



EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2026 HAZİRAN

DOÇ. DR. DERYA HEKİM

İÇİNDEKİLER

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



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ VE İŞİNSANLARI DERNEĞİ

YÖNETİCİ ÖZETİ

28 Şubat 2026'da ABD ve İsrail'in İran'a yönelik operasyonlarıyla başlayan çatışma, Mayıs-Haziran döneminde önce zirvesine ulaşmış, ardından kırılğan bir mutabakatla yön değiştirmiştir. Mayıs ortasında Hürmüz Boğazı'nın fiilen kapalı kalmasıyla Brent petrol 110 doların üzerine, kimi günlerde 120 doları aşan seviyelere tırmanmış; 15 Haziran'da duyurulan ve 19 Haziran'da imzalanan çerçeve mutabakatının ardından savaş primi hızla geri çekilerek fiyat 29 Haziran itibarıyla 72 dolara, neredeyse üç ayın en düşük seviyesine gerilemiştir. Bununla birlikte söz konusu belge nihai bir barış anlaşması değil, en çetin başlıkların çözümünü 60 günlük bir müzakere takvimine bırakan geçici bir çerçevedir.

Hürmüz Boğazı, bu kırılğanlığın en somut sınandığı alan olmaya devam etmektedir. Geçişler yeniden başlamış olmakla birlikte günlük gemi trafiği savaş öncesi seviyenin çok gerisinde kalmış; mayın riski, harp sigortası primlerindeki artış ve geçiş ücreti tartışması fiziksel normalleşmeyi yavaşlatmıştır. 60 günlük ücretsiz geçiş döneminin ardından İran ve Umman'ın denizcilik hizmetleri üzerinden ücret tahsil etme talebi, ABD ve Avrupa'nın savunduğu serbest geçiş ilkesiyle çelişmekte; bu da boğazı orta vadede kalıcı bir jeoekonomik gerilim hattı haline getirmektedir.

Küresel para politikasında dönemin ana eğilimi şahin bir yönelimdir. Fed, yeni Başkan Kevin Warsh yönetimindeki ilk toplantısında politika faizini %3.50-3.75 bandında sabit tutarken yıl sonu enflasyon beklentisini %3.6'ya yükseltmiş; on sekiz üyenin dokuzu bu yıl için indirim değil artırımı öngörmüştür. Avrupa Merkez Bankası ise yaklaşık üç yıl aradan sonra ilk kez faizleri 25 baz puan artırmıştır. Enerji ve emtia kaynaklı maliyet baskısı, merkez bankalarının daha uzun süre daha yüksek faizi sürdürmek zorunda kalacağına işaret etmektedir.

Türkiye ekonomisi 2026'nın ilk çeyreğinde yıllık %2.5 büyüyerek belirgin bir yavaşlama patikasına girmiştir. Büyümenin omurgasını hizmetler ve tarım oluştururken sanayi %0.8 daralmış; Nisan ayında sanayi üretiminin yıllık %6 artışla toparlanması ise istihdama yansımayan bir görünüm sergilemiştir. Enflasyon, Nisan'daki enerji kaynaklı sıçramanın ardından Mayıs'ta aylık bazda yavaşlamış; ancak yıllık enflasyon %32.61'e yükselerek dezenflasyonun %32-33 bandında duraksadığını göstermiştir. TCMB, 14 Mayıs tarihli İkinci Enflasyon Raporu'nda yıl sonu ara hedefini %16'dan %24'e yükseltmiş, Haziran toplantısında politika faizini %37'de sabit tutmuş ve makroihtiyati kredi sınırlamalarıyla sıkı duruşunu pekiştirmiştir.

YÖNETİCİ ÖZETİ

Dış cephede, yıllıklandırılmış cari açığın Eylül 2025'ten bu yana ilk kez gerileyerek yaklaşık 37 milyar dolara inmesi olumlu bir gelişmedir. Ancak ihracattaki gerileme sürmüştür; ilk çeyrekte reel ihracat %12.7, Mayıs'ta nominal ihracat %9.3 azalmıştır. Bu tablo, güçlü reel kurun fiyat istikrarına hizmet ederken ihracat rekabet gücünü aşındırdığı yapısal ödünleşimi bir kez daha gündeme taşımaktadır.

Yapısal perspektiften değerlendirildiğinde dönem, küresel ekonomik düzenin örgütleyici ilkesinin etkinlikten güvenliğe kaydığını teyit etmiştir. Hürmüz krizi enerji güvenliğini, kritik mineral kısıtlamaları tedarik zinciri dayanıklılığını, 7-8 Temmuz'da Ankara'da düzenlenecek NATO Liderler Zirvesi ise savunma kapasitesini ekonomi politikasının merkezine taşımıştır. Verimlilik temelli bir dünyada dezavantaj sayılan birçok yapısal özellik, güvenlik temelli bir dünyada stratejik bir varlığa dönüşebilmektedir. Alüminyum başta olmak üzere hammaddeye bağımlı sektörler için ucuza tedarik stratejisinin yerini güvenli ve çeşitlendirilmiş tedarik stratejisinin aldığı yeni bir konjonktüre girilmiştir.

“

*“Zorluk, yeni fikirlerde değil; eski fikirlerden
kurtulabilmektedir.”*

John Maynard Keynes

”

Bir önceki dönemde ABD ile İran arasında kalıcı bir anlaşmanın sağlanmasının güç görüldüğü değerlendirilmişti. Haziran ayı bu öngörüü kısmen tersine çevirmiş, kısmen de doğrulamıştır. 28 Şubat'ta başlayan ve 107 güne ulaşan savaşı sonlandıran mutabakat zaptı 15 Haziran'da duyurulmuş, 19 Haziran'da elektronik ortamda imzalanmıştır. Ancak bu belge nihai bir barış anlaşması niteliği taşımamakta; en çetrefilli başlıkların çözümünü 60 günlük bir müzakere takvimine havale eden geçici bir çerçeve olarak öne çıkmaktadır. İsviçre'de planlanan resmi imza töreninin ertelenmesi ve müzakerelerin teknik düzeyde sürmesi, tarafların savaşı bitirmekte mutabık olsa da kalıcı düzenin koşullarında henüz uzlaşmadığını göstermektedir. Trump'ın müzakereler sırasında dahi yeni askeri müdahale tehditlerini sürdürmesi ve İran heyetinin zaman zaman masayı terk etmesi, sürecin kırılmağını ortaya koymuştur.

Savaşın ABD'ye doğrudan maliyeti Pentagon açıklamalarına göre 25 milyar dolar olmuş; dolaylı maliyetlerle birlikte bu rakamın 35 milyar dolara ulaştığı, hanehalkı başına 258 dolara karşılık geldiği tahmin edilmiştir. Yükselen petrol fiyatları ve artan mortgage faizleri hanehalkının harcanabilir gelirini düşürmüş, Trump'ın onay oranları tarihi düşük seviyelere inmiştir. İran tarafında ise Hürmüz'ün kapanmasıyla petrol ihracatının aksamaması, Hark adasındaki depolama kapasitesinin dolmasıyla üretimin yavaşlaması sonucunu doğurmuştur. İki tarafın da savaşı bitirmek istemesine karşın, kamuoyu önünde kaybetmiş görünmeyecek ortak bir formül arayışı sürecin uzamasına neden olmuştur.

Bu kırılmağın en somut sınıandığı alan Hürmüz Boğazı olmuştur. Boğazın durumu, dönem sonu itibarıyla tarafların birbiriyle çelişen açıklamaları arasında belirsizliğini korumaktadır. ABD Merkez Kuvvetler Komutanlığı boğazın geçişlere açık olduğunu ve günlük gemi trafiğinin arttığını duyururken, İran kaynakları boğazın yeniden kapatıldığını öne sürmüştür. Denizcilik verileri ise ikisinin arasında bir tabloya işaret etmektedir: geçişler yeniden başlamış, ancak günlük en fazla 69 gemiye ulaşan trafik, savaş öncesindeki günde 135'in çok gerisinde kalmıştır. Daha derin bir mesele, boğazın gelecekteki yönetim modelidir. 60 günlük ücretsiz geçiş döneminin ardından İran ve Umman'ın denizcilik hizmetleri üzerinden ücret tahsil etme hakkının fiilen tanınması, ABD ve Avrupa'nın savunduğu koşulsuz ve serbest geçiş ilkesiyle çelişmektedir.

Küresel güç dengesi cephesinde Mayıs ayı yoğun bir diplomasi trafiğine sahne olmuştur. Pekin'de gerçekleştirilen Trump-Xi zirvesi sonrasında Çin'in 2026 ve takip eden iki yıllık dönemde en az 17 milyar dolar değerinde ABD tarımsal ürünü ile Boeing'den 200 uçak alımı taahhüdü açıklanmış; iki ülke ABD-Çin Ticaret Kurulu ve Yatırım Kurulu'nun kurulmasında mutabık kalmıştır. Bununla birlikte yarı iletken ihracat kısıtlamaları, yapay zeka teknolojileri ve nadir toprak elementleri alanlarındaki temel gerilim noktaları korunmuştur. Çin'in Mayıs 2026'dan itibaren uygulamaya koyduğu sülfürik asit ihracat yasağı, tedarik zinciri üzerindeki stratejik etkisini artırmıştır.

Birkaç gün sonra Pekin’de bir araya gelen Putin ve Xi, iki ülke ilişkilerini derinleştirmeyi amaçlayan kapsamlı bir ortak açıklama imzalamıştır. Görüşmelerde yıllık 50 milyar metreküp kapasiteye sahip Sibiry’a’nın Gücü 2 boru hattı projesi de gündeme gelmiş; Kremlin, rota ve inşa yöntemine ilişkin genel bir anlayış oluştuğunu bildirmiştir. Ancak fiyatlama, takvim ve nihai yatırım kararı gibi temel başlıklarda henüz bağlayıcı bir anlaşmaya varılmamıştır. Hürmüz’ün kapalı kalması nedeniyle Asya’da yükselen enerji güvenliği kaygıları, Çin’i Rus enerji arzını uzun vadeli sözleşmelerle güvence altına almaya yöneltmiştir.

Türkiye açısından dönemin en kritik jeoekonomik gelişmesi, 7-8 Temmuz’da Ankara’da düzenlenecek 36. NATO Liderler Zirvesi’dir. Türkiye’nin 2004 İstanbul Zirvesi’nden bu yana ev sahipliği yapacağı bu en büyük zirve, savunma-sanayi ekseninin ekonomi politikasının merkezine yerleştiği yeni dönemin sembolü niteliği taşımaktadır. İttifak’ın Avrupa’nın güçlendirilmesi, %5’lik savunma harcaması taahhüdü ve Hürmüz krizi karşısında olası bir ortak eylem planı, zirvenin öne çıkan başlıkları olarak belirginleşmiştir. Bu çerçevede Türkiye, gelişmiş savunma sanayisini yalnızca bir güvenlik unsuru olarak değil, aynı zamanda bir dış ekonomik kaldıraç olarak konumlandırmayı hedeflemektedir.

Bütün bu gelişmeler, dönemin ana eksenini teyit etmektedir. Küresel ekonomik düzenin örgütleyici ilkesi etkinlikten güvenliğe kaymaktadır. Hürmüz krizi enerji güvenliğini, kritik mineral kısıtlamaları tedarik zinciri dayanıklılığını, NATO zirvesi ise savunma kapasitesini ekonomi politikasının merkezine taşımıştır. Türkiye için bu kayma, dış ticaretinin çapası olan Avrupa pazarına bağımlılığın yarattığı kısıtları ve savunma sanayisi ile jeostratejik konumu üzerinden açılan yeni hareket alanlarını aynı anda gündeme getirmektedir.

ABD Ekonomisi

Fed, Nisan toplantısında federal fon hedef bandını %3.50-3.75 düzeyinde sabit tutarak üst üste üçüncü kez beklemeyi tercih etmiştir. Nisan döneminde enflasyon, yıllık %3.8 oranında artarak Mayıs 2023'ten bu yana en yüksek düzeye ulaşmış; enerji fiyatları yıllık %17.9 artışla Eylül 2022'den bu yana en hızlı yükselişi sergilemiştir. Üretici enflasyonu ise %6'ya yükselmiştir. Fed'in Haziran toplantısı ise yeni Başkan Kevin Warsh yönetimindeki ilk toplantı olması bakımından dikkat çekici olmuştur. Politika faizi dördüncü kez %3.50-3.75 aralığında sabit tutulmuş; ancak güncellenen projeksiyonlar belirgin biçimde şahin bir tablo çizmiştir. 2026 büyüme beklentisi %2.2'ye indirilirken, yıl sonu PCE enflasyon beklentisi %2.7'den %3.6'ya keskin biçimde yükseltilmiştir. On sekiz üyenin dokuzu bu yıl içinde faiz indirimini değil artırımını öngörmüş; yıl sonu medyan faiz beklentisinin %3.8'e çıkması, gündemde artık gevşemenin değil olası bir sıkılaştırmanın bulunduğunu göstermiştir. Bu da doların değer kazanmasına neden olmaktadır. Tüm para birimleri ve de özellikle altın karşısında güçlü dolar teması öne çıkmaktadır.

Euro Bölgesi

Avrupa Merkez Bankası (ECB), 30 Nisan tarihli toplantısında üç temel politika faizini sabit tutmuş; karar metninde Orta Doğu'daki savaşın enerji fiyatları üzerindeki yukarı yönlü etkisinin orta vadeli enflasyon görünümünü etkileyeceği vurgulanmıştır. Nisan dönemine ilişkin öncü tüketici enflasyonu %3 düzeyinde gerçekleşerek Mart ayındaki %2.6 düzeyinden belirgin biçimde yükselmiştir. Haziran ayında ise ECB daha keskin bir adım atarak yaklaşık üç yıl aradan sonra ilk kez faizleri 25 baz puan artırmıştır. Bu kararın arkasında Mayıs ayında %3.2'ye yükselen enflasyon ve İran savaşının enerji maliyetleri üzerinden yarattığı kalıcı fiyat baskısı yatmaktadır. ECB'nin güncellenen projeksiyonları klasik bir stagflasyon profili sunmuş; enflasyon tahminleri yukarı, büyüme tahminleri ise aşağı yönde revize edilmiştir. Euro/dolar paritesi açısından da merkez bankalarının aldığı kararlar dikkatle izlenecektir. ECB faiz artırmaya devam edecektir ancak Fed'in de artırma ihtimali doları güçlendirme eğilimi yaratmaktadır. Yıl sonu için beklenti 1.15 civarındadır.

Çin

Çin ekonomisi, küresel tablonun karşı kutbunu oluşturmuştur. 2026'nın ilk çeyreğinde yıllık %5 ile beklentiyi aşan bir büyüme kaydedilmiştir; ancak bu performans dengesiz bir yapıya dayanmaktadır. Büyümeyi ihracat ve yüksek teknoloji üretimi sürüklerken, iç tüketim zayıf kalmaya devam etmiş, gayrimenkul yatırımları gerilemiş ve işsizlik yükselmiştir. Çin'in iç talebin ememediği fazla kapasiteyi düşük fiyatlarla dış pazarlara yönlendirmesi, fiilen deflasyon ihracatı anlamına gelmekte ve küresel ölçekte korumacılık baskısını artırmaktadır. Bununla birlikte savaş kaynaklı petrol fiyatı artışı üretici fiyatlarına yansımış; Eylül 2022'den beri negatif seyreden ÜFE savaşın etkisiyle Nisan ayında %2.8 ile beklentinin üzerinde artmıştır.

Emtia Piyasaları

Dönem boyunca emtia piyasaları savaş senaryolarının etrafında şekillenmiştir: 28 Şubat'ta başlayan çatışmanın yarattığı savaş priminin önce fiyatlara yüklenmesi, ardından Haziran ortasındaki mutabakatla hızla geri çekilmesi. Brent petrol, savaş öncesi 27 Şubat'taki 72 dolar düzeyinden Mart içinde 120 dolara yükselmiş; Mayıs ortasında Hürmüz'ün kapanma riskinin zirve yaptığı günlerde yeniden 110 doların üzerine tırmanmıştır. Haziran ayında ise ABD ile İran arasında varılan çerçeve anlaşmanın açıklanmasıyla fiyatlar sert biçimde gerilemiş; Brent 12 Haziran'daki 87 dolar seviyesinden 29 Haziran itibarıyla yaklaşık 72 dolara inerek neredeyse üç ayın en düşük seviyesine ulaşmıştır. Bu gerilemenin büyük bölümü, savaş ihtimalinin fiyata eklediği risk priminin geri alınmasından kaynaklanmıştır. Avrupa doğal gaz fiyatları megavatsaat başına 44 euro bandına gerilemiştir.

Şekil 1. Brent Petrol Fiyatı (Dolar/Varil)



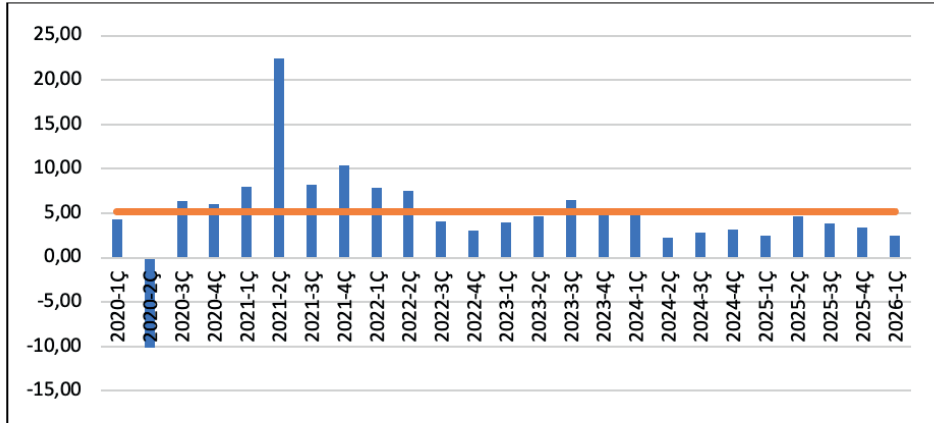
Savaşın etkileri petrol ve doğal gaz piyasalarıyla sınırlı kalmamış; helyum, gübre, fosfat ve alüminyum gibi kritik girdilerde derinleşen bir tedarik zinciri krizi ortaya çıkmıştır. Küresel helyum üretiminin yaklaşık %30-35'ini sağlayan Katar'ın üretimi durdurması sonrasında spot fiyatlar savaşın başından bu yana iki katına yükselmiş; söz konusu gazın yarı iletken üretimi, tıbbi görüntüleme ve veri merkezi soğutması gibi alanlarda yerine konulamayan bir girdi olması, yapay zeka veri merkezi yatırımları üzerinde önemli bir risk olarak değerlendirilmiştir. Gübre piyasalarında ise Körfez kaynaklı arz şoku Çin'in ihracat kısıtlamalarıyla birlikte yapısal bir krize dönüşmüş; üre fiyatı ton başına 850 dolar düzeyine ulaşarak Şubat sonundan bu yana %80 artış kaydetmiştir.

Ekonomik Büyüme

Türkiye ekonomisi 2026'nın ilk çeyreğinde yıllık bazda %2.5 büyümüştür. Hem piyasa beklentisinin %2.7 olması hem de mevsimsel düzeltilmiş çeyreklik artışın %0.1'de kalması, ekonominin belirgin bir yavaşlama patikasına girdiğini göstermektedir. Yavaşlamanın bileşimi, manşet rakamın kendisinden daha fazla bilgi taşımaktadır.

Büyümenin omurgasını hizmetler ve tarım oluşturmuştur. Bilgi-iletişim %9.5, diğer hizmetler %5.2 ve tarım %4.6 ile çeyreğin lokomotifleri olurken, üretim ekonomisinin asıl çekirdeği olan sanayi %0.8 daralmıştır. Yağışların bu yıl beklenenin üzerinde olması rekoltenin de iyi olmasına ve tarımsal hasılanın artmasına neden olmuştur. Büyümenin hizmet kalemlerine yaslanırken sanayinin küçülmesi, üretken kapasitenin ve istihdam yaratma potansiyeli yüksek sektörlerin baskı altında olduğunu ortaya koymaktadır. Harcama tarafında ise asıl çelişki dış ticarete belirginleşmiştir. Hanehalkı tüketimi %4.8, yatırımlar %3 artarken; mal ve hizmet ihracatı reel olarak %12.7 gerilemiş, ithalattaki düşüş ise yalnızca %2'de kalmıştır. Sonuç olarak net ihracat büyümeye negatif katkı yapmıştır. Bu da aslında bir dezenflasyon programının istediği iç talep yerine ihracata dayalı bir büyüme ortamından uzaklaşıldığını göstermektedir.

Şekil 2. Çeyreklik GSYH Büyüme Oranı (Yıllık, %)



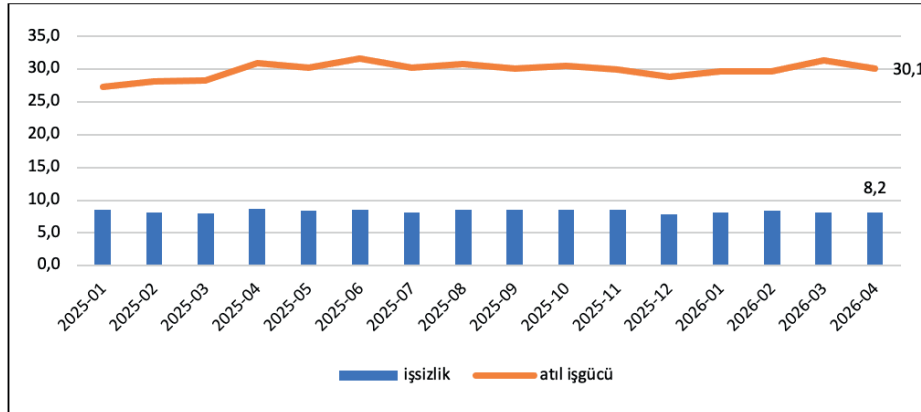
Kaynak: TÜİK

İşsizlik

Nisan 2026'da işsizlik oranı %8.2 ile tarihsel olarak düşük seviyesini korumuş; manşet rakamdaki 0.1 puanlık sınırlı artış ilk bakışta dirençli bir işgücü piyasasına işaret etmiştir. Ancak düşük işsizlik oranının arkasındaki mekanizma, istihdamın güçlü olması değil işgücünün daralmasıdır. Nisan ayında istihdam 356 bin kişi azalırken işgücü 361 bin kişi gerilemiş; işgücüne katılım oranı 0.6 puan düşerek %52.4'e inmiştir. İşsiz sayısının sınırlı ölçüde azalmasının nedeni, iş bulan kişilerin artması değil iş aramaktan vazgeçen kişilerin işgücü dışına çıkmasıdır. İşgücüne dahil olmayanların sayısı tek ayda 423 bin kişi artmıştır.

Bu görünümü teyit eden ikinci gösterge, dar ve geniş tanımlı işsizlik arasındaki uçurumdur. Manşet işsizlik %8.2 iken, zamana bağlı eksik istihdam ve potansiyel işgücünü de kapsayan atıl işgücü oranı %30.1 düzeyindedir. Önceki aya göre 1.2 puanlık gerilemeye rağmen, ekonomide her üç kişiden yaklaşık birinin eksik istihdam edildiği ya da çalışmaya hazır olmasına karşın işgücü dışında kaldığı bir tablo söz konusudur.

Şekil 3. İşsizlik ve Atıl İşgücü Oranı (%)

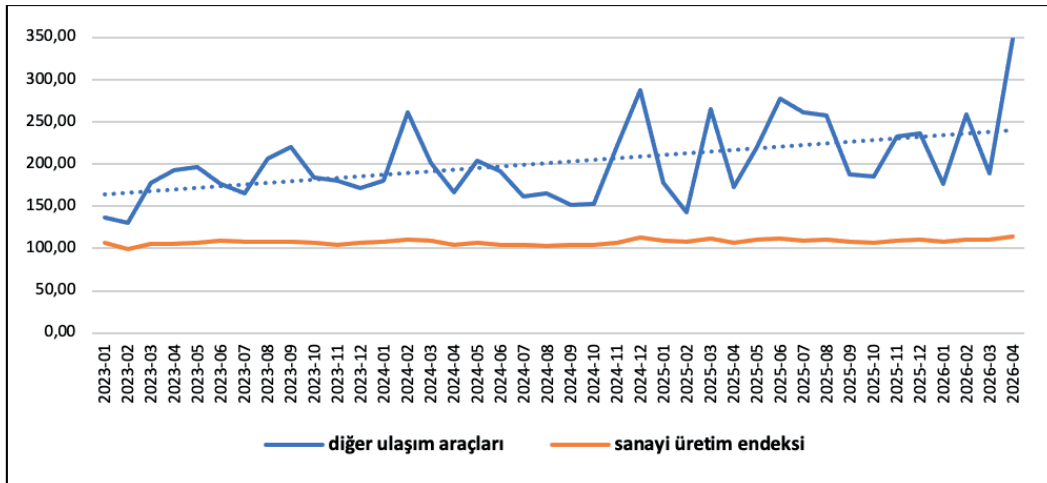


Kaynak: TÜİK

Sanayi Üretimi

Nisan ayı sanayi üretim verileri, ilk çeyrekteki daralma tablosundan belirgin bir kopuşa işaret etmiştir. Takvim etkisinden arındırılmış endeks yıllık %6, aylık %3.7 artarak son sekiz ayın en güçlü performansını sergilemiştir. İlk çeyrekte %0.8 daralan sanayinin, ikinci çeyreğin açılışında imalat öncülüğünde toparlandığı görülmüştür; imalat sanayinin yıllık %6.8'lik artışı bu ivmenin temel kaynağıdır. Ancak burada dikkat edilmesi gereken en önemli noktalardan biri sanayideki gelişimin her sektörde olmadığıdır. İmalat sanayi büyümesinin önemli bir kısmı savunma sanayi ile ilişkili diğer ulaşım araçlarından gelmektedir.

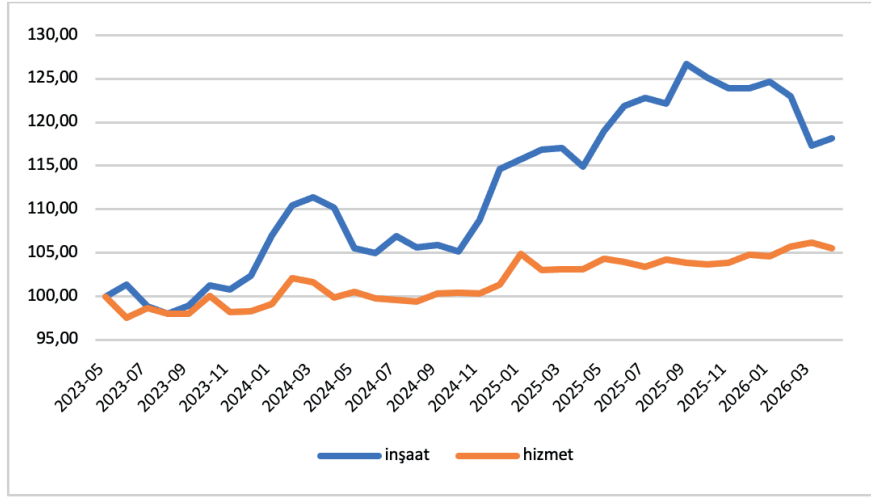
Şekil 4. Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak: TÜİK

Üretim endeksindeki artışa karşın, sanayi sektöründeki ücretli çalışan sayısı yıllık bazda %2.4 gerilemiştir. Sanayi, artan üretimi azalan işgücüyle gerçekleştirmekte; bu da istihdamsız toparlanma görünümü yaratmaktadır. İstihdam yaratan sektörler imalat değil, yıllık %3.8 ile inşaat ve %3.4 ile ticaret-hizmet olmuştur. Bu tablo, işgücü piyasası bölümünde tespit edilen görünümle paraleldir.

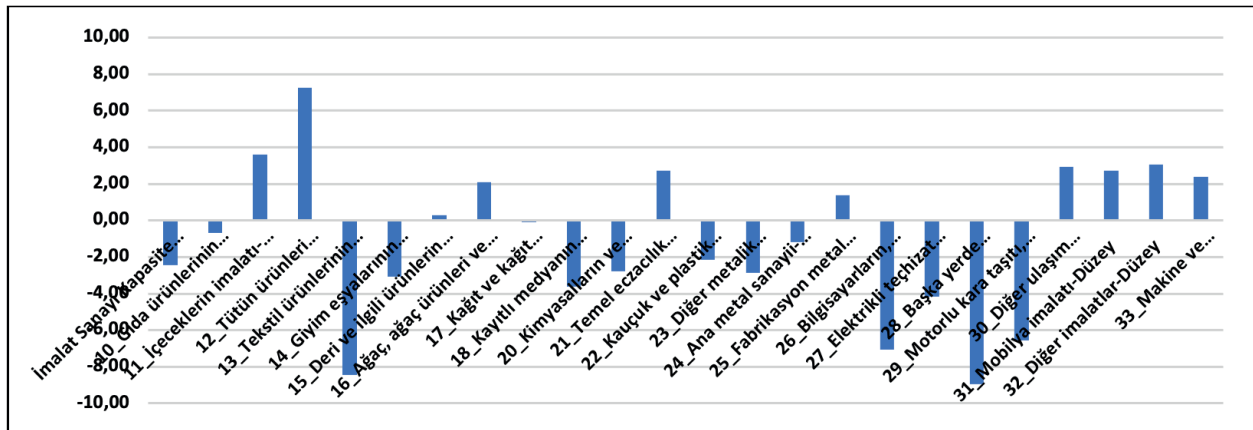
Şekil 5. Hizmet ve İnşaat Üretim Endeksi



İnşaat ve hizmet sektöründe ise manzara sanayiden daha iyi görünmektedir. 2023 ten itibaren birikimli baktığımızda hizmetler sektöründe kümülatif %5 büyümeye, inşaat tarafında ise %18'lik bir büyümeye kaydedilmiştir.

İmalat sanayi kapasite kullanım oranı, ikinci çeyrekteki toparlanma sinyalini teyit eden bir görünüm sergilemiştir. Haziran ayında bir önceki aya kıyasla 0.3 puan artarak %74.5 seviyesine yükselmiş ve 2026 yılının en yüksek değerine ulaşmıştır. Mal gruplarına göre kırılımda yatırım mallarında kapasite kullanımı %70.3'ten %73.4'e güçlü bir sıçrama göstermiş; tüketim mallarında ise %72.7'den %71.8'e gerilemiştir. Yatırım malları kullanımındaki artış firmaların yatırım iştahında bir canlanmaya işaret ederken, tüketim mallarındaki gerileme iç tüketim talebinin soğuduğu bulgusunu desteklemiştir. Kapasite kullanım oranına da ayrı ayrı sektörler olarak bakmak daha açıklayıcı olacaktır. Şekilde kapasite kullanım oranının ortalamasından sapması gösterilmiştir. Tekstil ve giyim, elektrikli teçhizatlar gibi sektörlerde kapasite ortalamasının altında kalmıştır. Tütün ürünleri, ağaç ürünleri, mobilya gibi sektörlerde ortalamanın üzerinde bir kapasite kullanımı olmuştur.

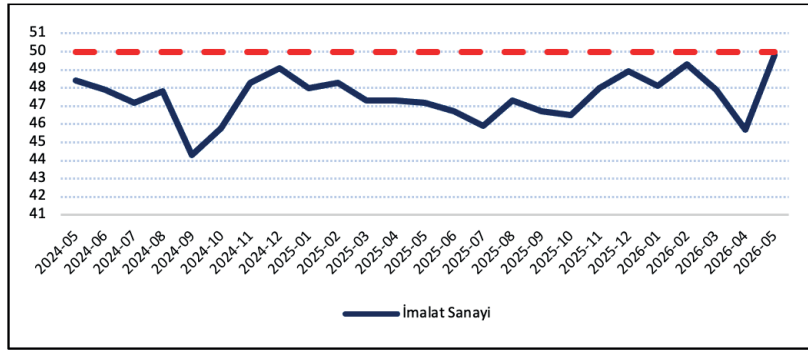
Şekil 6. İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (2013-2019 ortalamasından sapma %)



Kaynak: TCMB

İmalat sanayinin en güvenilir öncü göstergelerinden biri olan İSO Türkiye İmalat PMI, ikinci çeyreğin başında çarpıcı bir oynaklık sergilemiştir. Nisan ayında 45.7'ye gerileyen endeks, Eylül 2024'ten bu yana en büyük bozulmayı işaret etmiş; üretimdeki daralma pandemiden bu yana görülen en sert düzeye ulaşmıştır. Mayıs ayında ise endeks 49.8'e sıçrayarak Mart 2024'ten bu yana en yüksek düzeyine ulaşmış ve 50 eşik değerine belirgin biçimde yaklaşmıştır. En dikkat çekici gelişme dış talep cephesinde yaşanmış; yeni ihracat siparişleri 20 ay süren kesintisiz daralma döneminin ardından ilk kez büyüme bölgesine geçmiştir. Ancak bu artışın savaş kaynaklı tedarik endişelerine karşı oluşturulan ihtiyati stoktan kaynaklanmış olabileceği de unutulmamalıdır. Kalıcı bir düzelmeden bahsedebilmek için verinin birkaç ay daha olumlu gelmesi gerekmektedir.

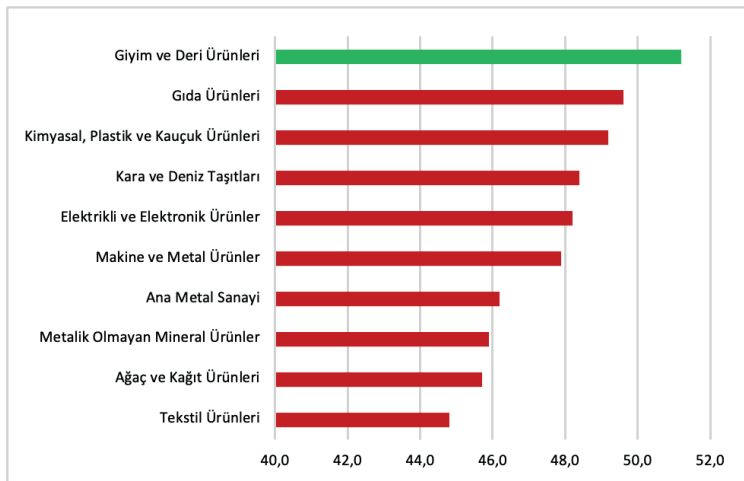
Şekil 7. İSO Türkiye İmalat PMI



Kaynak: ISO ve S&P

Mayıs ayında takip edilen 10 imalat sektörünün yalnızca 1'i 50 eşik değerinin üzerinde kalmıştır. Bu görünüm, imalat sanayindeki toparlanmanın genele yayılmadığını ve sektörel bazda oldukça sınırlı kaldığını ortaya koymaktadır. Mayıs ayında en güçlü performans Giyim ve Deri Ürünleri sektöründe görülmüştür. Sektörün PMI değeri 51.2 ile genişleme bölgesinde kalmıştır. Bu sektör, Nisan ayında başlayan toparlanmayı Mayıs ayında da sürdürmüştür; üretim, yeni siparişler ve satın alma faaliyetlerinde artış kaydetmiştir. Buna karşılık diğer sektörlerde görünüm daha zayıf kalmıştır. Özellikle Tekstil Ürünleri sektörü 44.8 PMI değeri ile en zayıf sektör olmuştur. Tekstilde hem üretim hem de yeni siparişlerdeki daralma, izlenen sektörler arasında en belirgin düzeyde gerçekleşmiştir.

Şekil 8. Sektörel PMI



Dikkat çeken temel unsur, üretim tarafındaki zayıflığın yaygın olmasıdır. Giyim ve deri ürünleri dışında üretim artışı kaydeden sektör bulunmamaktadır. Gıda ürünlerinde yeni siparişler yeniden artışa geçse de üretim üst üste üçüncü ay yavaşlamıştır. Kara ve deniz taşıtlarında ise üretim ve yeni siparişler zayıf kalmaya devam etmiş ancak düşüş hızının Nisan ayına göre bir miktar azaldığı görülmüştür. Bu tablo, talep koşullarındaki zayıflığın üretim kararları üzerinde hâlâ belirleyici olduğunu göstermektedir.

Maliyet tarafında baskılar yüksek seyrini korumuştur. Özellikle Kimyasal, Plastik ve Kauçuk Ürünleri sektöründe tedarik zinciri aksamaları maliyet artışlarını belirgin biçimde güçlendirmiştir. Bu sektörde tedarikçilerin teslimat süreleri Şubat 2024'ten bu yana en yüksek oranda uzamış, girdi maliyetleri enflasyonu ise son dört yılın en yüksek seviyesine çıkmıştır. Satış fiyatlarında da en hızlı artış yine bu sektörde kaydedilmiştir. Bu durum, enerji, hammadde, lojistik ve ara malı maliyetlerine duyarlı sektörlerde fiyat baskısının devam ettiğine işaret etmektedir.

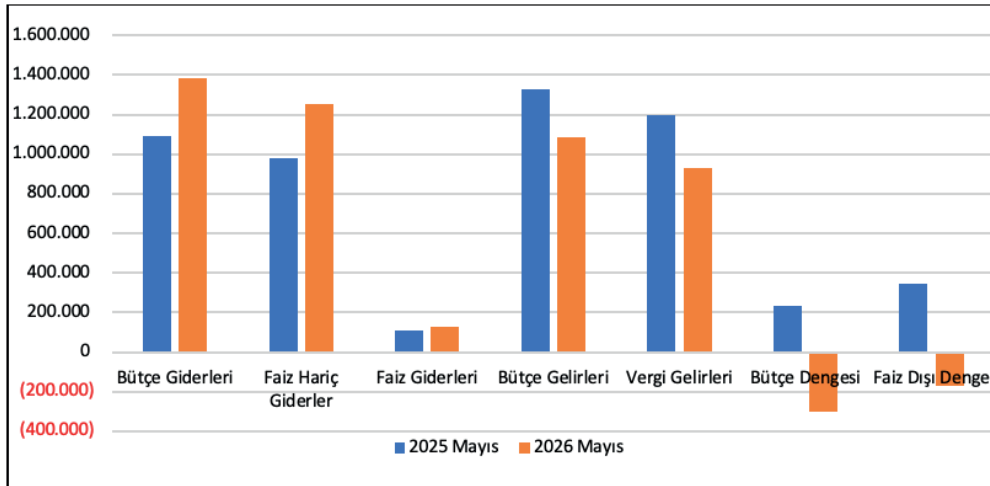
Tedarik zinciri cephesinde de bozulma dikkat çekmektedir. Makine ve metal ürünleri dışında tüm sektörlerde teslimat süreleri uzamıştır. En belirgin gecikmeler kimyasal, plastik ve kauçuk ürünlerinde görülmüştür. Bu gelişme, Orta Doğu kaynaklı jeopolitik risklerin ve lojistik aksaklıkların imalat sanayi üzerinde maliyet ve arz kanalıyla baskı oluşturduğunu göstermektedir.

Maliye Politikası

Maliye cephesindeki tablo, ilk bakışta bütçe açığında belirgin bir bozulmaya işaret etmektedir. 2026'nın Ocak-Mayıs döneminde merkezi yönetim bütçe açığı 1 trilyon 57 milyar TL'ye ulaşmış; geçen yılın aynı dönemindeki 650.3 milyar TL'lik açığın oldukça üzerine çıkmıştır. Ancak önemli nokta açığın bileşimindedir. Ocak-Mayıs döneminde faiz dışı denge 205.6 milyar TL fazla vermiş; üstelik bu fazla geçen yılın aynı dönemindeki 185.5 milyar TL'nin de üzerine çıkmıştır. Beş aylık dönemde faiz giderleri ise yaklaşık 1 trilyon 263 milyar TL'ye ulaşmıştır. Başka bir ifadeyle, faiz ödemeleri olmasa bütçe fazla verecektir; oluşan açığın tamamı faiz yükünden kaynaklanmaktadır. Toplam harcamaların yaklaşık %17'sinin faiz ödemelerine gitmesi, mevcut sıkı para politikası duruşunun kamu maliyesi üzerindeki doğrudan maliyetini somut biçimde ortaya koymaktadır.

Bu tablo, dezenflasyon programının içsel bir gerilimini gözler önüne sermektedir. Enflasyonu düşürmek için sürdürülen yüksek faiz ortamı, bir yandan iç talebi ve sanayi faaliyetini soğuturken, diğer yandan kamu borç servisinin maliyetini artırarak bütçe dengesini doğrudan baskılamaktadır. Yıl geneli açısından, 2026 bütçe kanununda öngörülen yaklaşık 2.72 trilyon TL'lik açık hedefinin %39'una ilk beş ayda ulaşılmış olması, gerçekleşmenin şimdilik yıllık hedefle kabaca uyumlu seyrettiğini göstermektedir.

Şekil 9. Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge (Milyon TL)

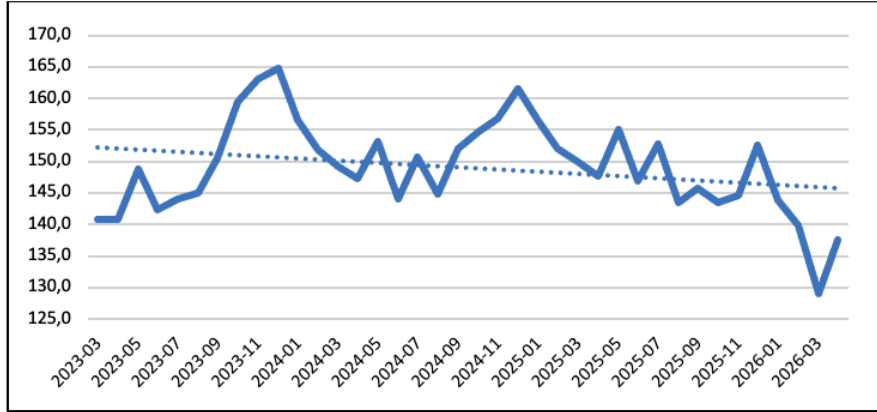


Kaynak: HMB

Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi

Mayıs ayı dış ticaret verileri dış dengede bir iyileşmeye işaret etmekle birlikte, bu iyileşmenin niteliği dikkatle okunmayı gerektirmektedir. İhracat yıllık bazda %9.3 gerileyerek 22.5 milyar dolara, ithalat ise %10.7 azalarak 28.1 milyar dolara inmiştir. Dış ticaret açığı %15.7 daralarak 5.6 milyar dolara gerilemiş, ihracatın ithalatı karşılama oranı %80.1'e yükselmiştir. Ancak açıktaki bu daralma, ihracatın güçlenmesinden değil ithalatın ihracattan daha sert düşmesinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle iyileşme, rekabet gücüne dayalı bir ihracat artışından çok iç talebin ve ithalat iştahının zayıflamasına bağlı bir daralma kaynaklı denge düzeltmesi niteliği taşımaktadır. İhracattaki gerilemenin önemli bir kısmı, Türk dış ticaretinin çapası konumundaki Avrupa Birliği'nden kaynaklanmış; AB'ye ihracat Mayıs'ta 9.4 milyar dolara inmiştir. İhracattan fiyatın etkisini çıkaran ihracat miktar endeksinde 2026 başından itibaren belirgin bir yavaşlama göze çarpmaktadır.

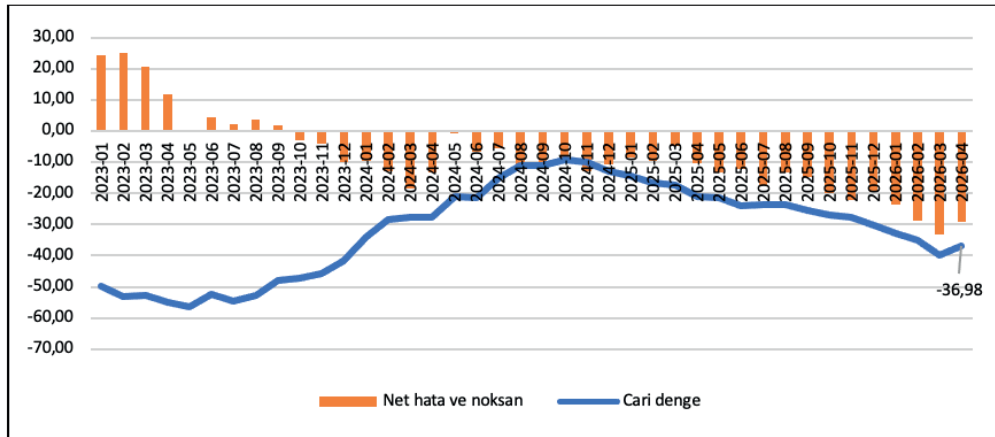
Şekil 10. İhracat Miktar Endeksi (3 aylık Ortalama)



Kaynak: TÜİK

Cari denge tarafında Nisan ayı verileri hem yapısal bir gerçeği hem de olumlu bir dönüş sinyalini bir arada içermektedir. Cari işlemler hesabı Nisan ayında 5.7 milyar dolar açık vererek piyasa beklentilerinin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak çekirdek cari denge yani altın ve enerji ithalatı hariç tutulduğunda cari işlemler hesabı 319 milyon dolar fazla vermiştir. Cari açığı dengeleyen temel unsur ise hizmetler dengesi, özellikle de turizm gelirleridir. Nisan ayında hizmetler dengesinden kaynaklanan net girişler 3.7 milyar dolara ulaşmış; bunun 2.9 milyar dolarını seyahat gelirleri oluşturmuştur. Yıllıklandırılmış cari açık ise 37 milyar dolar olmuştur. Net hata ve noksan kalemi ile birlikte Türkiye'nin finansman ihtiyacı 66 milyar dolar olarak hesaplanmıştır. Mart ayındaki 73 milyar dolar seviyesinden gerilemiştir.

Şekil 11. Cari İşlemler Dengesi, Net Hata ve Noksan (Milyar Dolar)



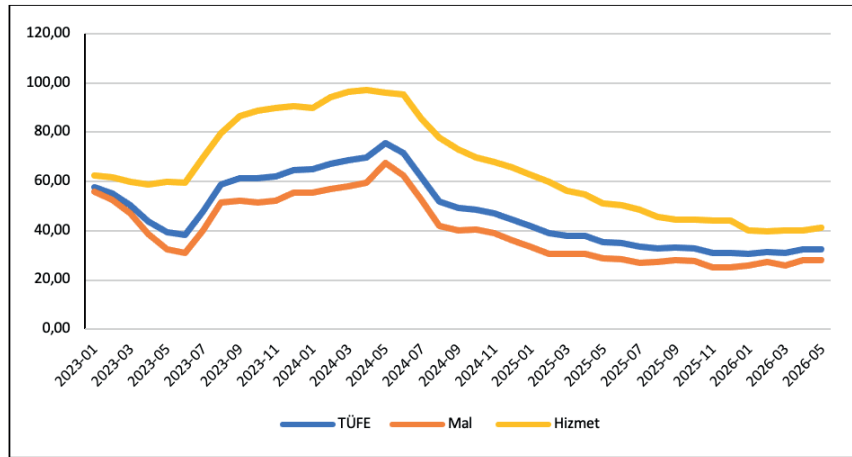
Kaynak: TCMB

Ancak finansman kalitesi tarafı yapısal bir zayıflık barındırmaktadır. Cari açığın finansmanında Nisan ayında portföy yatırımlarından 4.1 milyar dolarlık net giriş kaydedilmiş, resmi rezervler ise 12 milyar doları aşan güçlü bir artış göstermiştir. Ancak yıllıklandırılmış bazda doğrudan yatırımların cari açık finansmanına katkısının yalnızca 2.9 milyar dolarda kalması, açığın istikrarlı ve uzun vadeli sermaye yerine daha oynak portföy akımları ve borçlanma yoluyla finanse edildiğini ortaya koymaktadır.

Enflasyon

Mayıs ayı enflasyon verileri, ilk bakışta dezenflasyon sürecinin yeniden rayına oturduğu izlenimini vermektedir. Tüketici fiyatları aylık bazda %1.71 artarak, Nisan ayındaki %4.18'lik sıçramanın ardından belirgin biçimde yavaşlamış ve Aralık 2025'ten bu yana en düşük aylık artışı kaydetmiştir. Ancak bu olumlu görünüm iki nedenle temkinli okunmalıdır. Birincisi, aylık yavaşlamanın önemli bir kısmı mekanik olarak değerlendirilebilir. Nisan ayındaki yüksek enflasyon Orta Doğu'daki çatışmanın tetiklediği enerji fiyatı şokundan kaynaklanmış, Mayıs'ta bu şokun aylık etkisinin hafiflemesi manşet rakamı kendiliğinden aşağı çekmiştir. İkincisi ve daha önemlisi, yıllık enflasyon yavaşlamak bir yana bir önceki aya göre 0.24 puan artarak %32.61'e yükselmiştir. Dezenflasyon, %32-33 bandında fiilen duraksamış görünmektedir.

Şekil 12. Manşet, Mal ve Hizmet Enflasyonu (Yıllık, %)

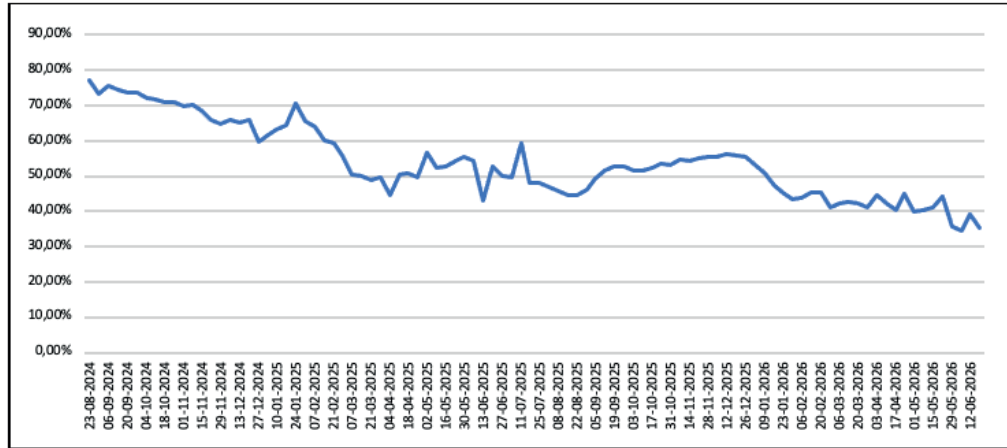


Kaynak: TÜİK

Manşet rakamının altındaki çekirdek dinamikler bu duraksamanın nedenini açıkça ortaya koymaktadır. Enerji, gıda ve altın gibi oynak kalemleri dışlayan çekirdek enflasyon, Mayıs'ta aylık %2.92 artarak manşet enflasyonun belirgin biçimde üzerinde gerçekleşmiştir. Bu fark, fiyat artışlarının yavaşlamasının daha çok geçici kalemlerden kaynaklandığını, fiyatlamanın temelindeki katılığın ise sürdüğünü göstermektedir. Bu katılığın asıl kaynağı hizmet sektörüdür; hizmet grubu fiyatları yıllık %41.07 ile temel malların yıllık %17.26'lık artışının çok üzerinde seyretmiştir. Ücret, kira ve iç talep dinamiklerini yansıtan hizmet enflasyonundaki bu inatçılık, dezenflasyonun önündeki en temel yapısal engel olmayı sürdürmektedir. Enerji fiyatlarının Mayıs'ta aylık %6.6 artması ise jeopolitik gerilimin enerji ithalatçısı Türkiye üzerindeki doğrudan etkisini ortaya koymuştur.

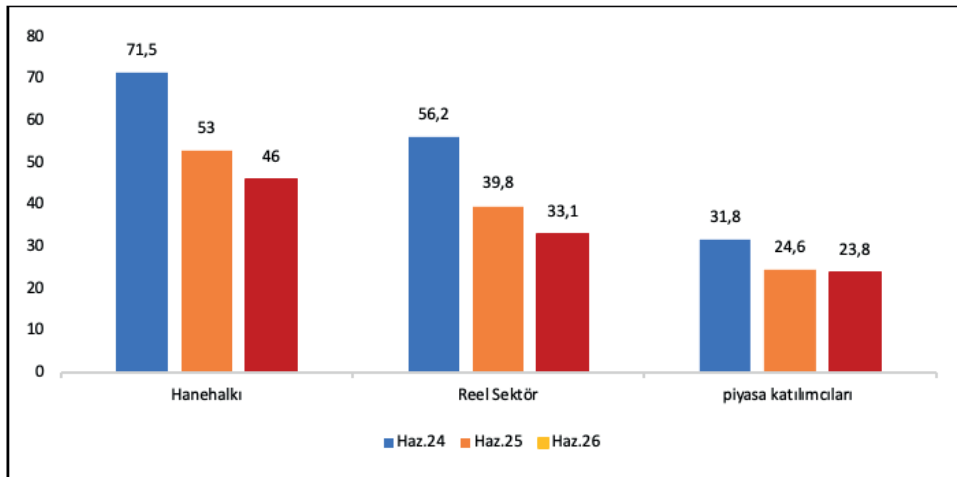
Enflasyonun nedenini oluşturan 3 temel mekanizmanın ikisinde düşürücü bir etki gözlenmektedir. Öncelikle talep tarafına baktığımızda kredi kartı harcamalarında bir gevşeme göze çarpmaktadır. Kredi kartı harcamalarının yıllık artışı 2025'teki %50 seviyelerinden %35'lere gerilemiştir. Ayrıca ODMD verilerine göre Ocak-Nisan arası otomotiv pazarı %7.4 daralmıştır. Beyaz eşya tarafında ise ilk çeyrek %10 daralan iç talep Mayıs ayında %1 kadar da olsa bir artış göstermiştir. Talep tarafının bizi %20'lerin altına indirmeye yetecek kadar olmasa da bir soğuma gösterdiği söylenebilir.

Şekil.13 Kredi Kartı Harcamaları (4 Haftalık Hareketli Ortalama, Yıllık% Değişim)



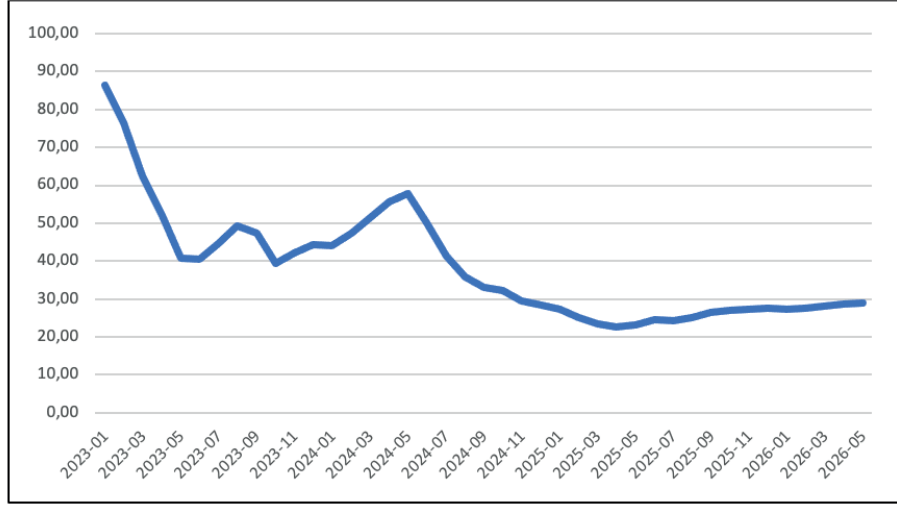
Enflasyon için ikinci olumlu kanal ise beklenti tarafında yaşanan görece iyileşmedir. Hanehalkı enflasyon beklentisi Haziran ayında 12 ay sonrası için %46.1'e gerilemiştir. Hala yüksek olarak değerlendirilse de Nisan ayına göre 5.5 puan gerilemiştir. Reel sektör beklentisinde ise sınırlı bir iyileşme gözlenmiş, 1 yıl vadeli enflasyon beklentisi %33.1 olarak oluşmuştur.

Şekil 14. Sektörel Enflasyon Beklentileri (12 ay sonrası)



Son kanal ise maliyet kanalıdır. Ne yazık ki yaşanan savaşın etkisi bu kanal üzerinden kendini göstermiştir. Yi-ÜFE aylık %2.75 yıllık ise %29 artış kaydetmiştir. Üretici enflasyonu %22'ye kadar gerilemiş ancak oradan tekrar yükselişe geçerek %29 seviyesine ulaşmıştır. Bu maliyet baskısının sürdüğünü göstermektedir.

Şekil 15. Yi-ÜFE (Yıllık,%)

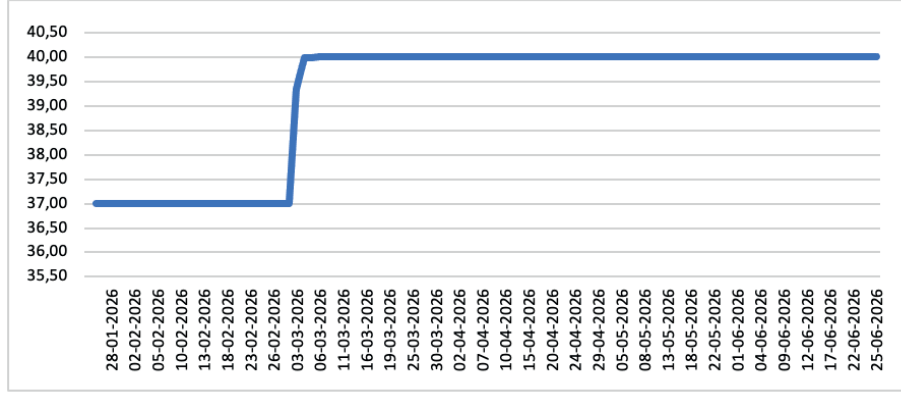


Para ve Kur Politikası

Para politikasında dönemin en önemli gelişmesi, 14 Mayıs'ta sunulan 2026 yılı İkinci Enflasyon Raporu'nda yaşanmıştır. Şubat sonunda başlayan savaşın enerji ve emtia fiyatları üzerinde yarattığı şokun ardından, 2026 yıl sonu enflasyon ara hedefi %16 düzeyinden %24 düzeyine yükseltilmiş; baz senaryo altında yıl sonu enflasyon tahmini ise %18'den %26'ya revize edilmiştir. Söz konusu güncellemeler, ara hedef uygulamasının Ağustos 2025'te devreye alınmasından bu yana yapılan ilk revizyon niteliği taşımaktadır. Petrol fiyatı varsayımı 60.9 dolardan 89.4 dolara, gıda enflasyonu varsayımı %19'dan %26.3'e, ithalat fiyatları varsayımı ise %2'den %6.3'e yükseltilmiştir. Bu revizyon, enflasyonla mücadelenin bir yıl ötelenmesi şeklinde okunabilir. İletişim çerçevesinde de değişikliğe gidilmiş; tahmin aralığı yaklaşımına ara verilerek baz senaryo altında nokta tahminlerin paylaşıldığı bir yönetime geçilmiştir.

Merkez Bankası, Haziran toplantısında politika faizini %37 düzeyinde sabit tutarak sıkı para politikası duruşunu sürdürmüştür. Bu karar, Ocak ayında politika faizinin %38'den %37'ye indirilmesinin ardından kesintisiz sürdürülen sabit tutma serisinin devamı niteliğindedir; 2025 boyunca süren faiz indirim döngüsü yılın başından bu yana fiilen askıya alınmıştır. Bir yanda iktisadi faaliyetin yavaşlaması ve sanayi istihdamının erimesi faiz indirimleri için bir gerekçe oluştursa da yıllık enflasyonun %32.61'e yükselmesi ve çekirdek ile hizmet enflasyonundaki direnç sıkı duruşun korunmasını zorunlu kılmaktadır. Piyasa katılımcılarının yıl sonu politika faizi beklentisinin %35 medyanında oluşması, indirimlerin yıl sonuna doğru ve sınırlı ölçüde başlayabileceği yönünde temkinli bir fiyatlamaya işaret etmektedir.

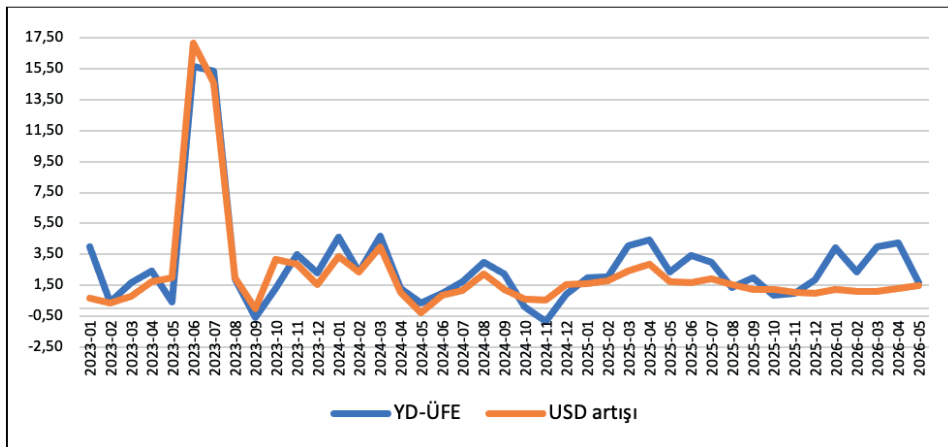
Şekil 16. Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi (%)



Merkez Bankası'nın duruşu yalnızca politika faiziyle sınırlı kalmamış; kredinin miktarını doğrudan hedefleyen makroihtiyati araçlarla desteklenmiştir. 22 Mayıs itibarıyla zorunlu karşılık uygulaması kapsamındaki kredi büyüme sınırları tüm ana segmentlerde aşağı çekilmiştir. İhtiyaç ve taşıt kredilerinde sınır %4'ten %3'e, KOBİ dışı işletmelere kullandırılan TL kredilerde %3'ten %2'ye indirilmiştir. BDDK verilerine göre son bir yılda Türk lirası kredilerin %44 büyümesi, %37'lik politika faizine rağmen kredi talebinin canlılığını koruduğunu göstermiştir. Düzenlemenin tasarımı dikkat çeken nokta, sınırlamaların tüketici ve büyük ölçekli ticari kredilerde daha sert uygulanmasına karşılık ihracat, yatırım, tarım ve kamu odaklı kredilerin muaf tutulmasıdır.

Kur tarafı, dezenflasyon programının en önemli dayanağıdır. TL bu süreçte reel olarak değerlenmeye devam etmektedir. Yıl başından Mayıs sonuna kadar kurda artış %7 civarında olurken, enflasyondaki artış %16.6 olmuştur. Merkez Bankası, kuru nominal olarak kontrollü bir patikada zayıflatırken reel olarak değerlenmesine izin vermekte ve bunu döviz müdahaleleriyle desteklemektedir. Bu reel değerlenme stratejisi, ithalat fiyatları ve beklenti kanalı üzerinden enflasyonu aşağı çekmeyi hedeflemektedir. Ne var ki strateji, dış ticaret bölümünde belgelenen tabloyla doğrudan bir çelişki barındırmaktadır. Liranın reel değerlenmesi fiyat istikrarına hizmet ederken, Türk ihracatçısının dış pazarlardaki rekabet gücünü aşındırmaktadır. Şekilde imalat sanayi yurt dışına satılan ürünlerin üretici fiyatları ile dolar kuru yer almaktadır. Yani imalatçı ihracatçıların maliyetleri ile dolar kuru artışı gözlenmektedir. 2025'in ikinci yarısından sonra ihracatçıların maliyetleri belirgin bir şekilde dolar kurunun üstünde kalmıştır.

Şekil 17. YD-ÜFE (İmalat Sektörü) ve Dolar Kuru Artışı (Aylık, %)



SONUÇ

Mayıs-Haziran dönemi, 28 Şubat'ta başlayan savaşın zirveye ulaşp ardından kırılğan bir mutabakatla yön değıştirdiğı bir geçiş dönemi olmuştur. Brent petrolün 110 doların üzerinden 72 dolara gerilemesi ve risk priminin geri çekilmesi olumlu bir tablo çizmekle birlikte, bu rahatlama sağlam bir zemine değil uygulanması henüz teyit edilmemiş bir çerçeveye dayanmaktadır. 60 günlük müzakere takviminin tıkanması veya İran'ın geçiş ücreti talebinin krize dönüşmesi, geri çekilen savaş primini fiyata yeniden davet edebilecek bir potansiyel taşımaktadır. Enerji fiyatlarının düşüşe rağmen savaş öncesi seviyelerin üzerinde seyretmesi, küresel maliyet tabanının yapısal olarak yukarı kaydığını teyit etmektedir.

Bu dönem, bir ülkenin kritik bir noktaya sahip olduğunda tüm dünya ekonomilerini etkileyebildiğini bir kez daha göstermiştir. Enerji ve hammadde arz güvenliği, ekonomi politikasının merkezine yerleşmiştir. Hürmüz'ü devre dışı bırakan alternatif güzergahlar, kritik mineral tedarik zincirleri ve savunma kapasitesi; verimlilik temelli bir dünyadan güvenlik temelli bir dünyaya geçişin yeni belirleyicileri olarak öne çıkmaktadır.

Türkiye ekonomisi bu dönemi, yavaşlayan büyüme ve %32-33 bandında sıkışan bir enflasyonla geçirmiştir. Enflasyon dinamiklerinde yavaşlama görünse de bu yavaşlama bizi hedeflerimize yaklaştıracak kadar belirgin değildir.

İlk çeyrekteki sanayi daralmasının ardından Nisan'da gözlenen üretim toparlanması ve PMI'daki iyileşme olumlu sinyaller olmakla birlikte, bu canlanmanın istihdama yansımaması ve dış talebin kırılğan zemini, toparlanmanın geniş tabanlı olmadığını göstermektedir.

TCMB, ara hedefini %24'e revize ederek ve makroihtiyati sınırlamaları devreye alarak sıkı duruşunu pekiştirmiştir. Ancak petrol fiyatlarındaki gerileme ve enflasyonun düşük gelme ihtimalinin belirginleşmesi TCMB için bir faiz indirimi ihtimalinin gündeme gelmesine neden olmuştur. Yapılan anında tahminlere göre Haziran ayında enflasyonun %1'in altında gelme ihtimali yüksektir. Bu da TCMB'nin 23 Temmuz'da ufak bir indirim yapma zeminini vermektedir. Faiz indirim senaryoları için öncelikle fiili fonlama maliyetinin politika faizine yakınsaması gerekmektedir. Hala TCMB piyasayı üst banttıan yani %40'tan fonlamaktadır. Eğer Temmuz başında fonlama yeniden %37 seviyelerine dönerse TCMB'nin faiz indirimine dair bir sinyal niteliğı taşıyacaktır.

Hem savaş döneminde hem de Mayıs ayında yaşanan siyasi belirsizlikte hanehalkında dövize yönelim olmamış, bu da TCMB'nin elini rahatlatmıştır. Yaşanan siyasi gelişmeler esnasında 12 milyar dolar rezerv kaybı yaşanmıştır. Ancak Haziran itibarı ile 22 milyar dolar rezerv geri alınmıştır. Savaş başından beri hesapladığımızda net rezerv kaybı 15 milyar dolar olmuştur. Buna rağmen yabancıların çıkışlarını karşılamak için TCMB'nin rezervleri yeterli seviyededir. Bunun en büyük nedeni ise zaten yabancı yatırımcının piyasalardaki rolünün sınırlı olmasıdır. Bu da kur politikası konusunda TCMB'nin elini rahatlatmaktadır.

Yıllıklandırılmış cari açığın gerilemeye başlaması olumlu bir gelişme olmakla birlikte, ihracat performansındaki zayıflık ve finansmanın oynak sermaye akımlarına dayanması, önümüzdeki dönemde yakından izlenmesi gereken yapısal risk unsurları olmayı sürdürmektedir.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim

deryahekim@gmail.com



Derya Hekim



@drderyahekim



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ