



EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2026 MART

DOÇ. DR. DERYA HEKİM

İÇİNDEKİLER

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

YÖNETİCİ ÖZETİ

İran-ABD-İsrail savaşı, Türkiye ekonomisinin dengeleme sürecini kesintiye uğratmıştır. Hürmüz Boğazı'nın fiilen kapanmasıyla enerji ve gübre fiyatlarında yaşanan sert yükseliş; enflasyon, cari denge ve bütçe üzerinde eş zamanlı baskı oluşturmakta, yılın ikinci yarısına taşınan dezenflasyon sürecini ciddi biçimde tehdit etmektedir. Küresel ölçekte de tablo karmaşılaşmış; başta ABD ve Euro Bölgesi olmak üzere büyüme görünümü bozulurken merkez bankalarının faiz indirimi süreçleri yerini artırım tartışmalarına bırakmıştır.

Savaş öncesi tabloda imalat sanayi PMI iki yılın en yüksek düzeyine yaklaşmış, bütçe disiplini görece korunmuş, cari denge yönetilebilir bir seyir izlemeye başlamıştı. Savaşın patlak vermesiyle bu görünüm hızla bozulmuştur. Enerji ithalatçısı ve tarımsal girdide dışa bağımlı bir ekonomi olarak Türkiye, fiyat şokunu hem maliyet hem de beklenti kanalından hissetmektedir. Zaten ivme kazanmaya başlayan gıda enflasyonu üzerine binen enerji ve gübre maliyeti baskısı, yılın ikinci yarısında enflasyonun yeniden yukarı hareket etmesi ile cari açığın belirgin biçimde genişlemesi riskini beraberinde getirmektedir.

Maliye cephesinde kurumlar vergisi tahsilatının zamanlama etkisi Şubat bütçesini geçici olarak desteklemiş olsa da faiz yükündeki artış ve eşel mobil mekanizmasının ÖTV tamponunu hızla tüketmesi yıl genelinde bütçe baskısını canlı tutmaktadır. Dış dengede ise ihracat görece sınırlı kalırken ithalatın güç kazanması dış ticaret açığının genişlemesine yol açmış; cari açık için yıllık tahminler yukarı revize edilmektedir.

TCMB, savaşın ilk haftasında hızlı ve çok araçlı müdahalesiyle döviz kurunu ve beklentileri istikrara kavuşturmuş; Türk lirası gelişmekte olan ülkeler arasında en dirençli para birimlerinden biri olmuştur. Resmi politika faizine dokunulmaksızın gerçekleştirilen fiili sıkılaşıma, piyasalar tarafından kararlı bir sinyal olarak algılanmıştır. Bununla birlikte döviz rezervlerinin kullanım hızı ve 22 Nisan PPK toplantısına ilişkin beklentiler yakın vadede piyasaların odak noktası olmayı sürdürmektedir.

Sonuç olarak krizin seyri ve petrol fiyatlarının ne kadar süre yüksek kalacağı, 2026 yılı Türkiye ekonomisi görünümünün belirleyici değişkeni olacaktır. Baz senaryoda çatışmanın görece kısa sürmesi ve enerji fiyatlarının yılın ikinci yarısında geri çekilmesi halinde ekonomi programının ana hatlarıyla korunabileceği değerlendirilmektedir. Bununla birlikte krizin uzaması durumunda enflasyon, büyüme ve dış denge üzerindeki baskının derinleşmesi kaçınılmaz görünmektedir.

“

“Savaş servetin en büyük düşmanıdır.”

Adam Smith

”

28 Şubat 2026'da ABD ve İsrail'in İran'a yönelik hava saldırılarıyla başlayan çatışma, 22 Mart itibarıyla üçüncü haftasını doldurmuş; askeri boyutunun çok ötesine geçerek küresel enerji piyasaları, tarımsal girdi zincirleri ve ticaret güzergahları üzerinde kalıcı izler bırakmaya başlamıştır.

Krizin ekonomik ekseninin merkezinde Hürmüz Boğazı yer almaktadır. Küresel petrol ticaretinin yaklaşık beşte birinin geçtiği bu stratejik su yolunun fiilen kapanmış olması, enerji piyasalarında savaş öncesine kıyasla yaklaşık %40'lık bir fiyat artışına yol açmıştır. Savaş öncesinde 69 dolar civarında seyreden Brent petrol 119 dolara kadar yükselmiş; 22 Mart itibarıyla 105-115 dolar bandında dalgalanmaktadır. Aynı dönemde ICE Dutch TTF doğalgaz fiyatı 30 eurodan 55 euroya fırlamış, tanker sigorta primleri ise bazı güzergahlarda %50'ye varan oranlarda artış kaydetmiştir. Irak'ın güneyindeki üretimin yaklaşık %70 gerilemesi, Katar'ın LNG ihracatını geçici olarak durdurması ve Kuveyt'in mücbir sebep ilan etmesi arz cephesindeki tabloyu daha da ağırlaştırmıştır. ABD Stratejik Petrol Rezervi'nden salınan 400 milyon varil ve Uluslararası Enerji Ajansının koordineli bir şekilde ülkelerin petrol rezervlerinin satılması yolundaki müdahalesi fiyatlar üzerinde sınırlı bir etki yaratmıştır.

Enerji kriziyle eş zamanlı gelişen ikinci ve belki daha kalıcı etki, küresel tarımsal girdi zincirlerinde yaşanmaktadır. Körfez bölgesi, küresel üre arzının yaklaşık %46'sını, gübre ticaretinin ise yaklaşık üçte birini karşılamaktadır. Hürmüz'ün kapanması bu kritik akışı doğrudan kesintiye uğratmış; Orta Doğu'dan üre ihracat fiyatları ton başına 500 dolardan 700 dolara fırlamış, yani yalnızca birkaç haftada %40'ın üzerinde artış kaydetmiştir. Katar'ın LNG tesislerine yönelik saldırıların ardından Qatar Energy üretimi durdurmuş; Hindistan üç gübre fabrikasında kapasiteyi düşürmek zorunda kalırken Bangladeş beş tesisinden dördünü kapatmıştır. Bahar ekim sezonunun tam ortasına denk gelen bu kriz ABD'de gübre arzında %25'lik bir açık oluşmasına neden olmuştur. Bank of America, krizin sürmesi halinde küresel üre arzının %65-70'inin risk altına girebileceğini hesaplamaktadır. Uzmanlar, azot gübresi fiyatlarının iki katına, fosfat fiyatlarının ise %50 artabileceği uyarısında bulunmaktadır. Bu tablonun yıl içinde mısır, buğday ve pirinç başta olmak üzere temel tarım ürünlerinde verim düşüşüne ve gıda enflasyonuna dönüşme riski taşıdığı değerlendirilmektedir. Ayrıca yemin de hammaddesi olduğundan et ve özellikle yumurta fiyatlarında bir artış beklenmektedir.

Genel tedarik zinciri boyutunda tablo da son derece çarpıcıdır. UNCTAD verilerine göre Hürmüz'den günlük gemi geçişleri savaş öncesinde ortalama 141 düzeyindeyken çatışmaların başlamasıyla birlikte 4-6 bandına gerilemiştir. Büyük denizcilik hatları savaş riski ek ücreti uygulamalarını hızla devreye alırken pek çok nakliye şirketi rezervasyon kabulünü geçici olarak durdurmuştur. Süveyş ve Kızıldeniz hattındaki güvenlik sorunlarıyla zaten kırılganlaşmış olan küresel deniz lojistiği bu yeni şokla birlikte çok sayıda sektörde maliyet baskısını hissedilir biçimde artırmaktadır.

ABD ekonomisi, 2026 yılının ilk çeyreğinde birbirine zıt sinyaller üretmeye devam etmektedir. 2025 yılı dördüncü çeyrek büyüme verisi öncü tahmindeki %1.4'ün oldukça altında %0.7'ye revize edilmiş; tüketici harcamalarındaki yavaşlama, ihracattaki daralma ve kamu harcamalarının hükümet kapanması nedeniyle %5.8 gerilemesi bu sonuçta belirleyici olmuştur. Böylece 2025 yılı tamamında büyüme %2.1 ile 2024'teki %2.8 seviyesinin belirgin biçimde gerisinde kalmıştır. İşgücü piyasasında da tablo bozulmaya devam etmektedir. Ocak ayında 130 bin kişilik artışla güçlü seyrini koruyan tarım dışı istihdam, şubatta 92 bin kişilik sürpriz bir düşüşle beklentilerin çok altında kalmış; işsizlik oranı yeniden %4.4'e yükselmiştir. İran savaşının başlamasıyla derinleşen belirsizlik ortamının iş gücü piyasasına yansımaya başladığı ve stagflasyon tartışmalarını yeniden alevlendirdiği değerlendirilmektedir.

Fed, 18 Mart'taki toplantısında politika faizini beklentilere paralel olarak %3.5-3.75 aralığında sabit tutmuştur. Ancak toplantıdan çıkan en çarpıcı mesaj güncellenen projeksiyonlar olmuştur. Fed, 2026 yılı enflasyon tahminini %2.4'ten %2.7'ye, çekirdek enflasyon tahminini de aynı seviyeye yükseltmiştir. Başkan Powell, basın toplantısında petrol şokunun harcamalar ve istihdam üzerinde aşağı yönlü, enflasyon üzerinde ise yukarı yönlü baskı yaratacağını açıkça vurgulamış; mevcut durumu "zor bir denge" olarak nitelendirmiştir. Büyümeyi destekleme ile enflasyonu kontrol altında tutma hedefleri arasında giderek derinleşen bu gerilim, savaş öncesinde haziran ayı için fiyatlanan faiz indirimi beklentisinin eylül toplantısına kaymasına neden olmuştur. Son günlerde savaşın derinleşmesi ile FED'in bu yıl faiz indirmeyeceği hatta faiz arttırması fiyatlara girmeye başlamıştır.

Euro Bölgesi ekonomisi, İran savaşının başlamasından önce görece ılımlı ama istikrarlı bir toparlanma sürecindeydi. 2025 yılının dördüncü çeyreğinde büyüme, öncü tahmindeki %0.3'ün altında kalarak çeyreklik bazda %0.2 olarak gerçekleşmiş; yıllık büyüme ise piyasa beklentisi olan %1.3'ün gerisinde %1.2'de kalmıştır. 2025 tam yılında büyüme %1.4 ile ılımlı seyretmiş; Almanya ekonomisindeki kronik yapısal sorunlar bölgenin genel performansını sınırlamıştır. Enflasyon tarafında tablo son derece olumlu kaydedilmiştir. Şubat 2026'da yıllık enflasyon %1.9'a yükselse de ECB'nin %2 hedefinin hemen altında seyretmiştir. Çekirdek enflasyon bu dönemde %2.4 ile kısmen daha dirençli bir görünüm sergilemiştir.

19 Mart'taki toplantısında ECB, mevduat faizini sabit tutmuştur. Kararın zamanlaması ve projeksiyonlardaki köklü değişim dikkat çekicidir. ECB, 2026 yılı enflasyon tahminini Aralık toplantısındaki %1.9'dan %2.6'ya yükseltirken, büyüme tahminini %1.2'den %0.9'a indirmiştir. ING Küresel Makro Araştırma Başkanı, savaşın ECB'nin tüm gündemini değiştirdiğini ve faiz indirimlerini rafa kaldıracabileceğini belirtmiştir. Enerji kaynaklı risklerin ve euro'nun değer kaybının sürmesi halinde 2. veya 3. çeyrekte faiz artırımının gündeme gelebileceğine dair değerlendirmeler de piyasada yer bulmaya başlamıştır.

Çin ekonomisi 2025 yılını hükümetin belirlediği "%5 civarında" büyüme hedefini karşılayarak kapatmıştır. Ancak bu büyümenin arkasındaki yapısal kırılmalıklar 2026 yılına taşınmaya devam etmektedir. İç talep zayıf seyrederken ihracat, büyümenin temel motoru olmayı sürdürmüştür; bu durum ise dış ticaret fazlasını tarihî zirvelere taşımıştır. Fiyatlar cephesinde tablo dikkat çekicidir: Ocak 2026'da yıllık TÜFE %0.2 ile tahminlerin altında kalırken üretici fiyatları yıllık %1.4 gerilemiş; deflasyonist baskıların sürdüğüne işaret etmiştir. Şubat'ta TÜFE üç yılın en yüksek seviyesine çıkmış, ancak ÜFE'deki yıllık düşüş %-0.9 ile devam etmiştir. Söz konusu deflasyon sorununun kronikleşmesi üzerine hükümet yıllık enflasyon hedefini %3'ten %2'ye indirmiş; 2026 bütçe açığı hedefini ise GSYİH'nin %4'ünde sabit tutmuştur.

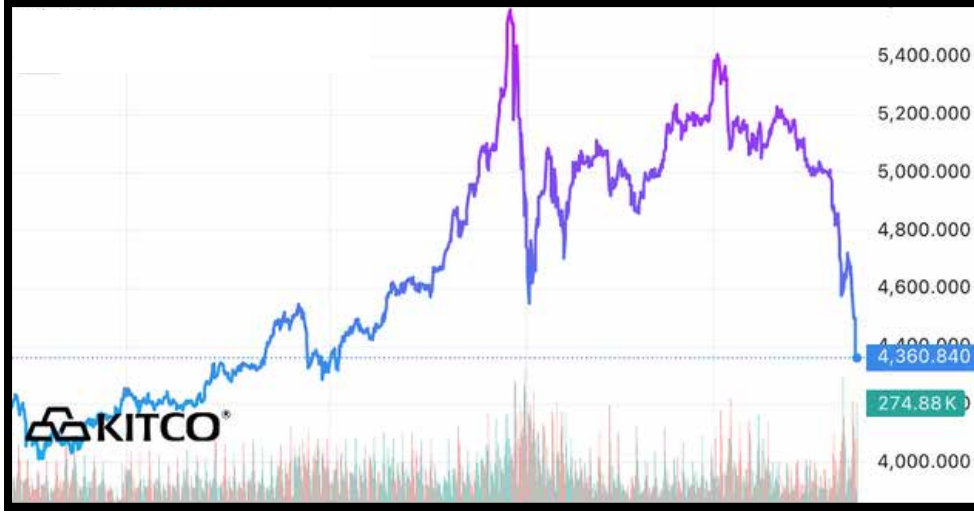
2026 yılında Çin ekonomisi iç ve dış kaynaklı çifte baskıyla mücadele etmektedir. İç cephede zayıf iç talep, gayrimenkul sektöründeki süregelen daralma, yerel yönetimlerin yüksek borç yükü ve özellikle genç işsizliği ön plana çıkmaktadır. Dış cephede ise Trump yönetiminin yeniden tırmandırdığı tarife politikaları ciddi bir tehdit oluşturmaktadır. Buna karşın Çin, ihracat rotalarını çeşitlendirerek ve Güneydoğu Asya üzerinden alternatif tedarik zincirleri kurarak bu baskıları kısmen absorbe etmeye çalışmaktadır. 2026 büyüme hedefi %4.5-5 olarak belirlenmekle birlikte, İran savaşının enerji tedariki üzerinde yarattığı belirsizlik bu hedefe ulaşmayı güçleştiren ek bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Çin, özellikle Hürmüz Boğazı üzerinden gerçekleştirilen enerji ithalatına olan yüksek bağımlılığı nedeniyle bölgedeki gelişmeleri yakından izlemektedir.

Emtia piyasaları

Tarihsel olarak jeopolitik gerginliklerin doğal kazananı sayılan altın, bu kez beklenmedik bir görünüm sergilemiştir. Savaşın patlak vermesiyle birlikte ons fiyatı 5.000 dolar barajını test etmiş; ancak ardından hızla geri çekilerek 4.500 dolar sınırına gerilemiştir. Haftalık bazda yüzde 11'i aşan değer kaybıyla Mart 2020'den bu yana en kötü haftalık performansı kaydedilmiştir.

Bu paradoksal düşüşün ardında birbirini besleyen üç mekanizma bulunmaktadır. Birinci etken Fed'in para politikası duruşudur. 18 Mart toplantısında politika faizi yüzde 3.50-3.75 bandında sabit bırakılmış; Fed Başkanı Powell'in enflasyonun hedefin üzerinde seyretmeye devam ettiğine ilişkin vurgusu, piyasada faiz indirimi beklentisini önemli ölçüde zayıflatmıştır. Faiz getirisi olmayan bir varlık olması nedeniyle altın, yüksek faiz ortamının uzayacağı beklentisiyle doğrudan baskı altına girmiştir. İkinci etken, güvenli liman tercihinin altından dolara kaymasıdır. Jeopolitik risk dönemlerinde geleneksel olarak altına yönelen yatırımcılar, bu kez doları tercih etmiş; güçlenen dolar endeksi ons bazında satış baskısını pekiştirmiştir. Üçüncü ve en dikkat çekici etken ise enerji fiyatlarının enflasyon kanalı üzerinden yarattığı ters etkidir. Petrol fiyatlarındaki sıçrama küresel ölçekte enflasyon beklentilerini yukarı çekmiş; bu durum Fed'in faiz indirimine gitmesini zorlaştırarak altın üzerinde dolaylı bir baskı yaratmıştır. Başka bir deyişle, normalde altını desteklemesi beklenen jeopolitik risk, bu kez faiz kanalı üzerinden altının aleyhine işlemiştir.

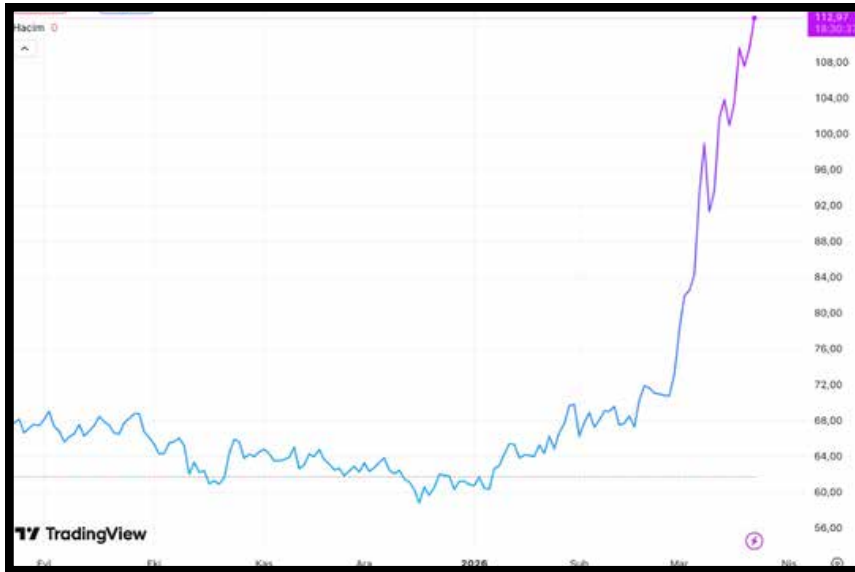
Şekil.1 Altın Fiyatları
(Ons, Dolar)



Petrol ve doğalgaz

Savaşın başlamasıyla birlikte uluslararası piyasalarda Brent ham petrolün varil fiyatı yaklaşık yüzde 10 artışla 100 dolar seviyesinin üzerine çıkmış; ardından süregelen arz kesintileri fiyatları 120 dolara yaklaştırmıştır. 22 Mart itibarıyla Brent, 107-115 dolar bandında seyretmektedir. IEA verilerine göre Hürmüz Boğazı'ndan günde yaklaşık 20 milyon varil petrol ve petrol ürünü taşınmakta olup bu miktar dünya petrol tüketiminin yaklaşık yüzde 20'sine karşılık gelmektedir.

Şekil.2 Brent Petrol Fiyatı
(Varil, Dolar)



Petrol fiyatına ilişkin üç senaryo öne çıkmaktadır. Baz senaryoda çatışmanın 4–6 hafta içinde sona ermesi ve Hürmüz'ün kısmen açılmasıyla yıl ortalamasının 85–90 dolar bandında gerçekleşmesi öngörülmektedir. Uzayan çatışma senaryosunda çatışmanın ikinci çeyreğe taşınması ve Körfez altyapısında kısmi hasar oluşması halinde fiyatların 100–120 dolar bandında kalıcılaşması beklenmektedir. Kriz derinleşme senaryosunda ise Hürmüz'ün iki ay ve üzeri fiilen kapanması durumunda varil fiyatının 150–200 dolara yükselmesi ve küresel resesyon riskinin belirginleşmesi öngörülmektedir.

Küresel LNG ihracatının da önemli bir bölümünün geçtiği Hürmüz Boğazı'nda tanker trafiğinin fiilen durma noktasına gelmesi, doğalgaz piyasalarında da ciddi bir türbülans beraberinde getirmiştir. Katar'dan çıkan veya bu ülkeye giden en az 11 LNG tankerinin rotasını değiştirdiği ya da demir attığı gözlemlenmiştir. Avrupa'nın gösterge doğalgaz fiyatı TTF, savaş öncesi seviyelerin yaklaşık iki katına çıkmıştır. Goldman Sachs, enerji fiyatlarındaki bu artışın Euro Bölgesi büyümesinden 0.2 puan götüreceğini tahmin etmektedir.

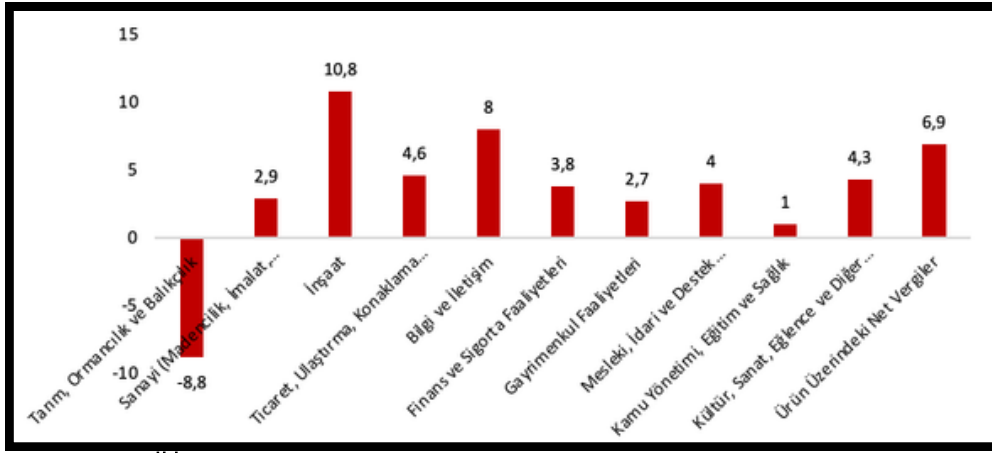
Enerji ithalatına yüksek oranda bağımlı ülkeler bu süreçten orantısız biçimde etkilenmektedir. Japonya ve Güney Kore, toplam enerji ithalatının büyük bölümünü Körfez'den karşıladığından hem LNG hem ham petrol kesintilerine doğrudan maruz kalmaktadır. Hindistan, petrol ihtiyacının yaklaşık yüzde 60'ını ithalat yoluyla karşılamakta olup Orta Doğu kaynaklı petrol bu ithalatın büyük bölümünü oluşturmaktadır. Avrupa'da ise Almanya, Fransa, İngiltere ve İtalya gibi büyük ekonomiler, 2022'de Rus enerjisini yitirmenin ardından bu kez Körfez kaynaklı LNG kesintisiyle karşı karşıya kalmış; kıta, yarım yüzyıldır yaşadığı en büyük enerji kriziyle mücadele etmektedir. Bu durum Avrupa'nın da LNG tedarikinde sıkıntı yaratmaktadır. Avrupa Rusya'ya olan yaptırımları gevşetmek, yeşil dönüşümden taviz vermek ve de nükleer enerji yatırımlarını arttırmak gibi seçenekleri kısa ve uzun vadede değerlendirmektedir. Türkiye de önemli bir petrol ve doğalgaz ithalatçısı olması nedeniyle etkilenmesi beklenmektedir. ABD petrol ihracatçısı bir ülke olmasına rağmen petrol fiyatlarındaki yükselişler içeride petrol fiyatını yükseltmekte ve de seçmen tepkisine yol açmaktadır. Bu savaşın uzun sürmesi Başkan Trump'ı Kasımdaki seçimler öncesinde zora sokmaktadır. Bu nedenle savaşı bir şekilde uzatmak istemeyeceğini beklemek gerekir.

Orta Doğu'daki çatışmaların küresel enerji fiyatlarını hızla yükseltmesi ve ABD'nin piyasaları dengelemek amacıyla Rusya'ya yönelik yaptırımları esnetmek zorunda kalması, Moskova'nın ekonomik kazancını katlamıştır. Tahminlere göre Mart ayının ilk 15 gününde Rusya, yalnızca petrol ihracatından günde yaklaşık 372 milyon euro gelir elde etmiş; bu rakam Şubat ayı ortalamasının yüzde 14 üzerinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde petrol, doğalgaz ve kömürü kapsayan toplam fosil yakıt ihracatından elde edilen gelir 7.7 milyar euroya ulaşmıştır. Hindistan'ın bu süreçte günlük Rus fosil yakıtı alımını 60 milyon eurodan 89 milyon euroya çıkardığı ve Çin ile birlikte Rusya'nın toplam petrol gelirinin yaklaşık dörtte üçünü oluşturduğu görülmektedir. Yükselen enerji fiyatları ve dikkatlerin Orta Doğu'ya kayması nedeniyle kritik hava savunma mühimmatının azalmasının Rusya'yı savaştan en fazla fayda sağlayan taraf konumuna getirdiği, bu durumun Moskova'nın Ukrayna cephesindeki tempoyu artırma kapasitesini de güçlendirdiği vurgulanmaktadır.

Ekonomik Büyüme

Türkiye ekonomisi 2025'in son çeyreğinde %3.4 büyümüştür. 2025 yılı tamamında ise büyüme %3.5 olarak gerçekleşmiştir. İnşaat sektörü 2025 yılında %10.8 büyürken sanayi %2.9 büyüme kaydetmiştir. Tarım sektörü ise 2025 yılında %8.8 küçülmüştür.

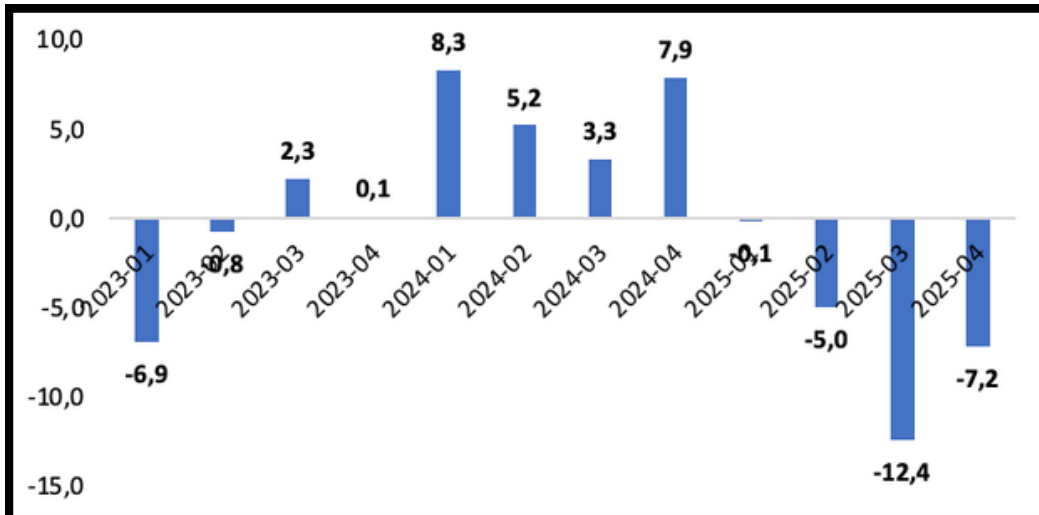
Şekil.3 Sektörel Ekonomik Büyüme
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Tarım sektöründeki küçülme 2025'i tüm çeyreklerinde devam etmiştir. Bu bir yandan tarım sektörü açısından önemli bir ikaz olurken diğer taraftan gıda fiyatlarının yüksek kalmasının da bir nedeni olarak gösterilebilir. Gıdada arz azaldığından gıda enflasyonunu kontrol etmek daha zor olmaktadır.

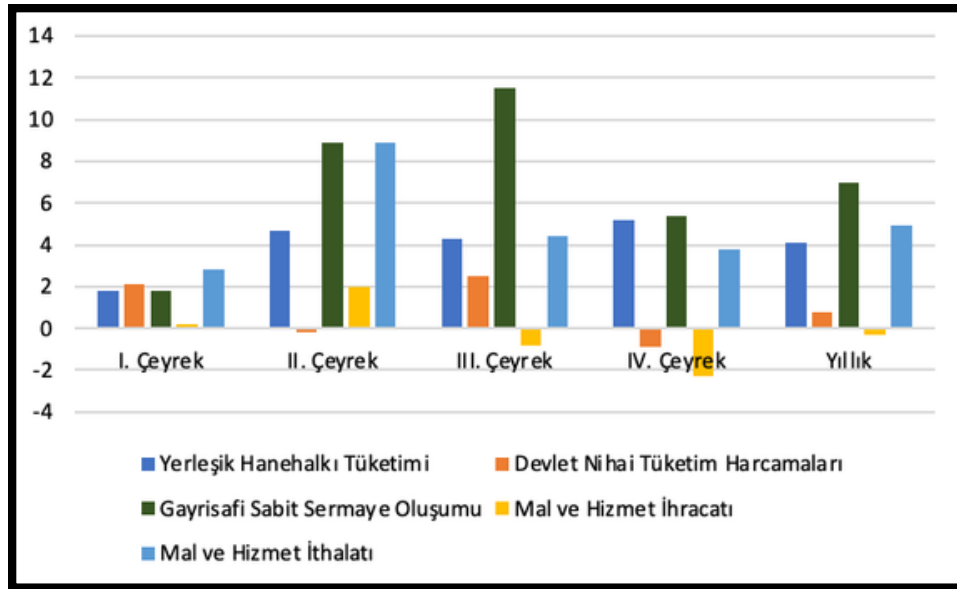
Şekil.4 Tarım Sektörü Büyüme
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

2025 yılı büyümesinin harcama bileşenleri incelendiğinde, ekonomik faaliyetin özellikle yatırımlar ve hanehalkı tüketimi tarafından desteklendiği görülmektedir. Gayrisafi sabit sermaye oluşumu yılın üçüncü çeyreğinde %11.5 ile güçlü bir artış kaydederken yıl genelinde %7 büyüyerek büyümenin en güçlü bileşenlerinden biri olmuştur. Hanehalkı tüketimi yıl boyunca görece istikrarlı bir seyir izlemiş ve yıllık bazda %4.1 artmıştır. Buna karşılık dış ticaret tarafında ihracatın yıl genelinde %-0.3 daralması ve ithalatın %4.9 artması, net dış talebin büyümeye katkısının sınırlı kaldığını göstermektedir.

Şekil.5 Harcama Yönünden Büyüme
(Yıllık,%)



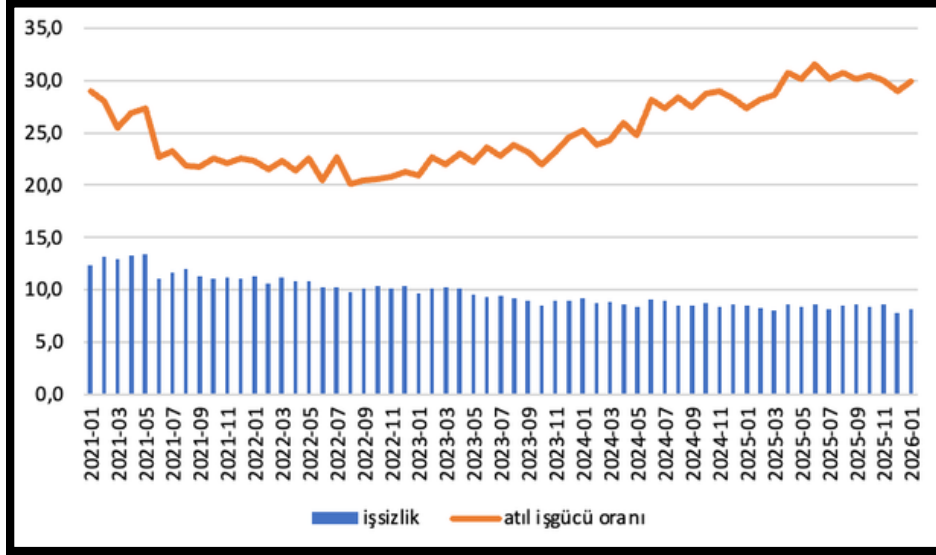
Kaynak: TCMB, TÜİK

İşsizlik

Ocak 2026 verileri işgücü piyasasında sınırlı bir zayıflamaya işaret etmektedir. İşsizlik oranı aylık bazda 0.3 puan artarak %8.1'e yükselirken istihdamda belirgin bir gerileme görülmüştür. İşgücüne katılım oranının da %52.1'e düşmesi, işgücü piyasasında talep koşullarının zayıfladığına işaret etmektedir.

Bununla birlikte işgücü piyasasındaki atıl kapasiteyi daha kapsamlı biçimde gösteren atıl işgücü oranı %28.1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu durum, işsizlerin yanı sıra zamana bağlı eksik istihdam ve potansiyel işgücünün de dikkate alındığında işgücü piyasasındaki kullanılmayan kapasitenin oldukça yüksek olduğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla manşet işsizlik oranı görece düşük görünse de, geniş tanımlı göstergeler işgücü piyasasında daha belirgin bir atıl kapasitenin varlığını ortaya koymaktadır.

Şekil.6 İşsizlik ve Atıl İşgücü Oranı (%)

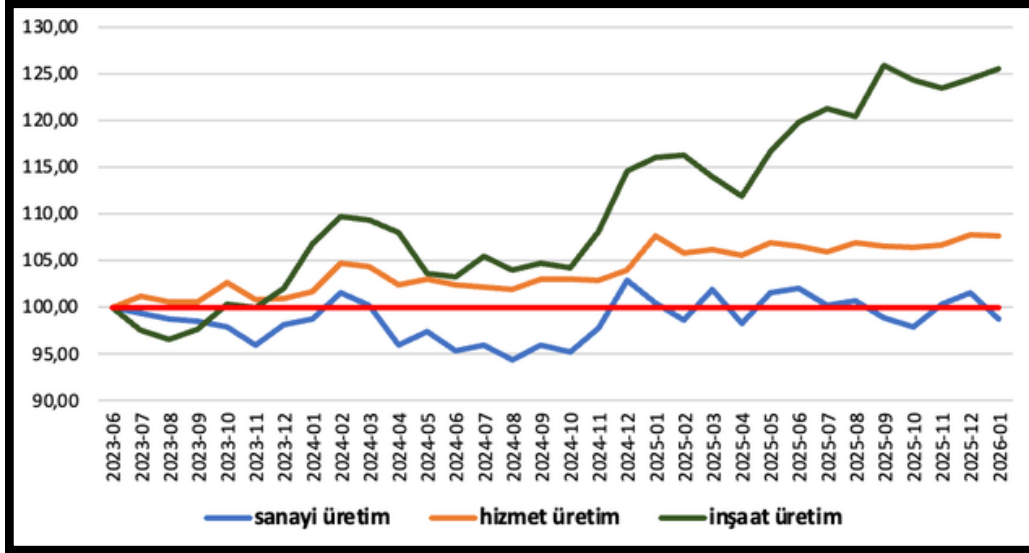


Kaynak: TÜİK

Sanayi Üretimi

Ocak 2026 verileri sanayi üretiminde zayıf bir görünümün sürdüğüne işaret etmektedir. Sanayi üretim endeksi yıllık bazda %-1.8, aylık bazda ise %-2.8 gerilemiştir. Alt sektörler incelendiğinde imalat sanayi üretiminin yıllık %-2.5 düşmesi toplam endeksteeki zayıflamada belirleyici olurken, enerji üretimi %5.6 artış ile pozitif ayrılmıştır. Ana sanayi grupları açısından değerlendirildiğinde yıllık bazda sermaye malı üretimi %8.3 artarken, dayanıklı tüketim mallarında %17.2 ve dayanıksız tüketim mallarında %8.2 gerileme görülmüştür. Teknoloji yoğunluğu kırılımı ise üretimde farklılaşmaya işaret etmektedir. Yüksek teknoloji üretimi yıllık bazda %22.0 artış gösterirken, orta-yüksek teknoloji %3.3 artmış, buna karşılık düşük teknoloji (%-9.1) ve orta-düşük teknoloji (%-2.5) gruplarında daralma gerçekleşmiştir. Aylık bazda ise yüksek teknoloji üretimi %5.8 artarken, orta-yüksek teknoloji (%-6.6) ve orta-düşük teknoloji (%-4.2) segmentlerinde düşüş gözlenmiştir. Genel görünüm, sanayi üretimindeki zayıflamanın özellikle tüketim malları ve düşük teknoloji yoğunluklu sektörlerde yoğunlaştığını, buna karşılık yüksek teknoloji ve enerji üretiminin görece daha güçlü bir performans sergilediğini göstermektedir.

Şekil.7 Üretim Endeksleri
(2023-06=100)



Kaynak: TCMB

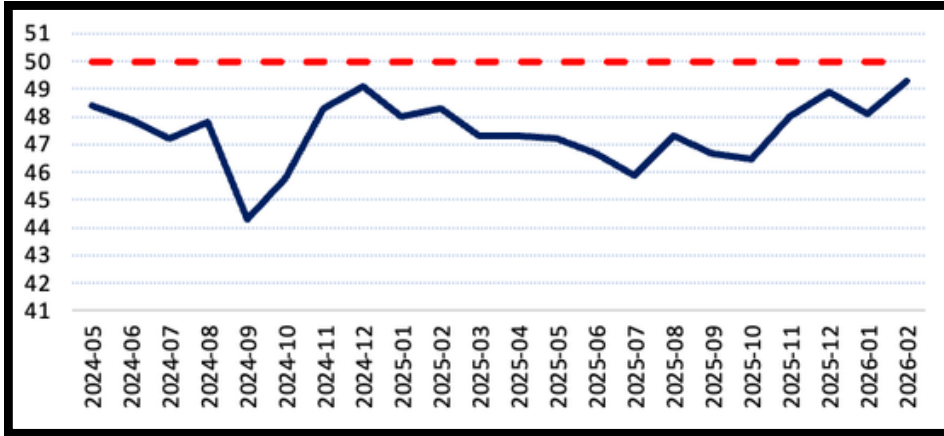
Ocak 2026 verileri hizmet sektöründe ılımlı bir yavaşlamaya işaret etmektedir. Hizmet üretim endeksi yıllık bazda %0.4, aylık bazda ise %0.2 gerilemiştir. Alt sektörler incelendiğinde ulaştırma ve depolama faaliyetlerindeki %4.7'lik düşüş genel endeks üzerinde aşağı yönlü baskı oluştururken, konaklama-yiyecek hizmetleri (%5.9) ile bilgi ve iletişim faaliyetlerinde (%7.5) güçlü artışlar görülmüştür. Bu görünüm, hizmet sektöründe faaliyetlerin homojen bir seyir izlemediğini, lojistik ve bazı profesyonel hizmetlerde zayıflama görülürken turizm ve teknoloji bağlantılı hizmetlerin büyümeyi desteklemeye devam ettiğini göstermektedir.

Ocak 2026 verileri inşaat sektöründe büyümenin devam ettiğini ancak ivmenin önceki dönemlere kıyasla daha sınırlı olduğunu göstermektedir. İnşaat üretimindeki artış özellikle konut ve altyapı yatırımlarının etkisiyle sürerken, yüksek finansman maliyetleri ve kredi koşullarındaki sıkılaşma sektörün büyüme hızını sınırlayan unsurlar arasında yer almaktadır. Buna rağmen inşaat üretiminin pozitif seyrini koruması, sektörün ekonomik faaliyet içindeki destekleyici rolünü sürdürdüğüne işaret etmektedir.

İstanbul Sanayi Odası Türkiye İmalat PMI'ı Şubat 2026'da Ocak'taki 48.1 seviyesinden 49.3'e yükselerek son 22 ayın en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Her ne kadar endeks hâlâ 50 eşliğinin altında kalarak daralmaya işaret etse de bu toparlanma, Nisan 2024'te başlayan daralma sürecinin en sınırlı düzeyine karşılık gelmektedir. Birçok firma müşteri talebinde iyileşme sinyalleri aldığını bildirmiş; yeni siparişlerdeki düşüş yaklaşık iki yılın en ılımlı hızına gerilemiştir.

Öte yandan tablo tamamen olumlu değildir. Üretim 23. ayda da gerilemeye devam etmiş, istihdam ise 15 aydır kesintisiz düşmektedir. En kritik risk unsuru olarak enflasyonist baskılar öne çıkmaktadır. Girdi maliyetleri yaklaşık iki yılın en hızlı artışını kaydederken nihai ürün fiyatları üst üste üçüncü ay hızlanarak Nisan 2024'ten bu yana en yüksek düzeye çıkmıştır. Bu durum, toparlanmaya ilişkin iyimserliği temkinli kılmaktadır.

Şekil.8 İmalat PMI

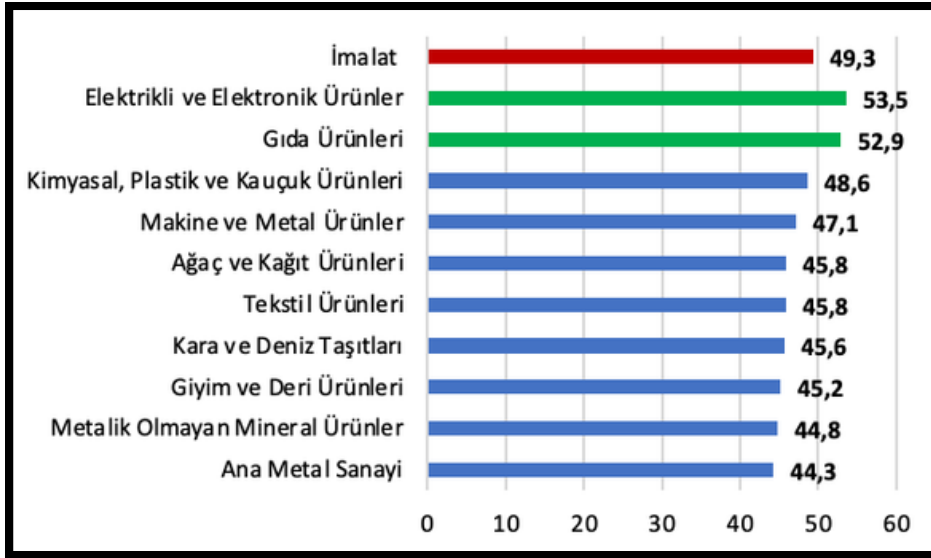


Kaynak: S&P Global, İSO

Şubat 2026 Türkiye Sektörel PMI verilerine göre, 10 imalat sektörü arasında yalnızca ikisi büyüme bölgesinde yer almıştır. En güçlü performansı elektrikli ve elektronik ürünler sektörü sergilemiş; yeni siparişler Kasım 2023'ten bu yana en yüksek hızda artarken üretim de Haziran 2023'ten bu yana en güçlü düzeyine ulaşmıştır. Gıda ürünleri ise son iki yılın en yüksek sipariş artışını kaydederek ikinci büyüme sektörü olmuştur.

Diğer sekiz sektörde tablo olumsuz seyretmiştir. Üretim kaybının en sert yaşandığı sektör ana metal sanayi olurken, kara ve deniz taşıtlarında üretim düşüşü 11. ayına ulaşmıştır. Tekstilde ise yeni siparişler kesintisiz 33 aydır gerilemektedir. Tüm sektörlerde ortak sorun enflasyon olmayı sürdürmüş; girdi ve nihai ürün fiyatları her sektörde artarken en yüksek fiyat baskısı ağaç ve kağıt ürünleri ile elektrikli-elektronik sektörlerinde gözlenmiştir. İstihdam tarafında ise görece olumlu bir gelişme yaşanmıştır. Ocak'ta dört olan istihdam artışı kaydeden sektör sayısı Şubat'ta beşe yükselmiştir.

Şekil.9 Sektörel PMI



Kaynak: İSO

Maliye Politikası

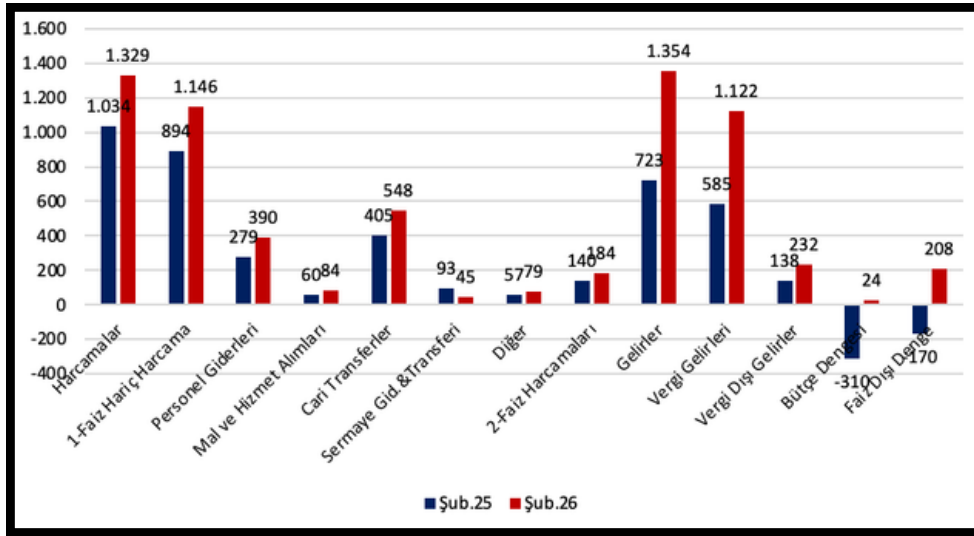
Şubat 2026'da merkezi bütçe 24 milyar TL fazla vermiş, faiz dışı denge ise 208 milyar TL fazlayla kapanmıştır. Bir önceki yılın şubat ayında her iki göstergede de sırasıyla 310 milyar TL ve 170 milyar TL açık kaydedildiği dikkate alındığında, performanstaki iyileşmenin boyutu daha net ortaya çıkmaktadır.

Gelir tarafında şubattaki toplam vergi geliri yıllık %92 artışla 1.122 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu çarpıcı artışın arkasında yapısal bir neden bulunmaktadır: 2025 yılında ilk kurumlar vergisi tahsilatı 471 milyar TL ile Mayıs ayında gerçekleştirilmişken, 2026 yılında söz konusu tahsilat şubat ayına kaymış ve 376 milyar TL olarak kayıtlara geçmiştir. Bu kalem tek başına toplam vergi gelirinin %34'ünü oluşturmuştur. Kurumlar vergisi dışında gelir vergisi %67, ithalde alınan KDV %34, BSMV %30 ve ÖTV %21 artış kaydetmiştir. Öte yandan iç KDV gelirinin %66 gerilediği görülmektedir. Vergi dışı gelirler ise %67 artışla 232 milyar TL olarak gerçekleşmiş; bu kaleme Hazine portföy ve iştirak gelirlerinden 50 milyar TL katkı sağlanmıştır.

Harcama tarafında toplam giderler yıllık %29 artışla 1.329 milyar TL olmuştur. Faiz dışı harcamalar ise yatırım giderlerindeki sert gerileme sayesinde artışını %28 ile sınırlı tutmuştur. Yatırım harcamaları yıllık bazda %51 azalarak 45 milyar TL'ye gerilemiş; bu düşüşte deprem harcamalarındaki ivme kaybının belirleyici olduğu değerlendirilmektedir. Personel giderleri %40, mal ve hizmet alımları %39, cari transferler ise %35 artmıştır. Ocak-Şubat döneminde faiz dışı harcamalar içinde cari transferlerin payının %46, personel giderlerinin payının ise %38 düzeyinde seyrettiği dikkat çekmektedir.

Faiz ödemeleri ise tablodaki en çarpıcı kalem olmayı sürdürmektedir. Şubat ayında yıllık %32 artışla 184 milyar TL olarak gerçekleşen faiz ödemeleri, Ocak-Şubat kümülatifte %111 artışla 640 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Şekil.10 Bütçe Dengesi
(Milyon TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Öne çıkan riskler açısından değerlendirildiğinde, OVP hedefine göre 2026 yılı bütçe açığının GSYİH'ye oranının %3.5 olması öngörülmektedir. Bu noktada özellikle eşel mobil sisteminin bütçeye olası yansımaları yakından izlenmesi gereken bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Uluslararası petrol fiyatları veya döviz kurundaki artışların pompa fiyatlarına doğrudan yansımaları engellemek amacıyla devreye alınan eşel mobil sistemi, ÖTV üzerinden yapılan düzenlemelere dayanmaktadır. 5 Mart 2026'da yürürlüğe giren düzenlemeyle petrol fiyatı artışlarının %75'ine kadar olan kısmının ÖTV indirimi yoluyla karşılanması öngörülmüştür. Sistem enflasyonla mücadele açısından tüketici üzerindeki baskıyı sınırlarken, önemli miktarda ÖTV gelirinden feragat edilmesi anlamına gelmektedir. 15 Mart 2026 itibarıyla motorin üzerindeki kalan ÖTV tampon payının oldukça azaldığına dair değerlendirmeler kamuoyuyla paylaşılmış olup sistemin işlevsiz hale gelebileceği endişeleri dile getirilmektedir. Petrol fiyatlarının yüksek seyrini sürdürmesi halinde bu mekanizmanın bütçe gelirleri üzerinde kalıcı bir baskı unsuru oluşturabileceği göz ardı edilmemelidir.

Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi

Şubat 2026'da ihracat yıllık %1.6 artışla 21.1 milyar dolar olarak gerçekleşirken, ithalat %6.1 artışla 30.3 milyar dolara yükselmiştir. Dış ticaret açığı bir önceki yılın şubatına kıyasla %18.1 artışla 9.2 milyar dolara genişlemiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı ise 3.1 puan gerileyerek %69.6'ya düşmüştür. Ocak-Şubat kümülatif döneminde ihracatın %1.2 azaldığı, ithalatın ise %3.1 arttığı görülmekte; bu tablonun dış ticaret açığını yıllık bazda %14.9 genişleterek 17.6 milyar dolara taşıdığı dikkat çekmektedir.

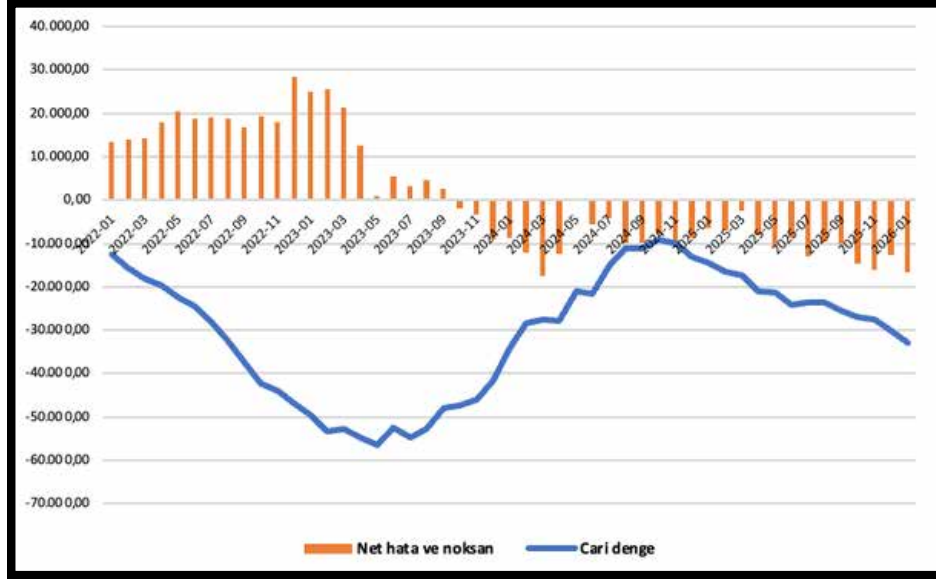
Ocak 2026 cari denge verilerini değerlendirmeden önce, yakın dönemde yapılan önemli bir teknik düzeltmeye dikkat çekmek gerekmektedir. Türkiye'nin dış borç ve ödemeler dengesi istatistikleri, uluslararası standartlarla uyumlu hale getirilmek amacıyla yeniden hesaplanmıştır. Yapılan güncellemeyle birlikte, Türkiye'nin yurt dışındaki yatırımcılara ödediği faizlerin daha önce eksik ölçüldüğü anlaşılmıştır. Eski yöntemde bu faizler bankalar aracılığıyla toplu olarak takip ediliyordu. Yeni yöntemde ise her bir tahvil ve bono için yurt dışı yatırımcılara ne kadar faiz ödendiği tek tek hesaplanmaktadır. Bu daha hassas ölçüm sonucunda, 2020 yılından bu yana yurt dışına ödenen faizlerin toplamda 8.9 milyar dolar daha fazla olduğu ortaya çıkmıştır. Yalnızca 2025 yılında bu fark 4.8 milyar dolara ulaşmıştır. Yurt dışına yapılan faiz ödemeleri cari açığı artıran bir kalem olduğundan, bu düzeltme geçmişe dönük olarak cari açık rakamlarını da yukarı çekmiş ve 2025 yılı cari açığının milli gelire oranı %1.9 olarak tescil edilmiştir.

Ocak 2026'da cari işlemler hesabı 6.8 milyar dolar açık kaydetmiştir. Bu rakam bir önceki yılın ocak ayındaki 4.0 milyar dolarlık açığın belirgin üzerinde gerçekleşmiş olup, yıllıklandırılmış bazda cari açık 32.9 milyar dolara ulaşmıştır. Altın ve enerji hariç tutulduğunda ise cari açığın 1.2 milyar dolar gibi görece sınırlı bir düzeyde kaldığı dikkat çekmekte; bu durum temel denge üzerindeki baskının enerji ve kıymetli maden kaynaklı olduğuna işaret etmektedir.

Dış ticaret açığı ödemeler dengesi tanımlıyla 7 milyar dolar olarak gerçekleşirken, hizmetler dengesi 2.6 milyar dolar net girişle dengeleyici işlev üstlenmiştir. Bu kalemin içinde turizm gelirlerinin 2.5 milyar dolar, taşımacılık hizmetlerinin ise 1.7 milyar dolar net katkı sağladığı görülmektedir. Birincil gelir dengesi ise 2.2 milyar dolar açık vererek cari dengeyi olumsuz etkilemeye devam etmiştir.

Cari dengeye bakarken aynı zamanda net hata ve noksan kalemini de dikkate almak gerekmektedir. Net hata ve noksan kalemi uzun süredir negatif bakiye vermektedir. Bu durum aslında ya bizim cari dengeyi eksik ölçmemizden ya da dışarıya bir sermaye kaçıışından kaynaklanabilmektedir. Tabii ikisinden de bir miktar olması daha muhtemel görülmektedir. Altın kota olduğu ve de bir miktar altının aslında bu kotaya katılmamak için gayri resmi ya da bavlul ticareti yoluyla gelebileceği ihtimali düşünüldüğünde aslında bizim cari açığımız çok daha fazla olabileceği hesaba katılmalıdır. Sonuç olarak cari açık ile net hata ve noksan kalemlerini topladığımızda 49.5 milyar dolara ulaşmıştır. Bu da Türkiye'nin finans hesabı ve rezervlerle fonlamak zorunda olduğu miktar anlamına gelmektedir.

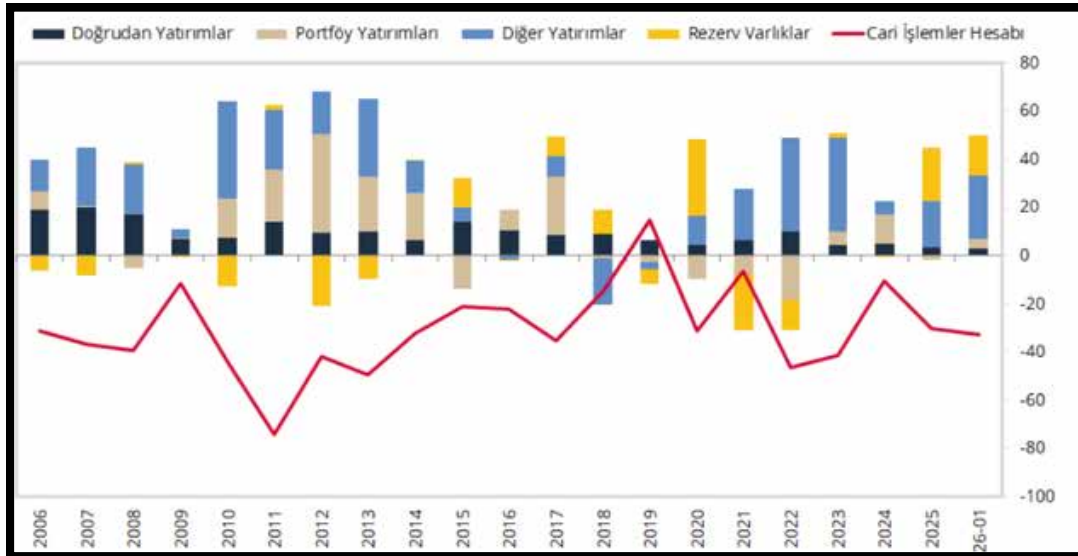
Şekil.11 Cari Denge, Net Hata ve Noksan
(Milyon Dolar)



Kaynak: TCMB

Finans hesabı tarafında portföy yatırımları ocak ayında 8.4 milyar dolar net giriş kaydetmiş; yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi piyasasında 1.5 milyar dolar, devlet iç borçlanma senetlerinde 4.0 milyar dolar net alış yaptığı görülmüştür. Buna karşın resmi rezervlerde 12.0 milyar dolar artış kaydedilirken, yıllıklandırılmış bazda rezerv azalışının 16.5 milyar dolar düzeyinde seyrettiği dikkat çekmektedir. Doğrudan yatırımlarda ise net girişlerin yalnızca 22 milyon dolar ile oldukça sınırlı kaldığı görülmekte; bu tablo, yabancı sermaye girişinin ağırlıklı olarak portföy ve kredi kanalı üzerinden gerçekleştiğine işaret etmektedir.

Şekil.12 Finans Hesabı
(Milyar Dolar)

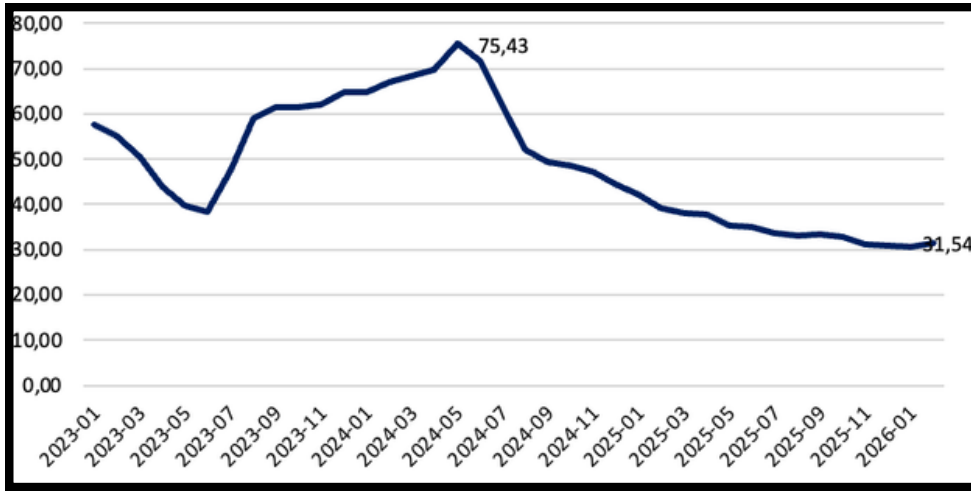


Kaynak: TCMB

Enflasyon

Şubat 2026'da tüketici enflasyonu aylık %2.96 artışla yıllık %31.5'e yükselmiştir. Ocak ayında %30.7 olan yıllık enflasyonun şubatta 0.9 puan yukarı gitmesi, beklentilerle uyumlu bir seyir olarak değerlendirilmektedir. Çekirdek göstergeler ise farklı bir tablo ortaya koymaktadır; işlenmemiş gıdayı dışlayan B endeksi %29.9'a, gıda ve enerjiyi birlikte dışlayan C endeksi ise %29.5'e gerilemiştir.

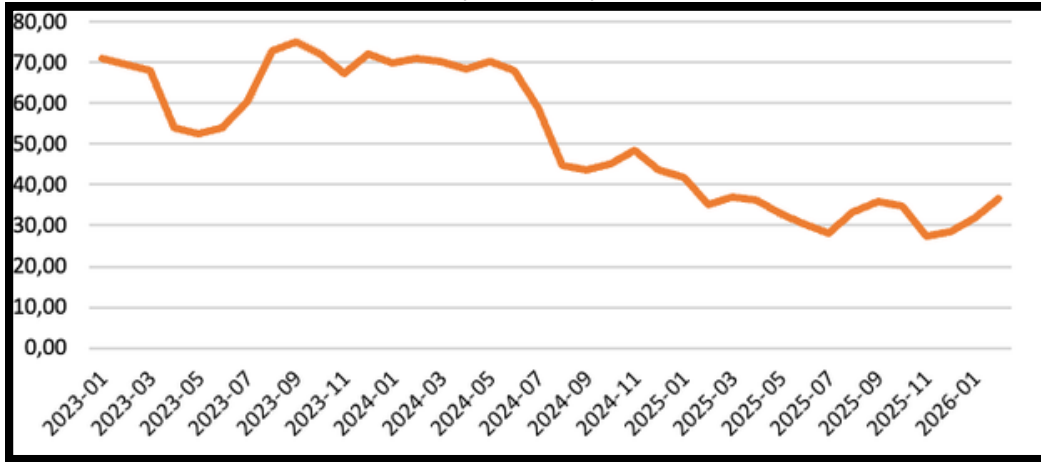
Şekil.13 TÜFE Enflasyon
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Gıda şubat enflasyonunun belirleyici kalemi olmayı sürdürmüştür. Aylık gıda enflasyonu %6.9 ile son derece yüksek bir düzeyde gerçekleşmiş; bu gelişmede taze meyve ve sebze fiyatlarının aylık %17.6 artması başlıca etken olmuştur. Yıllık bazda taze meyve-sebze enflasyonu %54.1 gibi çarpıcı bir seviyeye ulaşmıştır. Buna ek olarak, çiğ süt alım fiyatındaki güncellemenin etkisiyle işlenmiş gıda enflasyonu ocaktaki %2.7 düzeyinden şubatta %5.2'ye hızlanmıştır. Ramazan ayı etkisinin de bu tabloya katkıda bulunduğu değerlendirilmektedir. Sonuç olarak gıda yıllık enflasyonu 4.7 puan artışla %36.4'e yükselmiş ve manşet enflasyonun yaklaşık 5 puan üzerine çıkmıştır. Gıda enflasyonunun 2025 yıl sonunda manşetin 2.6 puan altında seyrettiği hatırlandığında, bu dönüşümün ne denli hızlı gerçekleştiği daha net ortaya çıkmaktadır. Gıda enflasyonunda oluşabilecek bir diğer etki ise Hürmüz Boğazı'nın kapanması nedeniyle ortaya çıkacaktır. Öncelikle petrol fiyatındaki artış mazot fiyatına yansması ile birlikte çiftçinin maliyetini arttıracaktır. İkincisi ise üre ve yem fiyatlarındaki artış, maliyetleri yeniden arttıracaktır. Bu da önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarında daha yüksek bir fiyatla karşılaşmamıza neden olabilecektir.

Şekil.14 Gıda Enflasyonu
(Yıllık, %)



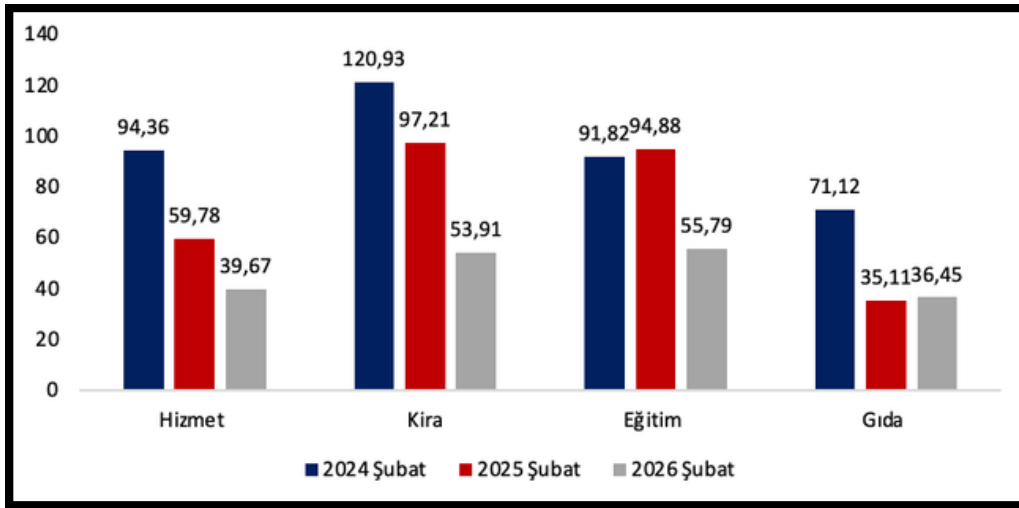
Kaynak: TÜİK

Enerji grubunda fiyatlar aylık %2.0 artarken yıllık enflasyon 2.0 puan gerileyerek %28.2'ye düşmüştür. Aylık artışın önemli bölümü uluslararası petrol fiyatlarındaki yükselişin akaryakıtta yansımalarından kaynaklanmıştır; akaryakıt fiyatları şubatta aylık %4.5 artış kaydetmiştir. Jeopolitik gelişmelerin petrol ve doğal gaz fiyatlarını baskı altına almaya devam etmesi, enerji enflasyonu açısından en temel risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. TCMB tahminlerine göre petrol fiyatlarındaki %10'luk bir artış enflasyonu 1 puan yükseltmektedir. Enerji fiyatlarındaki artış direkt ve dolaylı olmak üzere iki kanaldan etki etmektedir. Direkt kanalda, enerji fiyatlarındaki artış benzin ve motorin fiyatı olarak kendini göstermekte (Eşel mobil sistemi bir kısmını önlemektedir. Ancak bunun da bir sınırı vardır.) ve de maliyetleri arttırmak yoluyla tüm sektörlerin maliyetini az ya da çok etkilemektedir. Dolaylı kanal ise bekleyişler üzerinden gerçekleşmektedir. Petrol fiyatı yüksek kaldıkça enflasyon bekleyişi artmaktadır. Bu da ne yazık ki daha katı bir etki yaratmaktadır. Petrol fiyatı eski seviyelerine döndüğünde maliyetler azalacaktır ancak enflasyon bekleyişlerinin eski seviyesine dönmesi zaman almaktadır. Bu daha yapışkan olan etkinin ne kadar süreceği ise petrol fiyatlarının ne kadar süre yüksek seyretmesine bağlı olarak değişebilir. Petrol fiyatları yüksek seviyelerde kaldıkça bekleyişlerin katılaşması daha fazla olabilecektir.

Temel mallarda tablo görece olumludur. Giyim-ayakkabı grubundaki mevsimsel fiyat düşüşlerinin de katkısıyla aylık enflasyon %1.0 gerilemiş, mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon ise %0.5'e inmiştir. Yıllık bazda temel mal enflasyonu 0.8 puan düşüşle %16.6'ya gerilemiş olup bu düzey, diğer ana gruplarla kıyaslandığında belirgin biçimde ılımlı kalmaktadır. Dayanıklı tüketim mallarında ise aylık artışın bir miktar yavaşladığı, diğer temel mal kalemlerindeki enflasyonun ise oldukça sınırlı seyrettiği görülmektedir.

Hizmetler grubunda mevsimsel etkilerin zayıflamasıyla aylık enflasyon %3.2'ye gerilemiş olmakla birlikte, mevsimsellikten arındırılmış bazda iyileşme kaydedilememiştir. Yıllık hizmet enflasyonu baz etkisiyle %39.7'ye gerilemeye devam etmektedir. Alt kalemler incelendiğinde kira enflasyonunun yıllık %53.9 ile yüksek seyrini koruduğu dikkat çekmektedir. Haberleşme hizmetlerinde aylık enflasyonun %5.4'ten %8.7'ye sıçraması ise hizmet enflasyonu açısından olumsuz bir gelişme olarak öne çıkmaktadır. Ulaştırma hizmetleri ve lokanta-otel kalemlerinde ise sınırlı da olsa olumlu bir seyir gözlenmektedir.

Şekil.15 Seçilmiş Kalemlerde Enflasyon
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Enflasyonun önümüzdeki dönem seyri ile ilgili karar verebilmek için arz ve talep koşullarındaki değişikliklere bakmak gerekmektedir. Arz tarafında sayabileceğimiz ilk gelişme tarım konusunda ne yazık ki üretimin 2025 yılında gerilemesidir. Bu da tarımda arzın azalması ile birlikte gıda fiyatlarında bir artışa neden olacaktır. İkincisi maliyetlerde %30'lar civarında takılı kalmıştır. Üretici fiyatları tarafında Yİ-ÜFE aylık %2.43 artmış, yıllık enflasyon 0.4 puan yükselerek %27.6'ya ulaşmıştır. Tarım ÜFE ise Şubat ayında aylık %0.21 artış ile sınırlı bir artış kaydetmiştir. Yıllık tarafta ise %40.10'a ulaşmıştır. Hizmet ÜFE ise aylık %7.74 ve yıllık %34.07 olarak ölçülmüştür. Üretici fiyatları endeksleri fiyatlardaki katılığın bir müddet daha süreceğini göstermektedir. Üçüncü olarak petrol fiyatlarındaki yükselişin ek bir maliyet yükleyebilecek olmasıdır. Savaşın ne kadar süreceği ve de fiyatların ne kadar yüksek kalacağı bu konuda belirleyici olacaktır. Ancak şimdiden fiyatlara yansımaya başladığı anlık enflasyon takip eden WEBTÜFE gibi araştırmalarda karşımıza çıkmaktadır.

Şekil.16 Kredi Kartı Harcamaları
(4haftalık hareketli ortalama,Yıllık, %)



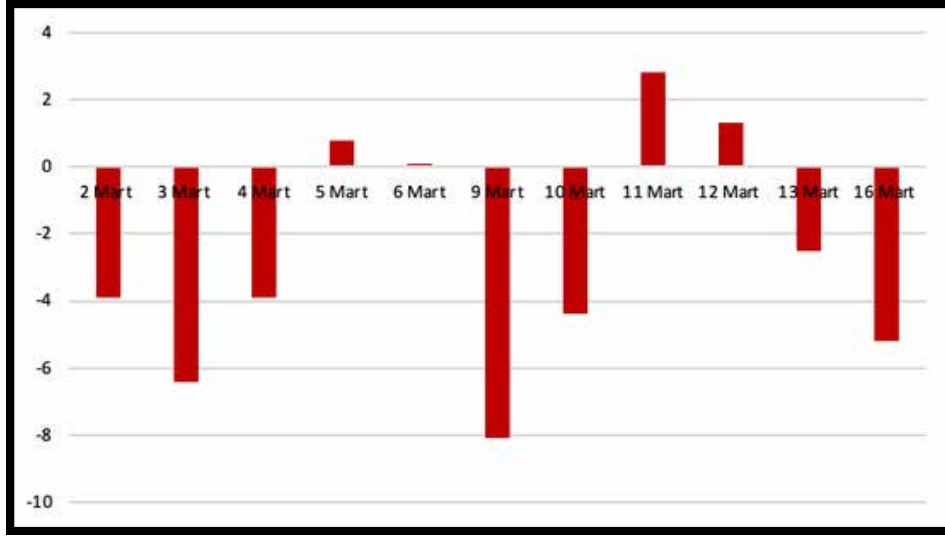
Kaynak: TCMB

Talep cephesine geldiğimizde ise bir miktar daha ılımlı bir seyir göze çarpmaktadır. Kredi kartı harcamalarındaki artış yıllık %50 seviyesinden %40'lar seviyesine doğru gerilemeye başlamıştır. Bu aslında savaş ortamı, güvensizlik ve sıkı para politikasının devam etmesi ile sürecektir.

Para ve kur politikası

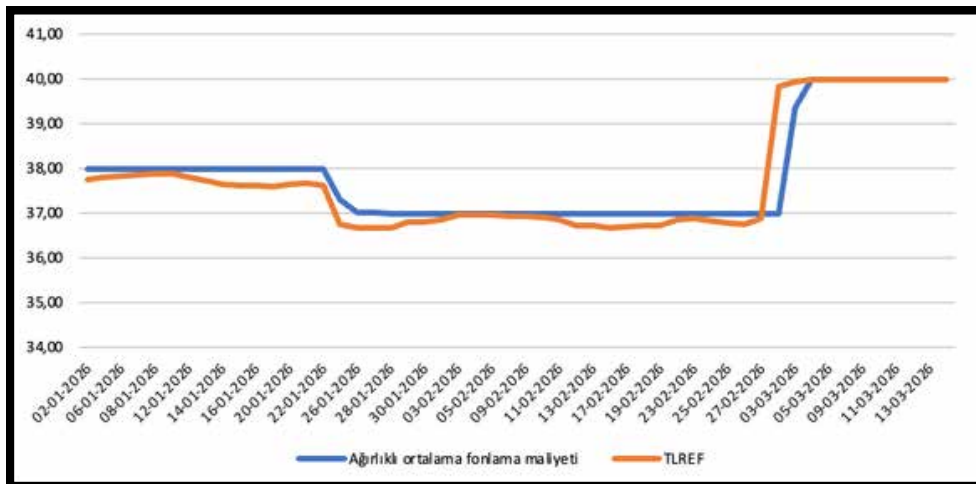
TCMB cephesinde piyasalara birden fazla kanaldan müdahale edilmiştir. Likidite koşullarını sıkılaştırmak amacıyla haftalık repo ihalelerine bir süreliğine ara verilmiş; bu adımın ardından piyasadaki fonlama maliyeti %40 seviyesine yaklaşmıştır. Döviz kurlarında gözlenebilecek oynaklıkların engellenmesi amacıyla Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım işlemlerine başlanmıştır. Bunlara ek olarak Borsa İstanbul vadeli işlemler piyasasında döviz sözleşmelerinde satım tarafında işlem yapılmaya başlanmış ve 20 milyar TL tutarında bir aylık likidite bonusu ihalesi açılmıştır. Tüm bu müdahalelerin etkisiyle Türk lirası, küresel dalgalanmanın yaşandığı haftada en dirençli gelişmekte olan ülke para birimlerinden biri olmuştur. TCMB savaşın başladığı günden beri de döviz müdahalelerinde bulunmaktadır. Şu ana kadar 30 milyar doların üstünde bir müdahale ettiği tahmin edilmektedir. SPK cephesinde ise bölgedeki jeopolitik gerginliğin sermaye piyasaları üzerindeki olası etkilerini sınırlandırmak amacıyla Borsa İstanbul'da açığa satış işlemleri yasaklanmıştır. Pay piyasasında emir/işlem oranı da ikinci bir duyuruya kadar 5:1'den 3:1'e indirilmiştir.

Şekil.17 TCMB Döviz Müdahaleleri
(Milyar Dolar)



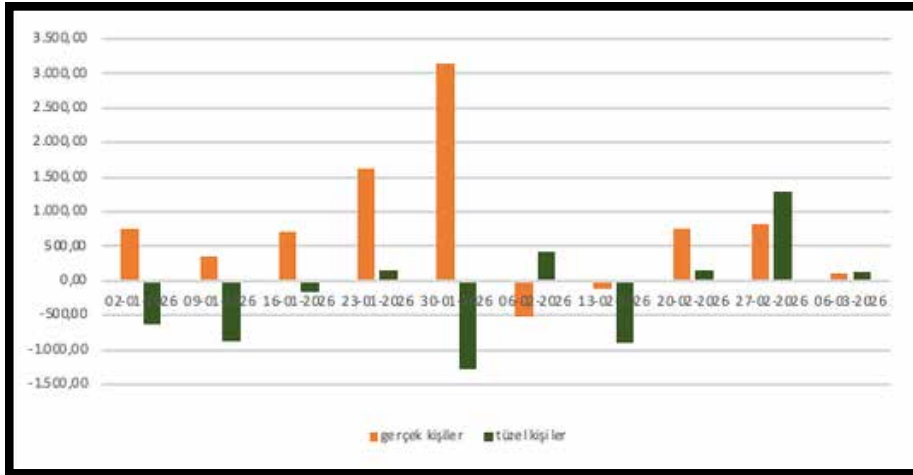
TCMB 12 Mart'taki toplantısında faiz oranını değiştirmemiştir. Ancak TCMB'nin politika faizinden yapılan 1 haftalık repo ihalelerine ara vermesiyle bankaların yalnızca %40 faizli gecelik borç verme penceresine yönlendirilmesi sağlanmış; bu hamle "örtülü faiz artışı" olarak değerlendirilmiştir. Nitekim 10 Mart itibarıyla piyasada 220 milyar lirayı aşan bir likidite açığı oluşmuş, ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti 3 puanlık bir sıkışmayla %37'den %40 seviyesine yükselmiştir. TLREF de buna paralel olarak yukarı hareket etmiş ve piyasa faizleri üzerinde fiili bir sıkışma etkisi yaratılmıştır. Böylece TCMB, resmi politika faizine dokunmadan faiz koridorunun üst bandını aktif şekilde kullanmış; bu yaklaşım piyasa tarafından hem döviz kurunu hem de enflasyon beklentilerini dizginlemeye yönelik kararlı bir sinyal olarak algılanmıştır. Bir sonraki toplantı 22 Nisan için planlanmıştır. Ancak gelişmelere bağlı olarak TCMB ara bir toplantı yaparak faiz oranını yeniden arttırması da söz konusu olabilir.

Şekil.18 Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti ve TLREF
(%)



TCMB'nin aldığı önlemler yerleşiklerde ciddi bir döviz talebi yaratmamıştır. 6 Mart haftasında döviz hesaplarında sınırlı bir yükseliş olmuştur. Bunun en önemli nedeni TCMB'nin savaş başlar başlamaz aldığı önlemlerle piyasaya güven vermesidir. 19 Mart sürecinden dersler alınmış ve de bu dalgalanmada daha hızlı bir müdahale gelmiştir.

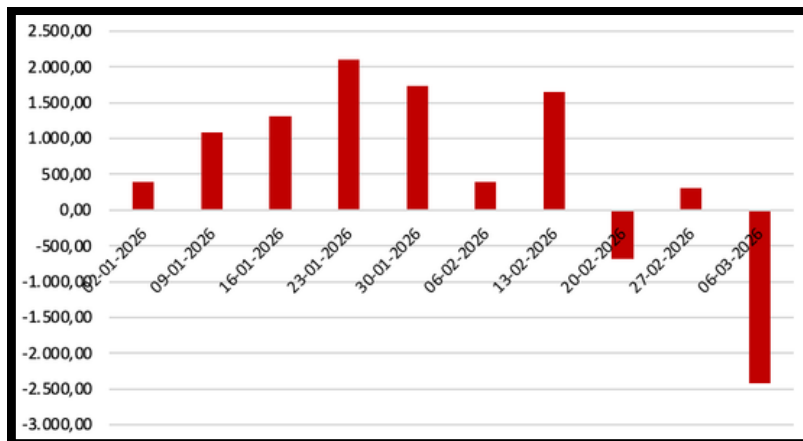
Şekil.19 Döviz Mevduatlarında Değişim
(Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

TCMB'nin döviz müdahalesi daha çok çıkan yabancı sermayeyi karşılamaya yönelik olmuştur. 2026 yılı itibarı ile Türkiye'de TCMB Başkanı Karahan'ın açıklamasına göre 40 milyar dolar civarında carry trade hesabı olduğu tahmin edilmekteydi. Çıkışların önemli bir kısmı bu carry trade bakiyelerinden gerçekleşmiş olduğu tahmin edilmektedir. Ayrıca 2026 itibarı ile Türkiye'ye tahvil ve hisse senedi tarafında da çıkışlar yaşanmaya başlamıştır. Ocak ayından itibaren savaşın başladığı haftaya kadar 8.5 milyar dolar civarında bir portföy girişi kaydedilmiştir. Bunun 5 milyar dolara yakın bir kısmı tahvil piyasasına gelmiştir. Ancak 6 Mart haftası itibarı ile 2.5 milyar dolarlık bir çıkış gerçekleşmiştir. Sonrasında da bu artışın devam ettiği merkez bankasının döviz müdahalelilerinden anlaşılmaktadır.

Şekil.20 Portföy Yatırımlarında Değişim
(Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Mart 2026, Türkiye ekonomisi açısından iç dengeleme sürecinin dışsal bir şokla kesintiye uğradığı bir dönüm noktası olmuştur. 28 Şubat'ta başlayan İran-ABD-İsrail çatışması; Hürmüz Boğazı'nın fiilen kapanmasıyla birlikte enerji, gıda ve finansal kanallar üzerinden çok boyutlu bir baskı ortamı yaratmıştır. Brent petrol 120 dolara yaklaşmış ve 22 Mart itibarıyla 107-115 dolar bandında seyretmekte; doğalgaz fiyatları iki katına çıkmış, gübre hammaddesi tedariki sektöre uğramıştır. Küresel ekonomide ise başta ABD ve Euro Bölgesi olmak üzere büyüme görünümü bozulurken enflasyon beklentileri yukarı revize edilmiş; merkez bankalarının faiz indirim süreçleri ya durma noktasına gelmiş ya da faiz artırımını ihtimali fiyatlanmaya başlamıştır.

Türkiye ekonomisi bu tabloya kendi iç kırılkanlıklarıyla birlikte girmiştir. Sanayi üretimi Ocak'ta yıllık bazda gerilemeye devam etmiş; imalat PMI son 22 ayın en yüksek düzeyine çıkmasına karşın 50 eşiğinin altında kalmayı sürdürmüştür. İşgücü piyasasında da zayıflama sinyalleri giderek belirginleşmektedir. Maliye cephesinde kurumlar vergisi tahsilatının zamanlama etkisiyle Şubat bütçesi teknik bir fazla vermiş; ancak yıl genelinde bütçe baskısı sürmektedir. Faiz ödemelerinin Ocak-Şubat döneminde %111 artışla 640 milyar TL'ye ulaşması, harcama tarafındaki en kritik kalem olmayı sürdürmektedir. Dış ticaret açığı yıllık bazda belirgin biçimde genişlemiş; cari açık Ocak ayında önceki yılın önemli ölçüde üzerine çıkmıştır. Enflasyon Şubat'ta yıllık %31.5'e yükselmiş olup artışın tamamı gıdadan kaynaklanmıştır. Çekirdek göstergeler gerilemeyi sürdürse de petrol ve gübre fiyatlarının maliyet kanalı üzerinden yaratacağı baskı, önümüzdeki dönemde hem gıda hem de enerji enflasyonunu yukarı taşıyabilecek ciddi bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır.

Para politikasında TCMB, savaşın ilk haftasında hızlı ve çok araçlı bir müdahaleyle piyasaya güven vermeyi başarmıştır. Haftalık repo ihalelerine ara verilmesi, döviz satışları, TL uzlaşmalı vadeli işlemler ve likidite bonusu ihalesiyle fiili fonlama maliyeti %40'a yükselmiş; bu durum resmi faize dokunulmaksızın etkin bir sıkılaşma anlamına gelmektedir. Savaşın başladığı günden bu yana 30 milyar dolardan fazla döviz satışı yapıldığı tahmin edilmekte olup yerleşiklerde ciddi bir dövize yönelik gözlemlenmemiştir. Buna karşın döviz rezervleri ve 22 Nisan PPK toplantısı piyasaların yakın takibindedir; olağanüstü toplantı ihtimali de gündemdeki yerini korumaktadır.

Önümüzdeki dönemde Türkiye ekonomisinin seyri büyük ölçüde jeopolitik krizin süresine ve petrol fiyatlarının ne kadar yüksek kalacağına bağlı olacaktır. Enerji ithalatçısı ve gübre hammaddesinde dışa bağımlı bir ekonomi olarak Türkiye bu şokun çift kanaldan etkisini hissederken, para politikasındaki kararlı duruş ve sermaye akımlarının yönetimi önümüzdeki çeyrekte belirleyici olmaya devam edecektir.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



Derya Hekim



@drderyahekim



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ