 Sektörden çıkıp başka alanlara yatırım yapmak. Bunların hiçbirini yapmayıp, işlerin düzelmesini beklemek de bir yol ancak bunun ne kadar doğru bir tercih olacağı şüpheli.

Bu grafikte Türkiye'deki 5 sektörün son 20 yıllık üretim düzeyini görüyorsunuz. Tekstil, giyim, elektronik, otomotiv ve diğer ulaşım araçları.



Son 20 yılda bu sektörlerde üretim artışı ne olmuş?

- Tekstil %32
- Giyim %137
- Otomotiv %185
- Elektronik %321

Diğer ulaşım araçları %964

İmalat sanayimizin üretim kompozisyonunda bir değişim yaşanıyor. Türkiye'nin üretim kapasitesinde henüz varlıkları zayıf olan ama katma değeri yüksek sektörlerde ciddi bir üretim artışı yaşanırken, büyük sektörlerde üretim artışı daha zayıf. İşte bu sektörlerin markalaşma, dijitalleşme ve tasarıma daha fazla odaklanmaları gerekiyor. Kapasite fazlası olan sektörlerde girişlerin durması, yeni yatırımların henüz emekleme aşamasında olan ama gelecek vadeden sektörlerle yönelmesi gerekiyor.

Çok istisnai bir örnek ancak, ilgi çekmesi açısından bir o kadar da çarpıcı. Borsa İstanbul'daki tüm şirketlerin piyasa değeri toplamı 450 milyar dolarken, Nvidia'nın piyasa değeri 4 trilyon dolar. Türk girişimcilerini tasvir ederken en çok kullanılan tabirlerden biri, "değişen koşullara uyum yeteneğinin yüksek oluşu"dur. Dünya değişiyor, üretim yapısı değişiyor, teknolojinin reel sektöre adaptasyonu hızlanıyor. Peki, bizim iş dünyamız buna uyum sağlıyor mu? Güzel örnekler var ama henüz sistematik olarak bu yola kanalizasyon olmadık.

● BADERARSLAN



Enflasyon ve büyüme verileri kafaları karıştırdı

Açıklanan büyüme verisi %4.1'lik yıllık beklentilerin üzerinde %4.8 olarak gerçekleşti. Enflasyon ise %1.75'lik beklentinin üzerinde %2.04 olarak açıklandı. Beklenenden yüksek büyüme ve beklenenden yüksek enflasyon TCMB'nin faiz indirimlerinin patikası ve büyüklüğü konusundaki beklentileri değiştirdi. TCMB ne yapar? Bu soruyu yanıtlamadan önce büyüme ve enflasyon görünümü üzerinde düşünmeye gerek var.

Büyüme verileri ne söylüyor?

Yıllık büyüme %4.8 olarak gerçekleşirken çeyreklik büyüme %1.6 oldu. Büyüme iç talep sürüklerken net dış talep negatif etkiledi. Büyümeye iç talebi katkısı 6.2 puan olurken, dış talep 1.4 puan aşağı çekti. İç talebin katkısı 3.4 puan olarak gerçekleşirken trend büyümesinin üzerinde tüketim artışına işaret etti. Yatırımların büyüme katkısı ise 2.2 puan oldu. Yurt içi siyasi risklerin artışı, yurt dışında ABD'nin tarife politikalarının belirsizliğinin yaşandığı bir dönemde yatırımların artışı dikkate değer. Diğer bir önemi katkı da stoklardan gelen 1.2 puanlık artış oldu. Kamu harcamaları büyüme 0.6 puan aşağı çekti.

Milli gelir verileri ve öncü göstergeler çelişiyor mu?

TCMB'nin İktisadi Yönelim Anketi'nde 23 soru şirketlere gelecek 12 ayda sabit sermaye yatırımı yapma niyetini soruyor. Bu soruya verilen yanıtlara göre şirketlerin yatırım yapma eğilimi oldukça düşük seviyelerde. Fakat milli gelir verilerine göre güçlü bir yatırım eğilimi yaşanmış ikinci çeyrekte.

Türkiye'de ISO tarafından açıklanan PMI verileri imalat sanayi üretimine dair bizlere bilgi veriyor. Bu veriye göre imalat sanayi son dönemde sürekli daralıyor. Fakat milli gelir verilerine göre sanayi çeyreklik bazda %2.3 büyürken, imalat sanayi %2.5 büyümüş. Bu sektörlerin yıllık büyüme hızları sırası ile %6.1 ve %7.

Kapasite kullanım oranlarına baktığımızda 2023 yılından günümüze düşüş eğilimi içinde olduğunu gözlemliyoruz. Kapasite kullanım oranı düşerken üretimin artması için çok güçlü bir yatırım ortamı olması ve yatırımlar ile sürekli kapasite artarken üretimin daha yavaş artması gerekir. Fakat kendi gözlemlerimiz sahada böyle bir durum olmadığına

Ekonomi Notları

İbrahim ÜNALMIŞ

ibrahim.unalmis@dunya.com



işaret ediyor.

TCMB çıktı açığı projeksiyonu ve büyüme

TCMB'nin son Enflasyon Raporu'nda çıktı açığının ikinci çeyrekte negatif olduğu (ekonominin potansiyelinin altında büyüdüğü) varsayımı üzerine tahminler yapılmıştı. Fakat ikinci çeyrek verileri çıktığı açığının ikinci çeyrekte nötr olabileceğine işaret ediyor. Ekonomist Erkin Işık'ın hesaplamaları da bu yönde. Dolayısıyla, para politikasının ekonomik aktivite üzerindeki etkisi TCMB'nin düşündüğünden daha zayıf ve dezenfasyon sürecine tahmin edildiği kadar destek vermiyor.

Gıda ve kira sorun olmaya devam ediyor

Bu köşede uzun zamandır konut ve gıda fiyatlarındaki artışın yapısal sorunlardan kaynaklandığı ve bu sorunların üzerine gidilmediği sürece dezenfasyon sürecini olumsuz etkileyeceğini dile getirmiştik. Ağustos ayında da durum değişmedi. Gıda ve alkolsüz içeceklerde aylık artış %3.02, yıllık %33.3. İşlenmiş gıdada aylık %3.8, yıllık %31. Ekmek ve tahıllarda aylık artış %5.77, yıllık %38.8. Kiraların aylık artışı %4.61, yıllık %74.3. Eğitim grubunda yıllık artış %60.9 olarak gerçekleşti. Maliyet enflasyonu olarak takip ettiğimiz üretici fiyatlarında hafif artış gerçekleşti. Temmuz ayında %24.19 olan ÜFE Ağustos ayında %25.16'ya yükseldi.

Bu veriler çerçevesinde TCMB ne yapar?

TCMB daha önce yaptığı iletişim ile faiz politikasının veriye dayalı bir şekilde yönetileceğini söylemişti. Mevcut durumda büyüme verileri ekonominin TCMB'nin tahmininden daha canlı olduğunu gösteriyor. Yani yurt içi talep koşulları güçlü seyrediyor. Aylık enflasyon eğiliminde ise kayda değer bir gerileme hala gözlenmedi. Çekirdek enflasyon göstergeleri gerilese de hizmetler enflasyonu hala yüksek. Tüm bunların üzerine siyasi risk algısında artış var. Tüm gelişmeleri bir araya getirdiğimizde TCMB'nin Eylül ayı toplantısında daha temkinli davranması ve daha önceki 300bp'lik artış beklentisinden daha düşük (250bp ve altında) bir faiz indirimi ile yola devam etmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.