



EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2026 MAYIS

DOÇ. DR. DERYA HEKİM



BUSIAD
BURSA SANAYİCİLERİ VE İŞİNSANLARI DERNEĞİ

İÇİNDEKİLER

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



BUSIAD
BURSA SANAYİCİLERİ VE İŞİNSANLARI DERNEĞİ

YÖNETİCİ ÖZETİ

Mayıs 2026 döneminde küresel ekonomi, Orta Doğu'da devam eden savaşın enerji, emtia, tedarik zinciri ve finansal piyasalar üzerindeki etkileriyle şekillenmiştir. ABD-İran hattında ateşkes ve müzakere süreci devam etmekle birlikte, Hürmüz Boğazı'nın fiilen kapalı kalması jeopolitik risk primini kalıcı hale getirmiştir. Petrol, gübre, helyum ve kritik girdilerde yaşanan arz sorunları küresel ölçekte maliyet baskılarını artırmış; bu durum merkez bankalarının faiz indirim alanını daraltmıştır. ABD'de enflasyonun yeniden yükselmesi FED'in temkinli duruşunu güçlendirirken, Euro Bölgesi'nde de enerji kaynaklı yukarı yönlü enflasyon riskleri öne çıkmıştır. Çin ekonomisinde ise üretim, perakende satışlar ve yatırımlar tarafında ivme kaybı belirginleşmiştir.

Türkiye ekonomisi bu dış şoka yüksek enflasyon, sıkı finansal koşullar ve artan dış finansman ihtiyacıyla yakalanmıştır. Mart 2026'da dar tanımlı işsizlik oranı %8.1'e gerilese de atıl işgücü oranının %31.5 ile tarihi zirveye çıkması, işgücü piyasasındaki yapısal zayıflığın sürdüğünü göstermiştir. Sanayi üretimi Mart ayında yıllık %1.1 daralmış, kapasite kullanım oranı tarihsel ortalamasının altında kalmaya devam etmiştir. Nisan ayında PMI'in 45.7'ye gerilemesi ve reel kesim güveninin 100 eşik değerinin altına inmesi, imalat sanayinde talep, üretim ve sipariş koşullarının zayıfladığını ortaya koymuştur.

Dış ticaret tarafında Nisan ayında ihracat yıllık %22.3 artışla 25.4 milyar dolara yükselmiş olsa da bu görünümde takvim etkisi ve parite katkısı belirleyici olmuştur. İhracat miktar endeksindeki aşağı yönlü eğilim, dış talep ve rekabet gücü açısından temkinli olunması gerektiğine işaret etmektedir. Ödemeler dengesi tarafında Mart ayında cari açık 9.7 milyar dolar ile son üç yılın en yüksek aylık seviyesine ulaşmış, yıllıklandırılmış cari açık 39.7 milyar dolara yükselmiştir. Sermaye çıkışları ve yüksek net hata noksan kalemiyle birlikte dış finansman baskısı belirginleşmiştir.

Enflasyon görünümü raporun en kritik başlığıdır. Nisan 2026'da TÜFE aylık %4.18, yıllık %32.37 artmış ve yıllık enflasyondaki düşüş eğilimi kesintiye uğramıştır. Enerji, ulaştırma, konut ve gıda kalemleri enflasyona en güçlü katkıyı vermiştir. Talep göstergelerinde sınırlı bir soğuma izlenmesine rağmen, maliyet ve beklenti kanallarındaki bozulma daha baskın hale gelmiştir. Yİ-ÜFE'nin yıllık %28.59'a yükselmesi, enerji ve emtia fiyatlarındaki artışların tüketici fiyatlarına geçiş riskini artırmaktadır.

YÖNETİCİ ÖZETİ

TCMB politika faizini %37'de korumakla birlikte piyasayı fiilen %40 seviyesinden fonlamaya devam etmektedir. İkinci Enflasyon Raporu'nda 2026 yıl sonu ara hedefinin %16'dan %24'e, yıl sonu enflasyon tahmininin ise %18'den %26'ya yükseltilmesi, dezenflasyon sürecinin belirgin biçimde ötelenmiş olduğunu göstermiştir. Haziran toplantısında politika faizinde değişiklik beklenmemekte; kredi koşullarındaki sıkılığın korunacağı değerlendirilmektedir.

21 Mayıs günü çıkan siyasi şok piyasaları olumsuz etkilemiş TCMB geçen sene yaşanan siyasi şoka kıyasla daha hızlı davranarak, kurun yükselmesine izin vermemiştir. Ancak bu siyasi belirsizliğin nereye evrileceği politikaların nasıl şekilleneceği açısından da belirleyici olacaktır.

“

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

John Maynard Keynes

”

7 Nisan 2026 tarihinde ABD-İran arasında varılan kırılğan ateşkesin Mayıs ayı başında Hürmüz Boğazı'nda yaşanan çatışmalarla yeniden test edilmesi, küresel ekonominin orta vadeli görünümünde jeopolitik risk priminin kalıcı bir bileşen haline geldiğini göstermiştir. Bu tarihten sonra İran ve ABD arasında barış görüşmeleri sürmektedir. Ancak anlaşma sağlanamamış ve de sağlanması da zor görünmektedir. ABD Başkanı Trump, İran'a geniş çaplı bir hareket başlatmakla tehdit etmekte ancak sonrasında ise geçici olarak hareketin başlamasını geciktirmektedir. En önemli sorunlardan biri mühimmatın önemli ölçüde azalmasıdır. ABD'nin elindeki mühimmatların yarısının tükendiği bilinmektedir. Yeniden üretime geçmek hem zaman almakta hem de maliyetli olmaktadır.

Savaşın ABD'ye direkt maliyeti Pentagon'un açıklamalarına göre 25 milyar dolar olmuştur. Tabii bunun yanında dolaylı maliyetleri de vardır. Petrol fiyatları artmış, bu da hane halkının daha fazla petrole harcama yapmasına neden olmuştur. Yaklaşık olarak maliyetin 35 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir. Hane halkı başına 258 dolara karşılık gelmektedir. Ayrıca mortgage faizleri de yükselmiş, bu da hane halkının harcanabilir gelirini düşürmüştür. Bu nedenle Trump'ın onay oranları tarihi düşük seviyelerdedir. Kasım seçimlerinden önce bu durumu tersine döndürmek isteyen Trump bir an önce bu savaşın bitmesini istemektedir. Benzer şekilde İran da ciddi zarar görmüştür. ABD'nin Hürmüz Boğazı'nı kapatması sonucu artık petrolünü de rahat satamamaktadır. Hark adasında depolanacak yer olmadığından üretimin yavaşladığı, hatta durabileceği tahmin edilmektedir. Durması halinde tekrar üretime dönmesi zaman almaktadır. Sonuç olarak iki ülke de savaşı bitirmek istemekte ancak her iki tarafı da kamuoyuna karşı kaybetmiş göstermeyecek ortak bir formül bulmaya uğraşmaktadırlar. Böyle bir formül görünüşte de olsa bulunursa savaş da son bulacaktır.

ABD-Çin ekonomik ilişkilerinde Mayıs 2026'da Pekin'de gerçekleştirilen Trump-Xi zirvesi yeni bir denge oluşturulması yönünde önemli bir adım niteliği taşımıştır. Zirve sonrasında Çin'in 2026 yılı ve takip eden iki yıllık dönemde en az 17 milyar dolar değerinde ABD tarımsal ürünü ile Boeing'den 200 uçak alımı taahhüdü açıklanmıştır. İki ülke ayrıca pazar erişimine ilişkin kaygıları ele almak ve tarife indirim çerçevesi kapsamında ticareti genişletmek amacıyla ABD-Çin Ticaret Kurulu (Board of Trade) ve Yatırım Kurulu (Board of Investment)'nin kurulması konusunda mutabakata varmıştır. Bununla birlikte yarı iletken ihracat kısıtlamaları, yapay zeka teknolojileri ve nadir toprak elementleri alanlarında temel gerilim noktaları korunmaktadır. Çin'in Mayıs 2026'dan itibaren uygulamaya konulan sülfürik asit ihracat yasağı ile birlikte tedarik zinciri üzerindeki stratejik etkisini pekiştirmiştir.

Rusya Devlet Başkanı Putin ve Çin Devlet Başkanı Xi, 20 Mayıs 2026 tarihinde Pekin'de gerçekleştirdikleri zirvede iki ülke ilişkilerini çok kutuplu dünya ve yeni tip uluslararası ilişkiler çerçevesinde derinleştiren 47 sayfalık ortak deklarasyonu imzalamıştır. Putin'in 2026 yılındaki ilk yurt dışı ziyareti olarak gerçekleştirilen zirve, Trump'ın Xi ile gerçekleştirdiği ikili zirvenin yalnızca birkaç gün sonrasına denk gelerek Çin'in küresel dengelerde merkezi konumunu belirginleştirmiştir. Toplantıda 2001'de imzalanan Çin-Rusya Dostluk Antlaşması'nın uzatılması, silahlı kuvvetler arasındaki iş birliğinin artırılması ve yaklaşık 40 hükümetler arası, kurumlar arası ve kurumsal belgenin imzalanması kararlaştırılmıştır. Putin, Rusya'nın Çin'e petrol ihracatının 2026 yılı ilk çeyreğinde yıllık bazda %35 oranında arttığını açıklamış; iki ülkenin enerji sektöründe "ciddi, son derece kapsamlı bir adım" eşiğine geldiklerini ifade etmiştir. Bu çerçevede uzun süredir tamamlanması beklenen yıllık 50 milyar metreküp doğal gaz taşıma kapasitesine sahip "Sibirya'nın Gücü 2" boru hattı projesinde genel mutabakata varıldığı bildirilmiş; ancak nihai detayların duyurulmadığı kaydedilmiştir. Hürmüz Boğazı'nın fiilen kapalı kalması nedeniyle Asya'da yükselen enerji güvenliği kaygıları Çin'i Rus enerji arzını uzun vadeli sözleşmelerle güvence altına almaya itmiş; Rusya açısından ise Ukrayna saldırılarının petrol altyapısı üzerindeki etkileri ve 2026 yıl sonu büyüme tahmininin %1.3'ten %0.4'e indirilmesi söz konusu anlaşmayı kritik bir gelir kaynağı haline getirmiştir. Xi Jinping zirvede Orta Doğu'daki durumu "savaştan barışa kritik bir dönüm noktası" olarak nitelendirmiş, "tek taraflı hegemonya dalgasının azgınlığa varan biçimde sürdüğünü" ifade ederek Batı liderliğindeki uluslararası düzene dönük eleştirisini sürdürmüştür.

NATO, Hürmüz Boğazı'nın Temmuz'a kadar açılmaması halinde yeni eylem planını görüşmeyi amaçlamaktadır. NATO'nun Temmuz ayında Ankara'da yapılacak toplantıda gündem maddelerinden birinin bu olması beklenmektedir. Bu nedenle zirve oldukça önemlidir.

ABD

Fed, Nisan 2026 tarihli toplantısında federal fon hedef bandını %3.50-%3.75 düzeyinde sabit tutma kararı almıştır. Söz konusu karar, Fed'in üst üste üçüncü toplantısında politika faizini sabit tutması anlamına gelmiştir. Toplantıda dikkat çekici bir gelişme, oylamada dört üyenin muhalefet etmesi olmuştur. 1992 yılı Ekim ayından bu yana en yüksek muhalefet sayısı kaydedilmiştir. Üstelik bu muhalefet eden üyelere biri faiz oranında indirim yönünde oy kullanırken, üç üye de karar metnini güvercin bulmuştur. Warsh'un Fed başkanlığı adaylığı Kongre tarafından onaylanmıştır. Warsh'un Trump'ın atadığı bir isim ve de faiz indirimi isteyen bir aday olmasına karşın beklentiler Fed'in bu sene hiç faiz indiremeyeceği yönünde oluşmuştur.

ABD'de açıklanan enflasyon, savaşın etkilerini belirgin biçimde ortaya koymuştur. Nisan 2026 döneminde Tüketici Fiyat Endeksi aylık bazda %0.6, yıllık bazda ise %3.8 oranında artmıştır. Yıllık enflasyon Mayıs 2023'ten bu yana en yüksek düzeye ulaşmış ve Mart ayındaki %3.3 düzeyinin 0.5 puan üzerine çıkmıştır. Çekirdek TÜFE aylık %0.4, yıllık %2.8 artışla Ocak 2025'ten bu yana en yüksek aylık artışı kaydetmiştir. Enerji fiyatları yıllık bazda %17.9 artarak Eylül 2022'den bu yana en hızlı yıllık artışı sergilemiştir. Benzin fiyatları yıllık %28.4, akaryakıt fiyatları %54.3 oranında yükselmiş; gıda fiyatları aylık %0.5 artış göstermiştir. Üretici enflasyonu ise yine bu etkilerle %6'ya ulaşmıştır.

İstihdam tarafında Nisan 2026 döneminde tarım dışı istihdam 115 bin kişi artış kaydederek piyasa beklentisi olan 55 bini belirgin biçimde aşmıştır. İşsizlik oranı %4.3 düzeyinde değişim göstermemiştir. Ortalama saatlik kazançlar aylık %0.2, yıllık %3.6 oranında artmıştır. Söz konusu yıllık ücret artışı, %3.8 düzeyindeki TÜFE'nin altında kalmış ve reel ücretler aylık %0.5, yıllık %0.3 oranında gerilemiştir. Bu görünüm, Nisan 2023'ten bu yana ilk kez reel ücretlerin negatif bölgeye geçmesi anlamına gelmiştir.

Euro Bölgesi

Avrupa Merkez Bankası (ECB), 30 Nisan 2026 tarihli toplantısında üç temel politika faizini sabit tutma kararı almıştır. Mevduat kolaylığı faizi %2, ana yeniden finansman faizi %2.15 ve marjinal borç verme faizi %2.40 düzeyinde değişim göstermeyerek korunmuştur. Karar oybirliği ile alınmış olmakla birlikte, faiz artırımını seçeneğinin de tartışıldığı bildirilmiştir. ECB Başkanı Christine Lagarde, "yukarı yönlü enflasyon riskleri ve aşağı yönlü büyüme risklerinin yoğunlaştığını" ve Merkez Bankası'nın "temel senaryodan uzaklaştığını" ifade etmiştir. Karar metninde Orta Doğu'daki savaşın enerji fiyatları üzerindeki yukarı yönlü etkisinin, savaşın süresine ve dolaylı-ikincil etkilerinin şiddetine bağlı olarak orta vadeli enflasyon görünümünü etkileyeceği vurgulanmıştır. ECB'den bu yıl bir ya da iki faiz artışı beklenmektedir.

Euro Bölgesi Nisan 2026 dönemine ilişkin öncü tüketici enflasyonu verileri %3 düzeyinde gerçekleşmiş; Mart ayındaki %2.6 düzeyinden belirgin biçimde yükselmiştir. Enerji ve gıda hariç çekirdek enflasyon %2.2 düzeyinde sabit kalmıştır. 2026 yılı birinci çeyrek gayrisafi yurt içi hasıla büyümesi yıllık %0.8 ile zayıf seyrini korumuştur. ECB'nin Mart 2026 makroekonomik projeksiyonlarına göre Euro Bölgesi yıllık enflasyonunun 2026 yılında ortalama %2.6, 2027'de %2.0 ve 2028'de %2.1 düzeyinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Aynı projeksiyonlarda Euro Bölgesi büyümesinin 2026 yılında %0.9, 2027'de %1.3 ve 2028'de %1.4 düzeyinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Söz konusu görünüm, bölgenin durgunluk değil ancak zayıf büyüme aşamasında olduğunu yansıtmıştır.

Çin

Nisan 2026 verileri ekonominin ivme kaybetmeye başladığını ortaya koymuştur. Nisan ayında sanayi üretimi yıllık %4.1 oranında artarak %5.9 düzeyindeki piyasa beklentisinin altında kalmıştır. Perakende satışlar yıllık %0.2 oranında artarak son 40 ayın en zayıf büyümesini kaydetmiş; %2.0 düzeyindeki piyasa beklentisinin belirgin biçimde gerisinde kalmıştır. Ocak-Nisan 2026 döneminde toplam sanayi üretimi yıllık %5.6, perakende satışlar ise yıllık %1.9 oranında artmıştır. Aynı dönemde sabit varlık yatırımları yıllık %1.6 oranında azalmış; emlak geliştirme yatırımları daralmaya devam etmiştir. Nisan ayında kentsel işsizlik oranı %5.2 düzeyinde gerçekleşmiştir.

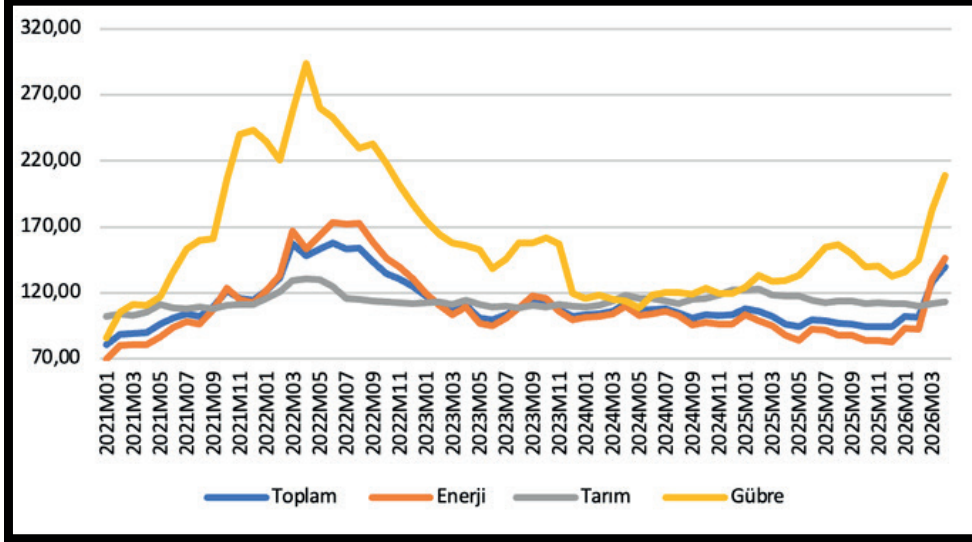
Çin'de enflasyon beklentinin üzerinde artmıştır. Yıllık %1.2 olan enflasyon beklentilerin üzerinde gelmiştir. Petrol fiyatındaki artış üretici fiyatlarına daha çok yansımaktadır. Eylül 2022'den beri negatif olan ÜFE, Mart ayında sınırlı (%0.5), Nisan ayında ise %2.8 ile beklentinin üzerinde artmıştır.

Emtia piyasaları

Küresel emtia piyasalarında Şubat 2026 sonunda başlayan Orta Doğu savaşı, ham petrol fiyatlarında tarihi nitelikte bir hareket yaratmıştır. Brent ham petrol fiyatı, savaş öncesi 27 Şubat 2026 tarihindeki 72 dolar civarındaki düzeyinden Mart ayı içerisinde 120 dolar düzeyine yükselmiştir. Mart ayında Brent fiyatlarındaki yaklaşık %51 oranındaki aylık artış, kayıtlardaki en büyük aylık yükselişlerden biri olarak tarihe geçmiştir. Savaşın başlangıcından bu yana Brent fiyatlarındaki birikimli artış %55 düzeyini aşmıştır.

Nisan ayında ABD-İran ateşkes müzakerelerine ilişkin haberlerin etkisiyle Brent fiyatı 100 dolar bandının altına gerilemiş; ancak Hürmüz Boğazı'nda yaşanan çatışmalar ve ateşkesin kırılma riski fiyatları yeniden 110-114 dolar bandına çekmiştir. Mayıs ortası itibarıyla Brent fiyatı 110 dolar civarında seyretmiş, Hürmüz Boğazı'nın fiilen kapalı kalması ve müzakerelerde mesafe alınamaması küresel enerji arzı üzerindeki baskıyı sürdürmüştür. Uluslararası Enerji Ajansı'nın küresel petrol stoklarının hızla azaldığı yönündeki uyarısı, fiyatlar üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutmuştur.

Şekil.1 Emtia Endeksleri



Kaynak: Dünya Bankası

Orta Doğu savaşının etkileri petrol ve doğal gaz piyasalarıyla sınırlı kalmamış; helyum, gübre, fosfat ve alüminyum gibi kritik girdilerde de derinleşen bir tedarik zinciri krizi ortaya çıkmıştır. Küresel helyum üretiminin yaklaşık %30-35'ini sağlayan Katar, İran'ın Ras Laffan tesislerine yönelik saldırıları sonrasında Mart 2026'da üretimi tamamen durdurmuş; QatarEnergy ülkenin sıvılaştırılmış doğal gaz ihracat kapasitesinin %17'sinin ortadan kalktığını ve onarımların üç ila beş yıl sürebileceğini bildirmiştir. Helyum spot fiyatları savaşın başlangıcından bu yana iki katına yükselmiş; söz konusu gazın yarı iletken üretimi, uzay sanayi, tıbbi görüntüleme ve veri merkezi soğutması gibi alanlarda yerine konulamayan kritik bir girdi olması nedeniyle yapay zeka veri merkezi yatırımları üzerinde risk oluşturduğu değerlendirilmiştir.

Gübre piyasalarında ise Hürmüz Boğazı kaynaklı arz şoku, Çin'in ihracat kısıtlamalarıyla birlikte yapısal bir krize dönüşmüştür. Körfez bölgesi küresel üre ihracatının %30-35'ini, amonyak ihracatının %20-30'unu karşılamakta; Hürmüz Boğazı'ndan yıllık 16 milyon ton gübre geçmektedir. Savaşın başlamasıyla birlikte İran amonyak üretimini durdurmuş, Katar üre ve amonyak üretimini askıya almıştır. Üre fiyatı 2022 zirvesinden bu yana en yüksek seviyeye çıkmıştır. Fosfat üretiminde kritik girdi olan kükürt fiyatları Çin'de bir yıl öncesine kıyasla %158.7 oranında artmış; Çin'in Mayıs 2026'dan itibaren sülfürik asit ihracatını askıya alma kararı Hürmüz krizinin ötesinde yapısal bir darboğaz oluşturmuştur. Dünya Bankası, 2026 yılında küresel gübre fiyat endeksinin %30'un, üre fiyatlarının ise %60'ın üzerinde artış gösterebileceği uyarısında bulunmuştur.

İşsizlik

Mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı Mart 2026'da %8.1 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bir önceki aya kıyasla 0.3 puanlık düşüş kaydedilmiş ve oran son üç ayın en düşük seviyesine inmiştir. İşsiz sayısı 96 bin kişi azalarak 2 milyon 873 bine gerilemiştir.

İstihdam tarafında sınırlı bir iyileşme gözlenmiştir. İstihdam edilenlerin sayısı 226 bin kişi artarak 32 milyon 425 bine yükselmiş, istihdam oranı 0.3 puanlık artışla %48.5'e çıkmıştır. İşgücüne katılım oranı 0.1 puan artışla %52.8 olarak kaydedilmiştir.

Şekil.2 İşsizlik ve Atıl İşgücü
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Manşet işsizlikteki iyileşmeye karşın, geniş tanımlı işsizliği yansıtan atıl işgücü oranı 1.6 puanlık artışla %31.5'e yükselerek tarihi zirvesine ulaşmıştır. Zamana bağlı eksik istihdam ve işsizlerin bütünleşik oranı %21, işsiz ve potansiyel işgücünün bütünleşik oranı ise %20.4 olarak hesaplanmıştır. Dar tanımlı işsizlik göstergesindeki gerilemeye rağmen işgücü piyasasındaki yapısal sorunların belirginleşmeye devam ettiği görülmüştür.

2026 yılı birinci çeyrek verileri de işgücü piyasasındaki zayıflamayı teyit etmiştir. Ocak-Mart döneminde mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı 0.1 puanlık düşüşle %8.2 düzeyinde gerçekleşmiş, işsiz sayısı 2 milyon 894 bine inmiştir. Bu dönemde işsizlik oranı erkeklerde %6.8, kadınlarda %11.1 olarak tahmin edilmiştir. Genç nüfusta işsizlik oranı önceki çeyreğe göre değişim göstermeyerek %15.2 seviyesinde sabit kalmıştır.

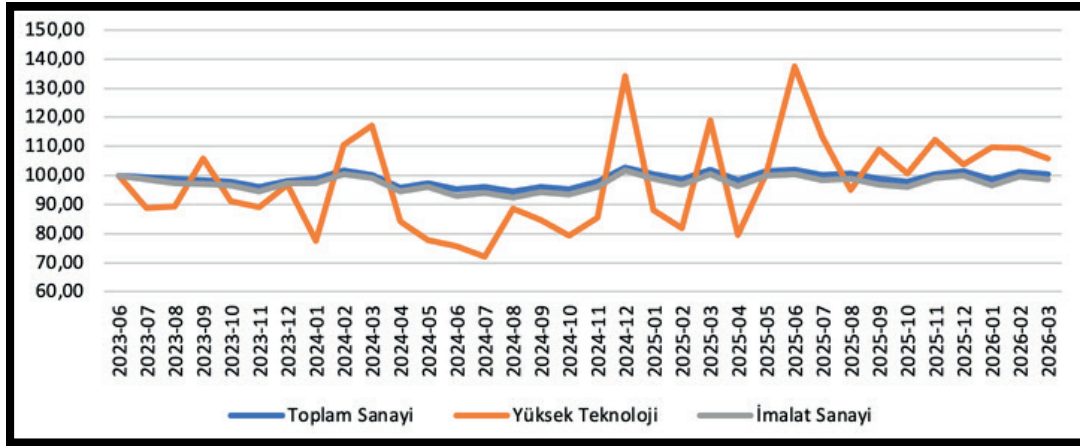
Sektörel ayrımında tüm ana sektörlerde istihdam kaybı yaşanmıştır: hizmet sektöründe 189 bin, inşaat sektöründe 48 bin, tarım sektöründe 44 bin ve sanayi sektöründe 20 bin kişilik daralma kaydedilmiştir. Atıl işgücü oranı 0.6 puanlık artışla %30.4'e yükselmiştir.

Reel Sektör

TÜİK tarafından açıklanan Sanayi Üretim Endeksi verilerine göre, Mart 2026 döneminde takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi bir önceki yılın aynı ayına kıyasla %1.1 oranında daralma kaydetmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeks ise bir önceki aya göre %0.8 oranında gerilemiştir. Alt sektörler göre yıllık değişimler incelendiğinde, madencilik ve taş ocakçılığı sektörü endeksi %5.6, imalat sanayi sektörü endeksi ise %1.3 oranında gerilemiştir. Elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksinde %5.8 oranında artış kaydedilmiş, enerji grubu pozitif yönde ayrılan tek alt sektör olmuştur.

Aylık bazda alt sektör değişimleri de benzer bir görünüm sergilemiştir. Madencilik ve taş ocakçılığı sektörü endeksi %1.6, imalat sanayi sektörü endeksi ise %1.1 oranında daralmıştır. Elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektöründe ise %3.9 oranında artış gerçekleşmiştir.

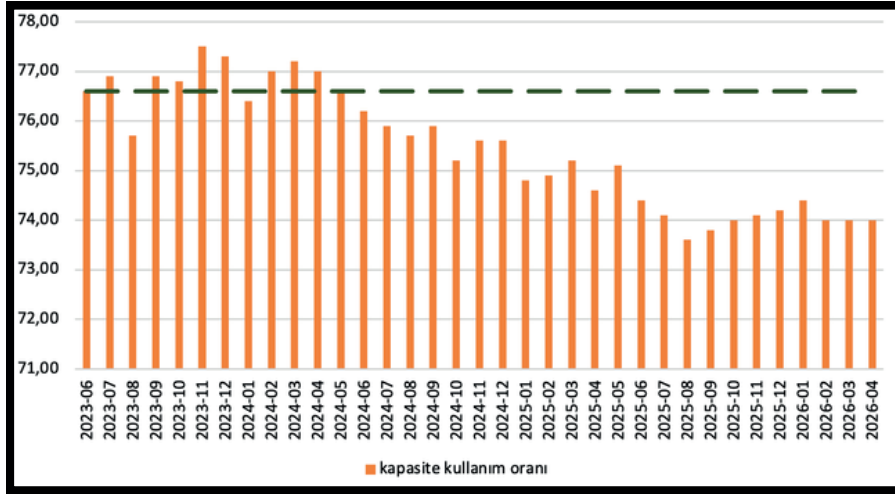
Şekil.3 Sanayi Üretim Endeksi
(2023-06:100)



Kaynak: TÜİK

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından açıklanan İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı verilerine göre, Nisan 2026 döneminde mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı (KKO-MA) bir önceki aya kıyasla değişim göstermeyerek %74 düzeyinde sabit kalmıştır. Mevsimsel etkilerden arındırılmamış kapasite kullanım oranı (KKO) ise 0.5 puanlık artışla %73.8 olarak gerçekleşmiştir.

Şekil.4 Kapasite Kullanım Oranı (%)



Kaynak: TCMB

Kapasite kullanım oranı, tarihsel ortalaması olan %76.6'nın 23 aydır altında seyretmektedir. Ancak sektörel olarak farklı bir görünüm ortaya çıkmaktadır. Kapasite kullanım oranının en yüksek olduğu sektörler tütün (%85.0), ağaç ürünleri (%84.5) ve kağıt (%82.6) olmuştur. Eczacılık ürünleri (%79.2), elektronik (%76.0), diğer ulaşım araçları (%76.4), kimyasal (%75.4) ve ana metal (%75.1) sektörlerinde de kapasite kullanımı ortalamanın üzerinde gerçekleşmiştir. Buna karşılık kapasite kullanım oranının en düşük olduğu sektörler deri ve ilgili ürünler (%59.7), içecek (%62.9), makine ve ekipman (%65.3), diğer imalatlar (%66.0) ve basım (%66.2) olarak öne çıkmıştır. Deri ve ilgili ürünler sektöründeki düşük seviye, moda ve tekstil değer zincirindeki iç ve dış talep zayıflığını yansıtmıştır.

Nisan 2026'da mevsimsellikten arındırılmış Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE-MA) bir önceki aya kıyasla 1.4 puan azalarak 98.6 düzeyinde gerçekleşmiştir. Endeks bu seviyeyle birlikte 100 eşik değerinin altına geri dönmüş, reel kesim temsilcilerinin ekonomik faaliyetlere ilişkin görünümünün kötümser bölgeye geçtiğine işaret etmiştir. Mevsimsellikten arındırılmamış RKGE ise 0.4 puanlık azalışla 100.6 düzeyinde kaydedilmiştir.

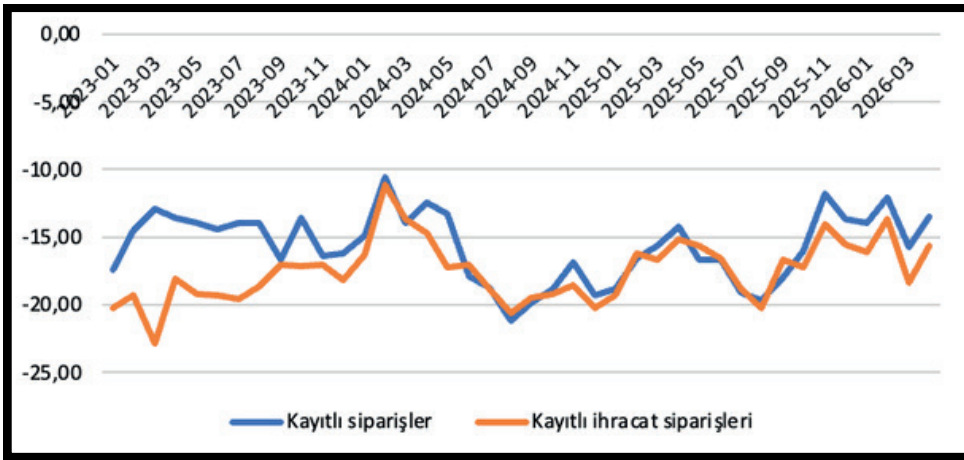
Endeksin alt bileşenleri incelendiğinde, sabit sermaye yatırım harcaması beklentisi ile mevcut toplam sipariş miktarına ilişkin değerlendirmelerin endeksi artış yönünde etkilediği görülmüştür. Buna karşılık son üç aydaki toplam sipariş miktarı, genel gidişat, gelecek üç aydaki ihracat sipariş miktarı, gelecek üç aydaki üretim hacmi, mevcut mamul mal stoku ve gelecek üç aydaki toplam istihdama ilişkin değerlendirmeler endeksi azalış yönünde etkilemiştir. Söz konusu kompozisyon, ileriye dönük talep ve üretim beklentilerindeki zayıflamanın belirginleştiğini ortaya koymuştur.

Gelecek üç aya yönelik değerlendirmelerde tablonun zayıfladığı görülmüştür. Gelecek on iki aylık dönem sonu itibarıyla yıllık ÜFE beklentisi bir önceki aya kıyasla 0.8 puan artarak %31.9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Maliyet ve fiyat tarafında baskıların sürdüğü görülmüştür. Ortalama birim maliyetlerde son üç ayda artış olduğunu bildirenler lehine olan seyrin bir önceki aya göre değişim göstermediği, gelecek üç ayda artış olacağını bekleyenler lehine olan seyrin ise güçlendiği gözlenmiştir.

Üretimi kısıtlayan faktörlerde, Nisan 2026 itibarıyla anket katılımcılarının %56.5'i üretimlerini kısıtlayan herhangi bir faktör bulunmadığını belirtmiştir. Üretimi kısıtlayan en önemli faktör olarak talep yetersizliği %12.8 oranıyla ön plana çıkmış; bu oranı hammadde-ekipman yetersizliği (%8.8), mali imkansızlıklar (%8.6), işgücü yetersizliği (%8) ve diğer faktörler (%5.3) izlemiştir.

Talep yapısını göstermesi açısından kayıtlı siparişler önem arz etmektedir. Kayıtlı siparişlere baktığımızda normal altı diyenlerin lehine olan dengenin bir miktar azalmaya başladığı görülmektedir.

Şekil.5 İktisadi Yönelim Anketi- Kayıtlı Siparişler



Kaynak: TCMB

İSO Türkiye İmalat Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI), Nisan 2026 döneminde 2.2 puanlık düşüşle 45.7 değerine gerilemiştir. Endeks Mart ayında 47.9 düzeyinde gerçekleşmiş, Nisan ayındaki bozulma ise Eylül 2024'ten bu yana en yüksek oranda kaydedilmiştir. Söz konusu görünüm, imalat sanayindeki faaliyet koşullarındaki yavaşlamanın ikinci çeyreğin başında belirginleştiğine işaret etmiştir. Endeksin alt bileşenleri incelendiğinde, üretim endeksindeki düşüşün Eylül 2024 düzeyiyle aynı hızda ve COVID-19'dan bu yana en sert seyrinde gerçekleştiği görülmüştür. İmalat sanayi üretimindeki yavaşlama eğilimi bu görünümle birlikte 25'inci ayına ulaşmıştır. Toplam yeni siparişler ve yeni ihracat siparişlerindeki gerileme Mart ayına kıyasla belirgin biçimde hızlanmış; yeni siparişlerdeki bozulma son bir buçuk yılın en belirgin düzeyine ulaşmıştır. Anket katılımcılarının önemli bir bölümü, söz konusu yavaşlamanın Orta Doğu'da süren savaştan kaynaklandığını bildirmiştir.

Fiyat baskıları Nisan ayında belirgin biçimde güçlenmiştir. Girdi maliyetleri enflasyonu üst üste beşinci ayda artarak Ocak 2024'ten bu yana en yüksek düzeye ulaşmıştır. Nihai ürün fiyatları ise Şubat 2024'ten beri en keskin artışı kaydetmiştir. Anket katılımcıları, fiyat artışlarının önemli ölçüde savaşa bağlı akaryakıt ve petrol maliyetlerindeki yükselişten kaynaklandığını ifade etmiştir.

Tedarik koşulları da bozulma sergilemiştir. Tedarikçilerin teslimat sürelerindeki uzama Şubat 2023'ten bu yana en yüksek düzeye ulaşmıştır. Bölgesel jeopolitik gerilimlerin küresel ve bölgesel tedarik zincirleri üzerindeki etkisinin imalat sanayine doğrudan yansıdığı görülmüştür.

İmalatçıların temkinli tutumu istihdam ve satın alma kararlarına yansımıştır. İstihdam endeksinde Aralık 2024'te başlayan düşüş eğilimi Nisan ayında da sürmüştür ve son sekiz ayın en yüksek oranındaki keskin düşüş kaydedilmiştir. Anket katılımcılarının bir kısmı çalışan sayılarındaki azalmayı yeni siparişlerdeki yavaşlamayla, diğer bir kısmı ise istifalarla ilişkilendirmiştir. Yeni siparişlerdeki gerilemeye paralel olarak firmalar satın alma faaliyetlerini ve stoklarını azaltmayı sürdürmüştür; girdi stoklarındaki düşüş son altı yılın en yüksek hızına ulaşmıştır.

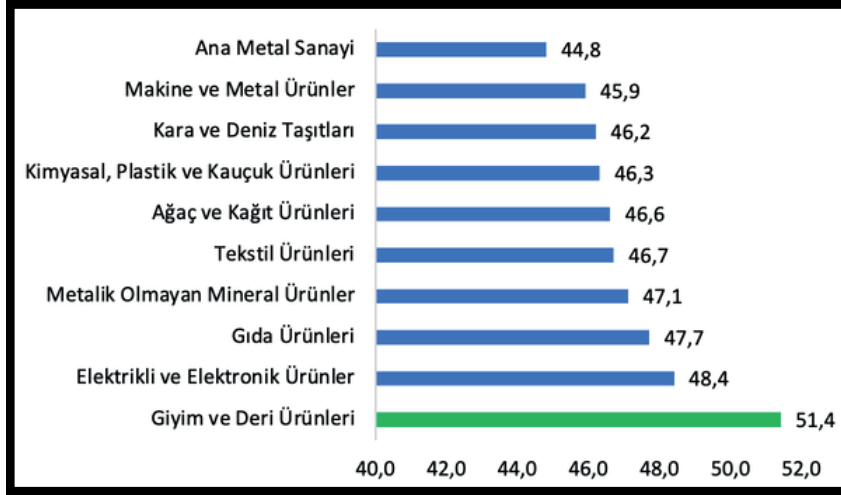
Şekil.6 İmalat PMI



Kaynak: S&P Global, İSO

Sektörel PMI Anketi Nisan 2026 sonuçlarına göre, anket kapsamında izlenen 10 imalat sektörünün 9'unda PMI 50 eşik değerinin altında gerçekleşmiştir. Sektörler arasında 50'nin üzerinde değer kaydeden tek sektör 51.4 değeriyle giyim ve deri ürünleri olmuş; söz konusu sektörün üretimi yaklaşık bir yıl sonra ilk artışını kaydetmiştir. Sektörel PMI değerleri en düşükten en yükseğe doğru ana metal sanayi (44.8), makine ve metal ürünler (45.9), kara ve deniz taşıtları (46.2), kimyasal, plastik ve kauçuk (46.3), ağaç ve kağıt (46.6), tekstil (46.7), metalik olmayan mineral (47.1), gıda (47.7), elektrikli ve elektronik (48.4) ve giyim ve deri ürünleri (51.4) sıralamasıyla kaydedilmiştir.

Şekil.7 Sektörel PMI



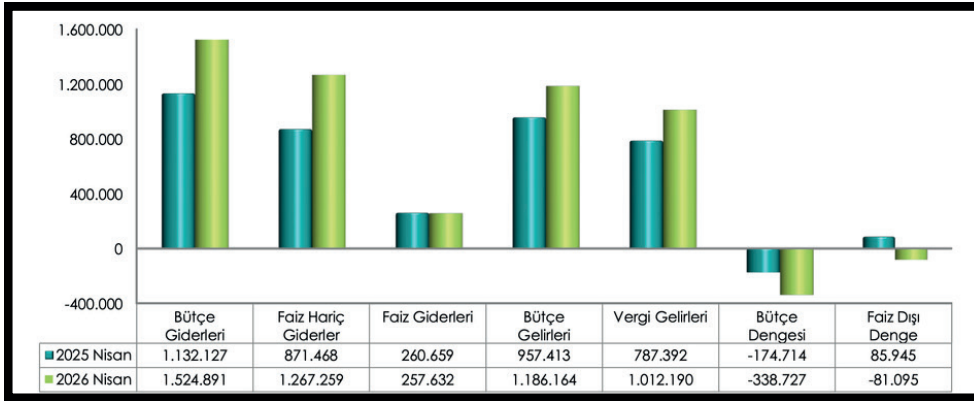
Kaynak: İSO

Nisan ayı verileri Orta Doğu'daki savaşın imalat sanayi geneli üzerindeki etkilerini belirgin biçimde ortaya koymuştur. Tedarikçilerin teslimat süreleri 10 sektörün 9'unda uzamış; teslimat sürelerinde iyileşme kaydedilen tek sektör ana metal sanayi olmuştur. Girdi maliyeti enflasyonu 10 sektörün 8'inde Mart ayına kıyasla artış sergilemiş; en sert yükseliş enflasyonun 27 aylık zirveye ulaştığı kimyasal, plastik ve kauçuk sektöründe gerçekleşmiştir. Aynı sektörde nihai ürün fiyat artışı son dört yılı aşkın dönemin en yüksek hızında kaydedilmiş, sektör hem girdi hem nihai ürün fiyat enflasyonunda başı çekmiştir. Tekstil sektöründe tedarikçi performansındaki bozulma Ocak 2022'den, kara ve deniz taşıtları sektöründe ise teslimat süresi artışı Ekim 2023'ten bu yana en yüksek düzeye ulaşmıştır. İstihdam yalnızca giyim ve deri ile elektrikli ve elektronik sektörlerinde artış kaydetmiş; en belirgin düşüş ana metal sanayinde gerçekleşmiştir.

Maliye Politikası

Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan verilere göre, merkezi yönetim bütçesi Nisan 2026 döneminde 338.7 milyar TL açık vermiştir. Söz konusu açık, Nisan 2025'teki 174.7 milyar TL düzeyinin yaklaşık iki katına ulaşmıştır. Faiz dışı denge ise 81.1 milyar TL açık vererek geçen yılın aynı ayındaki 85.9 milyar TL faiz dışı fazlanın gerisine düşmüştür. Merkezi yönetim gelirleri yıllık bazda %23.9 artışla 1 trilyon 186.2 milyar TL'ye yükselirken, giderler yıllık %34.7 artışla 1 trilyon 524.9 milyar TL'ye ulaşmıştır. Gelir ve gider artış oranları arasındaki bu makas, bütçe açığının yıllık bazda iki katına çıkmasında belirleyici olmuştur. Vergi tarafında dikkat çeken gelişme, özel tüketim vergisi tahsilatında yaşanan keskin gerileme olmuştur. ÖTV gelirleri Nisan ayında yıllık bazda %13.3 oranında azalarak 125.2 milyar TL düzeyine inmiştir. Söz konusu gerilemenin temel nedeni, Orta Doğu'daki savaşın akaryakıt fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskısını sınırlamak amacıyla devreye alınan eşel-mobil mekanizmasıdır. Bu mekanizma kapsamında ham petrol ve akaryakıt fiyatlarındaki artışlar ÖTV indirimleriyle dengelenmiş; söz konusu uygulama tüketici fiyatlarını korumakla birlikte vergi gelirlerini önemli ölçüde aşındırmıştır.

Şekil.8 Bütçe Dengesi (Milyon TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Diğer vergi kalemlerinde artış sürmüştür: gelir vergisi yıllık %26.8 artışla 321.3 milyar TL'ye, dahilde alınan KDV yıllık %22.2 artışla 144.8 milyar TL'ye, ithalde alınan KDV ise yıllık %25.1 artışla 189.8 milyar TL'ye yükselmiştir. Toplam vergi gelirleri yıllık bazda %28.6 oranında artarak 1 trilyon 12.2 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir.

Harcama tarafında gider kalemlerinin tamamına yakınında artış kaydedilmiştir. Cari transferler yıllık %27.1 artışla 521.5 milyar TL'ye yükselmiştir. Personel giderleri yıllık %44.9 artışla 397.7 milyar TL'ye ulaşmıştır. Faiz harcamaları ise yıllık %1.2 azalışla 257.6 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir.

12 aylık kümülatif bütçe açığı Mart 2026 sonundaki 1 trilyon 508.4 milyar TL düzeyinden Nisan 2026 sonu itibarıyla 1 trilyon 672.4 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu görünümle birlikte 12 aylık kümülatif bütçe açığının gayrisafi yurt içi hasılaya oranı %2.39 düzeyinden %2.65 düzeyine genişlemiştir. Eşel-mobil mekanizmasının vergi gelirleri üzerindeki sınırlayıcı etkisi ile harcama tarafındaki güçlü artışın bir arada seyretmesi, kamu maliyesi üzerindeki baskıyı belirginleştirmiştir.

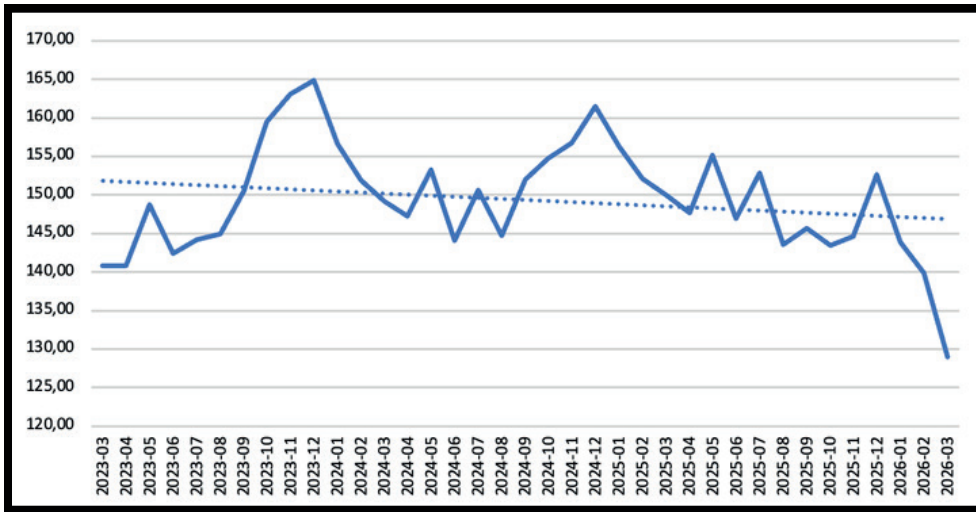
Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi

Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan geçici verilere göre, Nisan 2026 döneminde ihracat yıllık bazda %22.3 oranında artarak 25.4 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. Söz konusu rakam, Cumhuriyet tarihinin en yüksek ikinci aylık ihracat değeri olarak kayıtlara geçmiştir. İthalat aynı dönemde %3.1 oranında artışla 33.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Dış ticaret açığı yıllık bazda %29.8 oranında daralarak 8.5 milyar dolar düzeyine inmiş, ihracatın ithalatı karşılama oranı 11.7 puan artışla %74.9'a yükselmiştir.

İhracattaki güçlü performansta takvim etkisinin ve parite hareketlerinin önemli rol oynadığı söylenebilir. Nisan ayında bir iş gününün fazla olmasının takvim etkisi yaklaşık 400 milyon dolar, euro-dolar paritesindeki euro lehine seyrin etkisi ise yaklaşık 440 milyon dolar olarak hesaplanmıştır.

Tüm bu fiyat etkileri dışında ihracatın yapısal seyrine bakmak için ihracat miktar endeksi kullanılabilir. Aşağıdaki şekilde bu endeks görülmektedir. 2023'ten beri trend ne yazık ki aşağı yönlü olmuştur. Her ne kadar Nisan ayı yüksek gelse de bu etkiyi tersine çevirmesi oldukça zordur.

Şekil.9 İhracat Miktar Endeksi



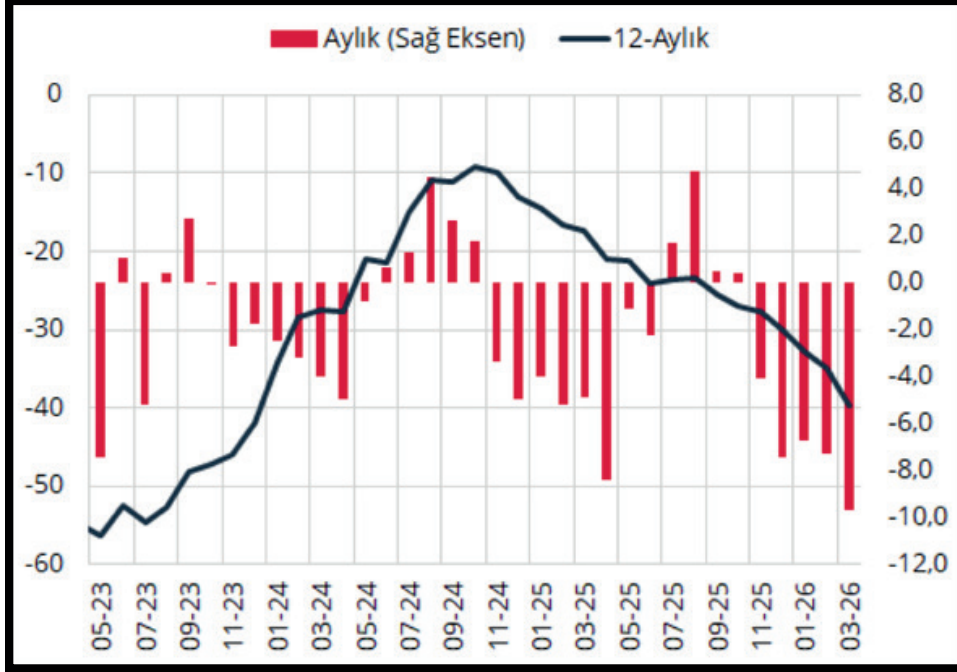
Kaynak: TÜİK

Ödemeler dengesi tarafında, Mart 2026 döneminde cari işlemler hesabı 9.7 milyar dolar açık vermiştir. Söz konusu açık, son üç yılın en yüksek aylık cari açık değerine karşılık gelmiştir. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı 3.9 milyar dolar açık vermiş; ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı ise 9.5 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde hizmetler dengesinden 2.6 milyar dolar net giriş sağlanmış; bu tutarın 2.2 milyar dolarlık kısmı seyahat gelirlerinden, 1.6 milyar dolarlık kısmı ise taşımacılık hizmetlerinden kaynaklanmıştır.

Yıllıklandırılmış verilere göre Mart 2026 itibarıyla 12 aylık cari işlemler açığı 39.7 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. Aynı dönemde ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı 77.8 milyar dolar, hizmetler dengesi fazlası ise 63.1 milyar dolar olarak kaydedilmiştir. Ocak-Mart 2026 dönemi kümülatif cari açığı 23.7 milyar dolara ulaşmıştır.

Finansman tarafında Mart ayında dikkat çekici bir bozulma yaşanmıştır. Portföy yatırımları kanalıyla 14.8 milyar dolar, diğer yatırımlar kanalıyla 11.7 milyar dolar ve doğrudan yatırımlar kanalıyla 212 milyon dolar net çıkış kaydedilmiştir. Bu görünüm, Orta Doğu'daki bölgesel savaşın küresel yatırımcı iştahı ve gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye akımları üzerindeki etkilerinin Türkiye'ye yansıdığını ortaya koymuştur.

Şekil.10 Cari Denge
(Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

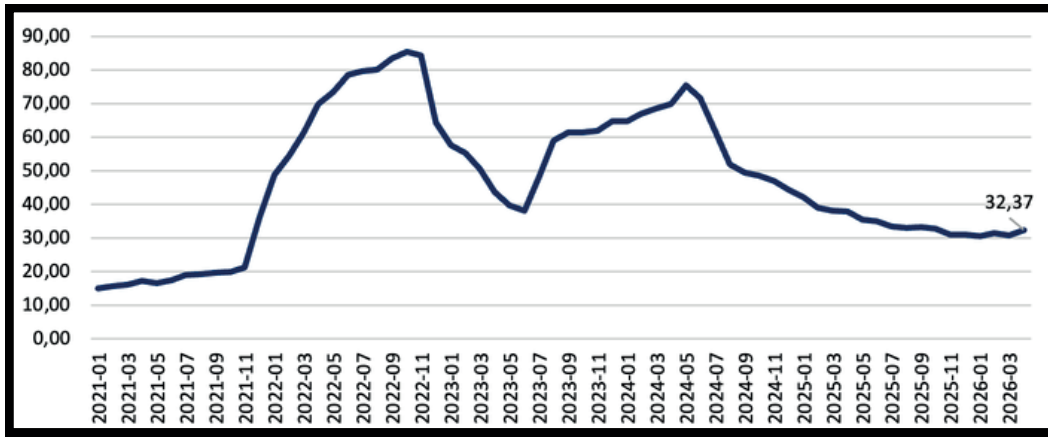
Net hata ve noksan kalemi ise rekorlar kırmaktadır. Mart ayında net hata ve noksan 7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İlk çeyrek itibarıyla 16 milyar dolar, yıllık bazda ise 33.3 milyar dolar kayıtlara geçmiştir. Her ne kadar bunun bir kısmı revizyona uğrasa da bu revizyonun 33.3 milyar dolar olması imkansızdır.

Son dönemde ödemeler dengesine baktığımızda tek başına cari açık bizi yanıltmaktadır. Cari açık + net hata ve noksan olarak bakmak daha doğrudur. Çünkü bizim finansman ihtiyacımız nihayetinde bu rakamdır. Böyle baktığımızda Türkiye'nin finansman ihtiyacı Mart ayında 16.7 milyar dolar, ilk çeyrekte 16 milyar dolar, yıllıkta ise 73 milyar dolara ulaşmaktadır. Savaş ayı olması nedeniyle finansal çıkışları da düşündüğümüzde Mart ayında 43.4 milyar dolar rezerv kaybı kaçınılmaz olmuştur.

Enflasyon

Tüketici Fiyat Endeksi Nisan 2026 döneminde aylık bazda %4.18, yıllık bazda %32.37 oranında artmıştır. Nisan ayındaki gelişmeyle birlikte yıllık enflasyon bir önceki aya kıyasla 1.5 puan yükselmiş; manşet enflasyondaki son aylardaki düşüş eğilimi tersine dönmüştür. Aylık enflasyon oranı, Mart ayındaki %1.94 düzeyinin belirgin biçimde üzerine çıkarak piyasa beklentilerini aşmıştır. Yıl başından bu yana TÜFE'deki birikimli artış %14.64 olarak gerçekleşmiştir.

Şekil.11 TÜFE Enflasyon
(Yıllık, %)

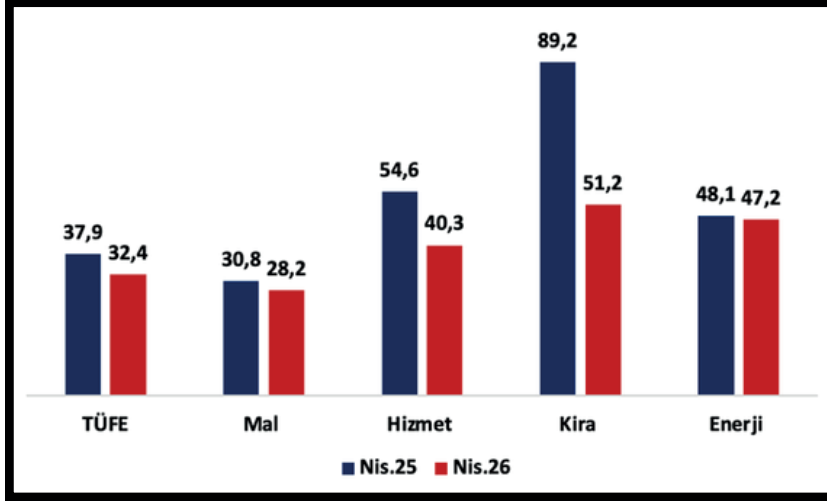


Kaynak: TÜİK

Aylık enflasyondaki yükselişin temel kaynağı konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar grubu olmuştur. Söz konusu grupta fiyatlar Nisan ayında %7.99 oranında artmış; grubun yıllık fiyat artışı %46.60 düzeyine ulaşarak ana harcama grupları içerisinde en yüksek değer olarak öne çıkmıştır. Ulaştırma grubunda fiyatlar aylık bazda %4.29 oranında artmış, gıda ve alkolsüz içecekler grubunda ise %3.70 oranında yükselmiştir. Yıllık enflasyona en büyük katkılar 8.72 puanla gıda ve alkolsüz içecekler, 6.30 puanla konut grubu ve 5.66 puanla ulaştırma grubundan gelmiştir.

Aşağıda bazı mal ve hizmet gruplarındaki enflasyon oranları Nisan 2025 ile karşılaştırmalı olarak verilmiştir. Kirada enflasyon %89 seviyelerinden %51 seviyelerine gevşemiştir. Kiralarda geriye doğru endeksleme olduğundan enflasyon düştükçe kiralardaki düşüş de sürecektir. TCMB tarafından yayımlanan Yeni Kiracı Kira Endeksi, Nisan 2026'da aylık %1.7 artarken, yıllık bazda nominal olarak %31.7 yükselmiş; reel olarak ise %0.5 gerilemiştir. Yani geçmiş kiralarda artış hala sürerken, yeni kiralamalarda artış hızı yavaşlamıştır.

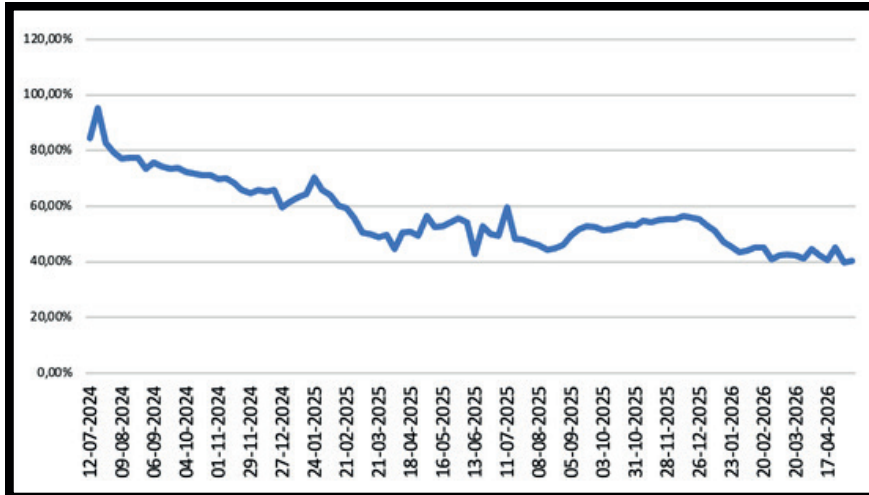
Şekil.12 Seçilmiş Gruplarda Enflasyon
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Enflasyon üç temel kanaldan beslenmektedir. Birinci kanal talep kanalıdır. Talebin seyrini anlamak için kullanılan en güncel göstergelerden biri kredi kartı harcamalarıdır. Aşağıda kredi kartı harcamaları görülmektedir. Ortalama yıllık artış %40'lar seviyesine gerilemiştir. İstediğimiz dezenflasyonu sağlamak için yeterli olmasa da talep cephesinde hafif bir soğumaya işaret etmektedir.

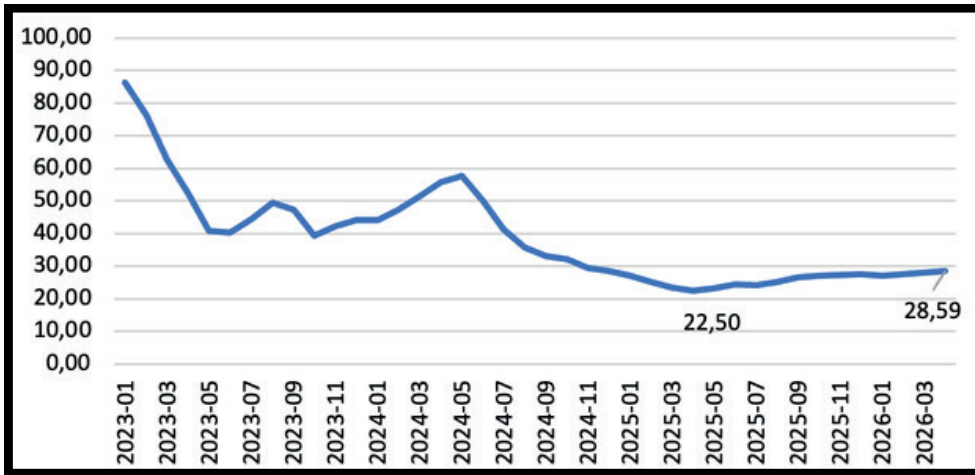
Şekil.13 Kredi Kartı Harcamaları
(4 haftalık hareketli ortalama, Yıllık % artış)



Kaynak: TCMB

İkinci kanal ise maliyet kanalıdır. Maliyeti takip etmek için Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE)'ye bakmak bize fikir vermektedir. Nisan ayında aylık bazda %3.17, yıllık bazda %28.59 oranında artmıştır. Sanayinin alt sektörlerinde madencilik ve taş ocakçılığında aylık fiyat artışı %9.84 ile en yüksek düzeye ulaşmıştır. İmalat sektöründe aylık artış %3.59, yıllık artış ise %30.36 olarak gerçekleşmiştir. Ana sanayi gruplarında en yüksek aylık artış %4.84 ile enerji grubunda kaydedilmiştir. Genel olarak savaşın etkisi maliyet kanalı üzerinden gelecektir. Bu nedenle talep kanalından gelecek enflasyonist eğilim zayıflamış, ama yerini maliyet kanalından gelen enflasyonist eğilime bırakmıştır.

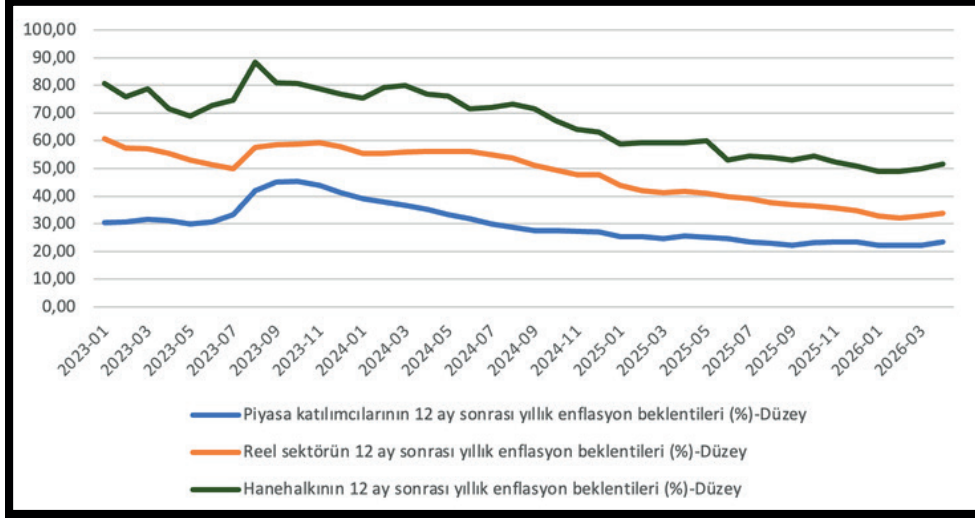
Şekil.14 Yi-ÜFE
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Üçüncü kanal ise beklentiler kanalıdır. Bu kanal Türkiye’de düzelmesi en zor kanaldır. TCMB tarafından açıklanan Piyasa Katılımcıları Anketi sonuçlarına göre, cari yıl sonu tüketici enflasyonu beklentisi bir önceki anket dönemindeki %27.53 düzeyinden Mayıs 2026 anket döneminde %28.94 düzeyine yükselmiştir. 12 ay sonrası TÜFE beklentisi %23.39'dan %23.82'ye, 24 ay sonrası TÜFE beklentisi ise %18.02'den %18.43'e yükselmiştir. Beş yıl sonrası enflasyon beklentisi %11.86 düzeyinde gerçekleşmiş; söz konusu rakam, piyasa katılımcılarının orta-uzun vadede tek haneli enflasyona dönüşü gerçekçi bir senaryo olarak değerlendirmedeğini ortaya koymuştur. Reel kesim tarafında da fiyat beklentilerinin yukarı yönlü revize edildiği görülmüştür. TCMB İktisadi Yönelim Anketi Nisan 2026 sonuçlarına göre, imalat sanayi temsilcilerinin gelecek on iki aylık dönem sonu itibarıyla yıllık üretici fiyatları enflasyonu beklentisi bir önceki aya kıyasla 0.8 puan artarak %31.9 düzeyine yükselmiştir. Hanehalklarının beklentisi de yine 1.7 puan artarak %51.6 seviyesine ulaşmıştır. Artan enerji fiyatlarının etkisi bu beklenti artışında önemli bir faktördür. Nisan ayı enflasyonunun beklentilerin çok üzerinde gelmesi gelecek aylarda enflasyon beklentisini daha da bozma riski taşımaktadır.

Şekil.15 Enflasyon Beklentileri
(Yıllık, %)

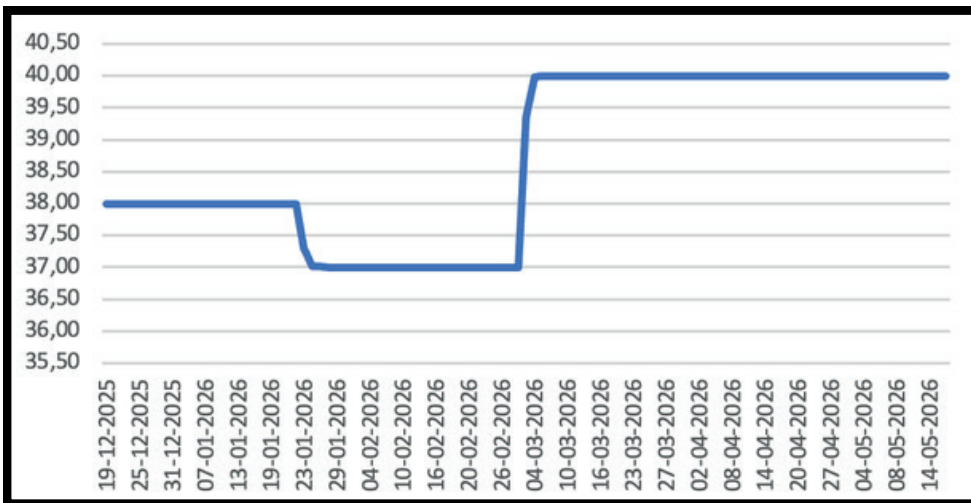


Kaynak: TCMB

Para ve kur politikası

TCMB bu ay Para Politikası Kurulu toplantısı yapmamıştır. Politika faizini %37’de sabit bırakmıştır. Ancak piyasayı üst bant olan %40’tan fonlamaya devam etmektedir. Aşağıdaki şekilde merkez bankasının ağırlıklı fonlama maliyeti görülmektedir. Bir sonraki PPK toplantısı 11 Haziran’da yapılacaktır.

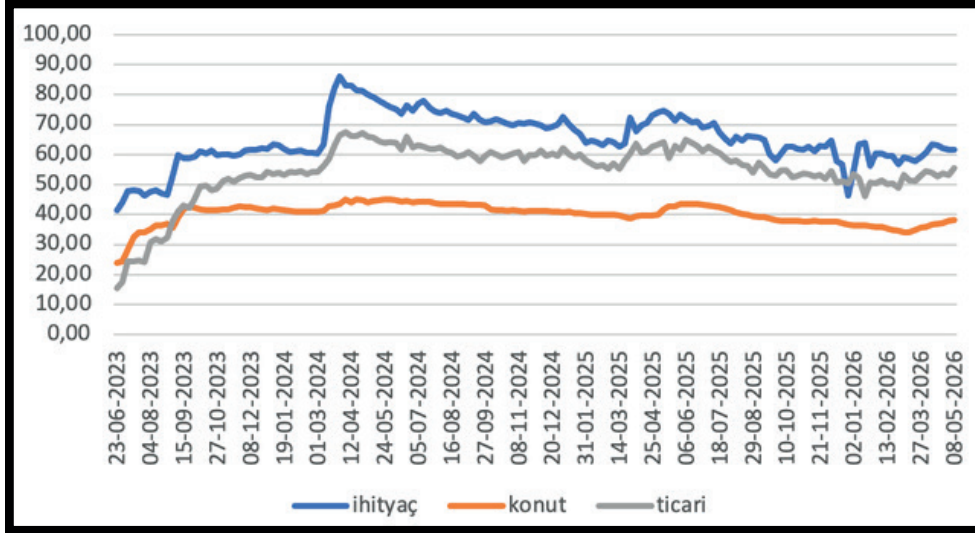
Şekil.16 Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti
(%)



Kaynak: TCMB

Kredi faizleri de benzer şekilde yukarıya doğru hareketlenmiştir. Savaş sonrasında ticari kredi faizleri 6.40 puan, ihtiyaç kredisi faizleri 5 puan, konut kredi faizleri ise 4 puan artmıştır. Kredinin maliyetli olmasının yanı sıra hala kredi kısıtları devam etmektedir.

Şekil.17 Kredi Faiz Oranları
(%)

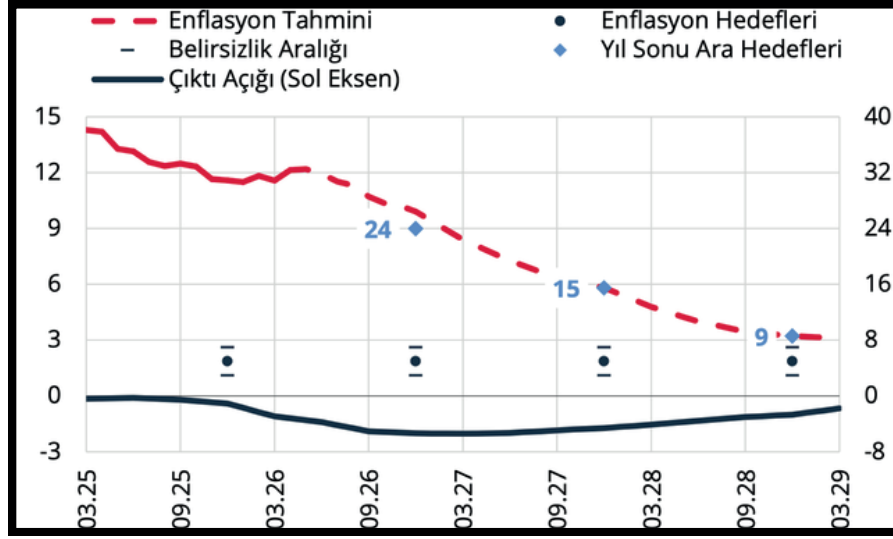


Kaynak: TCMB

Para politikasında en önemli gelişme, 14 Mayıs 2026 tarihinde sunulan 2026 yılı İkinci Enflasyon Raporu'nda yaşanmıştır. Şubat ayı sonunda Orta Doğu'da başlayan savaşın enerji ve emtia fiyatları üzerinde yarattığı şokun ardından enflasyon görünümüne ilişkin varsayım setinde güncellemeler yapılmıştır. Bu çerçevede 2026 yıl sonu enflasyon ara hedefi %16 düzeyinden %24 düzeyine, 2027 yıl sonu ara hedefi %9'dan %15'e, 2028 yıl sonu ara hedefi ise %8'den %9 düzeyine yükseltilmiştir. Baz senaryo altında yıl sonu enflasyon tahmini ise %18 düzeyinden %26 düzeyine revize edilmiştir. Söz konusu güncellemeler, ara hedef uygulamasının Ağustos 2025'te devreye alınmasından bu yana yapılan ilk revizyon niteliği taşımıştır. Bir önceki revizyonla karşılaştığımızda enflasyonla mücadelemiz 1 sene ötelenmiştir, şeklinde yorumlanabilir.

Ara hedef uygulaması ilk defa tanıtıldığında TCMB eğer önemli bir değiştirici unsur yoksa ara hedefin güncellenmeyeceğini ortaya koymuştur. Ancak yaşanan savaş bu güncelleme için önemli bir gerekçe oluşturmaktadır. Petrol fiyatı bir önceki enflasyon raporunda 60.9 olarak varsayılmıştır. Oysa yaşanan gelişmeler ve açıklanan senaryolar üzerinden petrol fiyatlarının artışının çok daha yüksek olacağı beklenmektedir. TCMB bu beklentisini 89.4 dolara güncellemiştir. Artan enerji maliyetleri ve gübre fiyatları gıda enflasyonunun da güncellenmesini gerekli kılmıştır. Gıda enflasyonu %19 seviyesinden %26.3'e revize edilmiştir. Benzer şekilde emtia fiyatlarındaki artıştan dolayı ithalat fiyatları %2'den %6.3'e revize edilmiştir. Ancak şunu belirtmek gerekir ki savaş öncesinde de Ocak ve Şubat ayı enflasyonu da zaten yüksek gelmiş ve revizyon ihtiyacı oluşmuştur. Savaş bu revizyonun tutarlı bir bahane olarak ortaya konmuştur.

Şekil.18 Enflasyon Beklentileri ve Ara Hedef
(%)



Kaynak: TCMB

Enflasyon Raporu'nda iletişim çerçevesinde de değişikliğe gidilmiş; daha önce uygulanan tahmin aralığı iletişimine ara verilerek baz senaryo altında nokta tahminlerin paylaşıldığı bir yaklaşıma geçilmiştir. Yüksek belirsizlik ortamında nokta tahminlere odaklanmanın küresel uygulamada da örnekleri bulunan bir yaklaşım olduğu belirtilmiştir. TCMB orta nokta tahmini %26 olarak açıkladığına göre eski tahmin aralığı yaklaşımıyla tahmin aralığının 3 puan olduğu varsayımıyla, enflasyonun kötü senaryoda %29 olması beklentisini çıkarabiliriz. Bu oran da bizim daha önceki beklentilerimizle tutarlı gözükmemektedir.

Kur tarafına geldiğimizde ise bir önceki raporda belirttiğimiz üzere yeni enflasyon beklentisine göre kur artış hızında hafif bir ivmelenme görülmeye başlanmıştır. Mayıs 20 itibarı ile aylık artış %1.7 civarındadır. TCMB'nin kuru kontrol etmeye devam etmesi ancak kurdaki artışı bir miktar hızlandırması beklenmektedir.

21 Mayıs'ta yaşanan bir siyasi belirsizlik kurlar konusunda TCMB'nin ne kadar kararlı olduğunu bir kez daha göstermiştir. Hisse senedi ve tahvil piyasalarında ağır satışlar olmuş CDS 262 baz puanına yükselmiş ancak dolar kurundaki hareket çok sınırlı kalmıştır. Bloomberg'in haberine göre karar açıklandığı saatte TCMB en az 6 milyar dolar rezervi piyasaya vermiştir. Ardından 22 Mayıs'ta Finansal İstikrar Komitesi toplanmış ve de eşgüdümlü olarak müdahale etme kararı almıştır. Piyasaya müdahalenin sürmesi beklenmektedir.

ABD, İran ve İsrail arasında geçici olarak bir ateşkes imzalanmıştır. Kalıcı barışın sağlanması ise kolay gözükmemektedir. ABD Başkanı Trump, İran'a saldıracağı sinyallerini vermekte sonrasında ise geri adım atmaktadır. Bu durum artık piyasalar tarafından daha az önemle karşılanmaya başlanmıştır.

Buna rağmen savaşın sonuçları daha yeni anlaşılmaya başlamaktadır. Şimdiye kadar stoklardan sevkiyat devam etmiş, bir şekilde akış sağlanmıştır. Ancak bundan sonra arz açığı kendini daha fazla hissettirecektir. Uluslararası Enerji Ajansı'na göre Mart sonunda 55 ülke acil önlem paketi açıklarken bugün ülke sayısı 76'ya yükselmiştir. Her gün stratejik rezervlerden 2 milyon varil sisteme akmaktadır. Bunun sonucunda da küresel rezervler 380 milyon varil azalmıştır. Bu durum devam ederse yaz sonuna doğru olumsuz senaryolara yaklaşılabilecektir.

Enerji başta olmak üzere emtia fiyatlarında görülen bu artışlar tüm ülkelerde enflasyon olarak kendini göstermiştir. Deflasyonla boğuşan Çin'de dahi enflasyonist etkiler görülmeye başlamıştır. Bu da merkez bankalarının daha uzun süre daha yüksek faizi sürdürmek zorunda olduğunu ortaya koymaktadır. Tahvil faizleri de bu doğrultuda yükselmektedir. ABD 30 yıllık tahvilinin getirisi bir eşik olan %5'i aşmıştır. Tabii yüksek faiz diğer piyasaları da baskılamaktadır.

Türkiye ise bu ortama zaten yüksek bir enflasyonla başlamıştır. Arz yönlü bu şokun enflasyona etkisi iki yönlüdür. Birincisi artan enerji ve emtia fiyatları tüketicinin satın alma gücünü düşürüp talep tarafında bir baskıya neden olabilir. İkincisi ise maliyetler ve beklentiler üzerinden enflasyon üzerinde artırıcı bir etkiyle sonuçlanabilir. Tabii şu anda ikinci etkinin daha baskın olacağı beklenmektedir.

Bu savaşın önemli bir etkisi ise ödemeler dengesi üzerine olmaktadır. Birincisi artan emtia fiyatları ithalatı arttırmıştır. Bu cari açık olarak önümüzdeki aylarda daha fazla kendini gösterecektir. İkincisi artan jeopolitik riskler sonucu gelişmekte olan ülkelerin tamamından sermaye çıkışları gözlenmektedir. Bu da ek bir finansman baskısı yaratmaktadır. Nihayetinde bu Mart ayında ciddi bir rezerv kaybına neden olmuştur. Finansman tarafının anlaşmanın sağlanması hatta ateşkes sonucunda pozitif dönüşümlere beklenebilir. Ancak cari dengede özellikle dış ticaret üzerinden bozulma devam edecektir. Ayrıca zaten dış ticaret tarafı değerli TL politikasının uzun sürmesinden dolayı hasar görmeye başlamıştır.

TCMB bu doğrultuda enflasyon ara hedefini ve de beklentisini de yeni koşullar doğrultusunda değiştirmiştir. Ara hedefte 8 puanlık bir revizyon yapmış, ara hedefi %24'e beklentiyi ise %26'ya revize etmiştir. Bu beklenen bir revizyon olmakla birlikte yine de iyimser kalmaktadır. Hürmüz Boğazı'nın açılmaması ve kalıcı hasarın ne kadar olacağı bu beklentide yeni revizyonlar getirebilecektir.

21 Mayıs'ta yaşanan siyasi belirsizlik ise dış şoklarla uğraşan Türkiye'yi bir de iç şokla karşı karşıya bırakmıştır. TCMB hemen müdahale etmiş ve kurun yükselmesini engellemiştir. Ancak yabancı yatırımcı çıkışı piyasalarda görülmüş ve TCMB bir rezerv kaybı yaşamıştır. CDS'ler başta olmak üzere piyasada tahvil faizleri yükselmiş ve Türkiye'nin karşılaşıacağı faiz maliyeti artmıştır. TCMB her ne kadar fiyat istikrarı hedefinde olsa da finansal istikrarı da gözetmektedir.

Haziran toplantısı için politika faizinde herhangi bir değişiklik beklenmemektedir ancak finansal istikrarsızlığın devam etmesi ve de kurların beklenenin üzerinde artması halinde faiz artabilecektir. TCMB'nin politika faizi %37 olmasına rağmen hala piyasayı %40'la fonlamaktadır. Yani fiili olarak faiz zaten %40'tır. Faiz indirim senaryoları için ise ilk olarak fiili faizin %37'ye inmesi gerekmektedir. Bu da en erken Temmuz toplantısında görülebilecektir.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



[Derya Hekim](#)



[@drderyahekim](#)



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ