



EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2026 OCAK

DOÇ. DR. DERYA HEKİM

İÇİNDEKİLER

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



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ VE İŞİNSANLARI DERNEĞİ

YÖNETİCİ ÖZETİ

2026 yılının ilk ayı, küresel ölçekte jeoekonomik gelişmelerin makroekonomik dengelerin önüne geçtiği bir dönemi işaret etmiştir. ABD'nin Venezuela ve İran merkezli hamleleri, enerji arzına ilişkin risk algısını artırırken; Grönland üzerinden tırmanan gerilimler ve Davos Zirvesi'nde kural bazlı dünya düzenine yönelik yapılan açık tartışmalar, mevcut küresel mimarinin ciddi bir kırılma sürecine girdiğini göstermiştir. Bu ortamda finansal piyasalar daha temkinli bir fiyatlama davranışı sergilerken, güvenli limanlara yönelim güçlenmiştir.

Küresel ekonomide ABD'de enflasyonun beklentilerin altında seyretmesi ve istihdam artışındaki zayıflama, para politikasına ilişkin belirsizlikleri artırmıştır. FED'in faiz indirim sürecinde duraksaması beklenirken, merkez bankası bağımsızlığına yönelik tartışmalar küresel finansal istikrar açısından önemli bir risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Euro Bölgesi'nde enflasyonun büyük ölçüde kontrol altına alınmasıyla birlikte para politikasında daha durağan bir döneme girilmiştir. Çin ekonomisi ise 2025 yılında %5 büyüyerek hedefini tutturmuş, ancak büyümenin ağırlıklı olarak ihracat kaynaklı olduğu; iç talep, tüketim ve gayrimenkul sektörlerindeki zayıflığın sürdüğü görülmüştür.

Türkiye ekonomisinde Ocak ayı itibarıyla dezenflasyon süreci ana politika önceliği olmaya devam etmiştir. İşgücü piyasasında işsizlik oranı sınırlı artış göstermiş, geniş tanımlı işsizlik yüksek seviyesini korumuştur. Sanayi üretimi Kasım ayında toparlanma sinyali verse de, sektörler arasında belirgin bir ayrışma dikkat çekmiştir. Reel Kesim Güven Endeksi Ocak ayında gerilemekle birlikte 100 eşik değerinin üzerinde kalmış, PMI verileri ise imalat sanayinde bozulmanın hız kestiğine işaret etmiştir.

Maliye politikasında 2025 yılı bütçe performansı beklentilerin üzerinde gerçekleşmiş, bütçe açığının milli gelire oranının %3'ün altında kalması mümkün hale gelmiştir. Ödemeler dengesinde cari açık yeniden görülmüş, finansman tarafında rezerv kullanımı öne çıkmıştır. Enflasyonda yıllık gerileme sürerken, hizmet fiyatları ve beklentilerdeki katılık risk unsuru olmaya devam etmektedir. TCMB'nin Ocak ayındaki faiz indirimi sonrasında temkinli ve sıkı para politikası duruşunun korunacağı yönündeki beklentiler güçlenmiştir.

Genel olarak Ocak 2026 itibarıyla hem küresel hem de yurtiçi görünüm, belirsizliklerin yüksek olduğu ancak politika çerçevesinin netleştiği bir döneme işaret etmektedir. 2026 yılı boyunca jeoekonomik gelişmelerin, emtia fiyatları, sermaye akımları ve büyüme dinamikleri üzerindeki belirleyici rolünü artırarak sürdürmesi beklenmektedir.

“

“Eski dünya ölüyor ve yeni dünya doğmak için mücadele ediyor: şimdi canavarların zamanı.”

Antonio Gramsci

”

2026 yılının ilk günlerinde ABD Başkanı Trump, Venezuela Başkanı Maduro'yu kaçırarak Venezuela'nın yönetimini ve de özellikle petrolün yönetimini ele alması ile önemli bir kırılma başlatmıştır. Venezuela müdahalesinin jeopolitik nedenlerinin yanı sıra en büyük petrol üreticisi olması oldukça önemlidir. Venezuela bilinen en büyük petrol rezervine sahip olmasına rağmen bu rezervin kötü yönetim, ambargolar nedeniyle çok azını çıkarabilmektedir. Günlük 900 bin varil petrol üretimi olan Venezuela'nın Chavez öncesi 2 milyon varilin üstünde üretim yaptığı bilinmektedir. Venezuela'nın yeniden bu üretim kapasitesine dönmesi küresel petrol arzını arttırıp, petrol fiyatları üzerinde aşağı yönde bir baskı oluşturmaları beklenebilir. Ancak bu tesislerin yenilenmesi ve de kapasite artışı hem zaman alacak hem de maliyetli olacaktır. Kapasitenin arttırılması için 100 milyar dolarlık ek bir yatırım öngörülmektedir. Kısaca kısa vadede Venezuela petrolünün devreye girip, petrol fiyatını düşürmesi olasılığı düşüktür. Ancak orta ve uzun vadede aşağı yönlü bir etkisi olabilir.

Jeopolitik ikinci bir kırılma noktası yeniden İran olarak karşımıza çıkmaktadır. İran'da esnafın başlattığı ve tamamen ekonomik saiklerle başlayan protestolar yayılmış ve ABD İran'a müdahale edebileceği yönünde açıklamalar yapmıştır. Tabii İran ise ABD üslerini vurabileceği tehdidinde bulunmuştur. Bunun yanı sıra İran'ın Hürmüz Boğazı'nı kapatma tehdidi, İran ve İsrail "12 gün" savaşında da gündeme getirilmiştir. Gemilerle taşınan petrolün hemen hemen üçte biri bu boğazdan geçmektedir. Böyle bir durumda petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşabilir. Tabii orta vadede Türkiye için göçmen sorunu olarak da karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca Trump İran ile ticaret yapan ülkelere ek gümrük vergiler getireceğini açıklamıştır. Türkiye'nin İran ile 2024'te toplam ticareti yaklaşık 5.6 milyar dolar olarak kaydedilmiştir. Bunun 3.2 milyar doları ihracattan gelmektedir. Eğer Trump bu konuda ısrarcı olursa bizim ticareti azaltmamız gerekebilecektir.

2026 yılı ile birlikte üçüncü önemli ve sarsıcı jeo-ekonomik gelişme ise ABD'nin Grönland'ı almak istemesidir. Trump bu konuda oldukça ciddi olduğunu göstermiş ve Grönland'a takviye güç gönderme niyetinde olan ülkelere gümrük vergisi getirme tehdidinde bulunmuştur. Ancak Davos Zirvesi sonrası tansiyon biraz düşmüştür.

Davos zirvesi Ocak ayına damga vurmuştur. Kanada Başbakanı Carney'nin tarihi konuşması birçok kişi tarafından alkışlanmıştır. Kural bazlı dünya düzeninin yara aldığını ve de artık orta boyuttaki güçlerin birleşmesi gerektiğini söylemiştir. Ardından Davos zirvesinde konuşan Trump ise tansiyonu biraz düşürmüştür. Ancak bu yılki Davos Zirvesi tarihi önemde bir Davos Zirvesi olarak anılacaktır. Dünya düzeninin sarsıldığının ilk defa bu kadar üst perdeden bahsedildiği bir zirve olarak tarihe geçecektir.

ABD’de enflasyon, beklentilerin hafif altında gelerek %2.7 olarak kaydedilmiştir. Tarım dışı istihdam ise Aralık ayında yine beklentilerin altında 50 bin olarak gelmiştir. Enflasyonun Trump’ın gümrük vergilerinin etkisi ile artması beklenirken bu etki beklenildiğinden az görülmektedir. Diğer taraftan istihdam piyasasına dair gelişmeler daha dikkatle izlenmektedir. Her ne kadar işsizlik bir miktar artmış olsa da %4.5 ile hala tarihi ortalamasının altında seyretmektedir.

ABD Merkez Bankası FED 28 Ocak’ta faiz kararını açıklayacaktır. Son üç toplantıda faiz indiren FED’in bu toplantıda durması beklenmektedir. Ancak Trump FED’in faiz indirmesini istemekte ve FED’e bu konuda baskı yapmaktadır. FED Başkanı Powell’a daha önceki renovasyon projesi ile ilgili dava açılmış, Powell da bunu FED’in bağımsızlığına bir tehdit olarak ortaya koymuştur. FED her ne kadar ABD’nin merkez bankası olsa da sonuçları küresel etkiler yaratmaktadır. Daha az bağımsız bir merkez bankası, daha yüksek bir enflasyon ve daha değersiz bir dolar anlamına gelmektedir. Bu durum dolardan kaçışı hızlandırabilecekken; altın değerli madenler ya da Euro gibi diğer ülke paralarının değerlenmesi anlamına gelmektedir.

Euro Bölgesi ise enflasyonla problemini halletmiştir. Yani Avrupa Merkez Bankası (ECB) artık faiz indirimlerini bitirmiştir. FED’in faiz indirdiği bir dönemde ECB’nin faizi aynı tutması, dolar karşısında Euro’nun değerlenmesi anlamına gelmektedir. 2026 için Euro/dolar paritesinin 1.20’lerin üstüne gelmesi mümkündür. Ancak bu gelişme Euro Bölgesinin gücünden kaynaklanmamakta, Dolardan kaçışla şekillenecektir. Dolayısıyla doları etkileyebilecek pozitif bir gelişme olduğunda bu terse dönebilir. 2026 yılı Euro/dolar paritesi açısından dalgalı bir yıl olması muhtemeldir.

Çin ekonomisi, Ulusal İstatistik Bürosu verilerine göre 2025’te %5 büyüyerek hükümetin yıllık büyüme hedefine ulaşmıştır. Bu büyümede ihracatın artışı önemli rol oynarken, sanayi üretimi %5.9 artmış, hizmet sektörü de genişlemesini sürdürmüştür; buna karşılık sabit sermaye yatırımlarında ve özellikle gayrimenkul sektöründeki daralmada belirgin düşüşler devam etmiştir. Ayrıca perakende satışlar 2025’te %3.7 artarak iç talepteki zayıf seyri yansıtmıştır, bu da büyüme kompozisyonunun dış talep odaklı kaldığını göstermiştir. Çin’in ekonomi politikaları bu görünümü dengelemek için tüketimi ve hizmetler sektörünü canlandırmaya yönelmiştir.

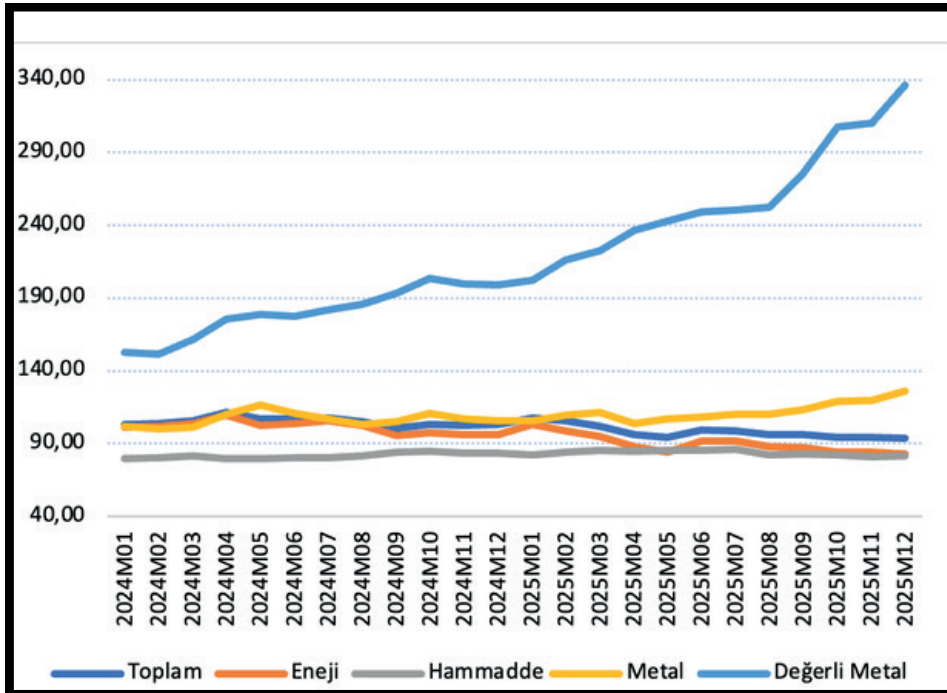
Emtia piyasasında Ocak 2026 döneminde değerli metallerle sanayi metallerinde güçlenme; enerji ve tarımsal ürünlerde dalgalı görünüm ortaya çıkmıştır. Global emtia fiyatları genel olarak arz-talep dengesine, jeopolitik risk algısına ve para politikası beklentilerine duyarlı bir seyir izlemiştir.

Değerli metaller tarafında, altın fiyatları Ocak ayında uluslararası piyasalarda ons başına 5.000 dolar seviyesini aşarak rekor seviyelere ulaşmıştır. Bu güçlü yükseliş, yatırımcıların güvenli liman talebindeki artış ve artan jeopolitik belirsizlikler ile ilişkilendirilmiştir. Gümüş ve diğer kıymetli metaller de fiyatlanmada yüksek seviyeler kaydetmiştir; bu durum değerli metallere yönelik talebin Ocak ayında yüksek kaldığını göstermiştir.

Sanayi metallerinde bakır fiyatları Ocak 2026'da yüksek seviyelerde kalmıştır. Londra Metal Borsası verilerine göre bakır fiyatı yılın başında önemli düzeylerde işlem görmüş, bunun temel nedenleri arasında sanayi talebinin güçlü seyri ve arz tarafındaki sıkılık yer almıştır.

Enerji emtialarında, ham petrol fiyatları fiyatlama dinamiklerinde dalgalı bir görünüm göstermiştir. Brent ve WTI gibi petrol türleri, küresel arz fazlası beklentileri ile arz risklerinin karşılıklı etkisi altında volatil seyretmiştir. Dünya Bankası emtia raporlarına göre, 2026'da global emtia fiyatlarının geniş tabanlı olarak zayıf küresel talep ve arz fazlası baskısıyla düşüş eğiliminde olması beklenmektedir.

Şekil.1 Emtia Endeksleri



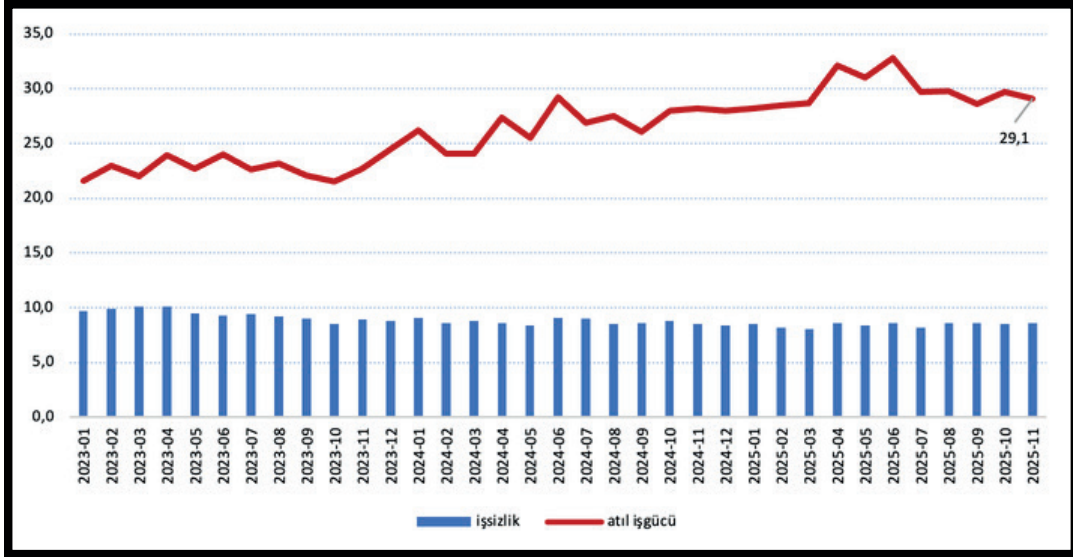
Kaynak:Dünya Bankası

İşsizlik

2025 yılı Kasım ayında mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı %8.6 olarak gerçekleşmiştir. İşsizlik oranı, bir önceki aya kıyasla 0.1 puan artış göstermiştir. Aynı dönemde işsiz sayısı 3 milyon 98 bin kişi olmuştur. İşsizlik oranı erkeklerde %7 kadınlarda ise %11.8 seviyesinde gerçekleşmiş; cinsiyete dayalı ayrışmanın sürdüğü görülmüştür.

15-24 yaş grubunu kapsayan genç nüfusta işsizlik oranı %15.4 olarak hesaplanmıştır. Genç işsizliğin genel işsizlik oranının belirgin biçimde üzerinde seyrettiği görülmüştür. Geniş tanımlı işsizlik göstergesi olarak izlenen atıl işgücü oranı Kasım ayında %29.1 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şekil.2 İşsizlik ve Atıl İşgücü Oranı (%)



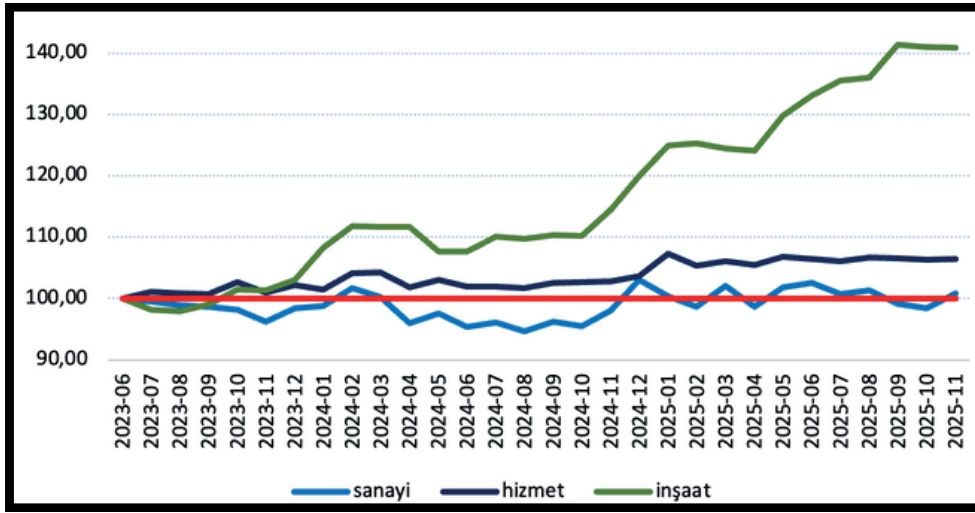
Kaynak: TÜİK

Reel Kesim

Kasım ayında sanayi üretimi bir önceki iki ay negatif büyüme kaydettikten sonra bu ay %2.5 aylık, %2.4 yıllık büyüme kaydetmiştir. Hizmet üretimi de benzer bir şekilde 2 aylık negatif büyümeden sonra sınırlı olsa da -%0.2- aylık büyüme göstermiş, yıllık olarak ise büyüme %4 olarak ölçülmüştür. İnşaat üretimi ise aylık bazda 2 aydır hemen hemen yerinde saymasına rağmen yıllık okumada %22.3 gibi yüksek bir büyüme kaydetmiştir.

Üç temel sektörün dezenflasyon programı başladığından beri performansına baktığımızda ise ilginç bir tablo ortaya çıkmaktadır. Sanayi üretimi bu iki buçuk senede yerinde sayarken, hizmet sektörü %6.5 artmış, inşaat üretimi ise %41 yükselmiştir. İnşaatteki bu yükselmenin bir kısmını deprem felaketi sonrasında yapı stokunun azalması ve de ardından hızlı bir şekilde özellikle etkilenen bölgelerde inşaat artışları açıklayabilir. Ancak yine de artış oldukça dikkat çekicidir.

Şekil.3 Sanayi, Hizmet ve İnşaat Üretim Endeksleri
(2023-06=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK

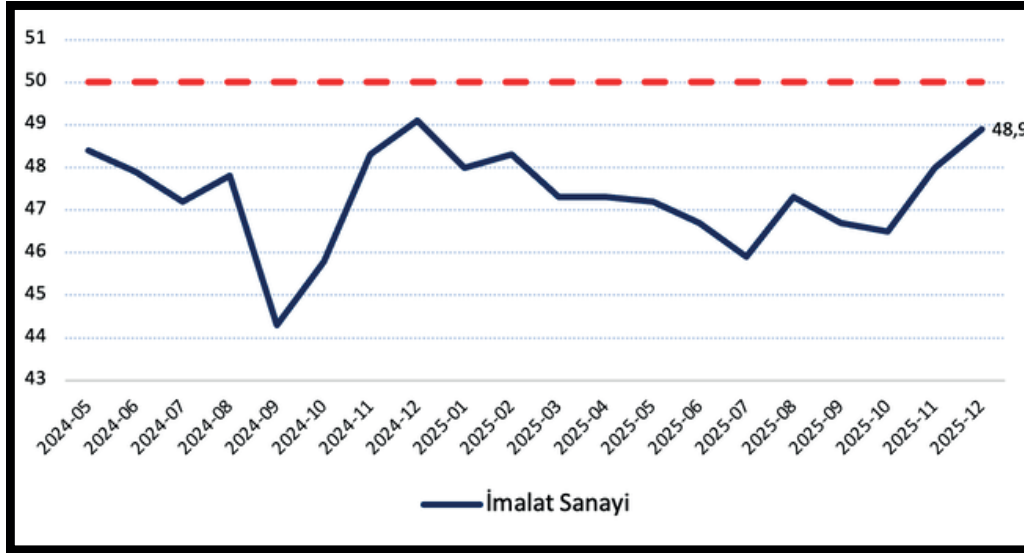
Türkiye’de sanayi üretimine toptan bakmak bize yanıltıcı sonuç verebilmektedir. Sanayinin alt dalları birbirinden çok farklı bir gelişim sergilemektedir. Yüksek teknolojlili sanayi üretimi 2023 Haziran’dan beri yaklaşık %11 artarken, orta düşük teknolojlili üretim %1.4 artmış, düşük teknolojlili üretim ise %8.6 azalmıştır. Ancak Türkiye’de üretimin %3.5’i yüksek teknolojlili üretimdir. Düşük ve orta-düşük teknolojinin payı ise %68.4’tür. Bu nedenle yüksek teknolojide artış olmasına rağmen sanayinin iyi gidiyor yorumunun yapılması eksik kalacaktır.

Kapasite kullanım oranında bu durum daha net olarak ortaya çıkmaktadır. Aşağıdaki şekilde sektörler göre kapasite kullanım oranının ortalamadan ne kadar fazla ve az olduğu görülmektedir. Bu da aslında sanayideki durumun ne kadar farklılaştığını göstermektedir. İçeceklerin, tütün ürünlerinin imalatı ve savunma sanayini içeren diğer ulaştırma araçlarının imalatı kapasite üstü üretimde bulunurken; elektrikli teçhizat, başka yerde sınıflandırılmamış makine imalatı gibi sektörlerde ortalamanın çok altında kapasite kullanım oranı görülmektedir.

Alt göstergeler incelendiğinde, üretim hacmi, mevcut siparişler ve ihracat siparişlerine ilişkin değerlendirmelerin endeksi aşağı yönlü etkilediği, buna karşılık istihdam ve sabit sermaye yatırım beklentilerinin endeksi desteklediği görülmüştür. Mevcut siparişlerin mevsim normallerinin altında, mamul mal stoklarının ise normallerin üzerinde olduğu yönündeki değerlendirmelerin güçlendiği tespit edilmiştir. Genel olarak, Ocak ayı verileri reel kesimde güvenin sınırlı zayıflamakla birlikte temkinli bir görünüm sergilediğine işaret etmiştir.

Sanayide beklentilere PMI tarafından baktığımızda ise görece daha iyimser bir tablo ortaya çıkmaktadır. Aralık 2025'te Türkiye imalat PMI 48.9'a yükselerek eşik değer olan 50'nin altında kalmakla birlikte faaliyet koşullarındaki bozulmanın son 12 ayın en hafif düzeyine gerilediğine işaret etmiştir. Üretim, yeni siparişler ve istihdamdaki daralmanın hız kesmesi, reel sektörde istikrara yaklaşma sinyallerini güçlendirmiştir. Buna karşılık, girdi maliyetleri ve nihai ürün fiyatlarında yeniden ivme kazanan artışlar, maliyet yönlü baskıların yılın son ayında tekrar öne çıktığını göstermektedir.

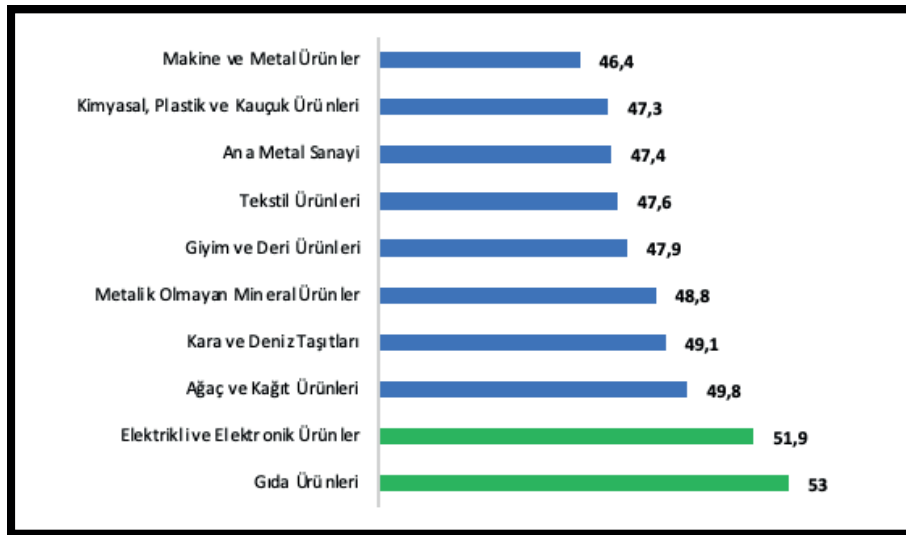
Şekil.6 İmalat PMI



Kaynak: S&P Global, İSO

Aralık 2025 itibarıyla Türkiye imalat sanayinde sektörel görünüm belirgin bir ayrışmaya işaret etmektedir. Gıda ile elektrikli ve elektronik ürünler sektörleri büyüme bölgesinde kalırken, makine-metal ve tekstil gibi döngüsel sektörlerde daralma devam etmiştir. Buna karşılık, birçok sektörde üretim ve istihdamdaki düşüşlerin hız kesmesi, 2026'ya girilirken imalat sanayinde tabana yayılmayan ancak seçici bir toparlanma olasılığını güçlendirmektedir. Maliyet baskılarının özellikle enerji ve ara malı yoğun sektörlerde yeniden belirginleştiği görülmektedir.

Şekil.7 Sektörel PMI

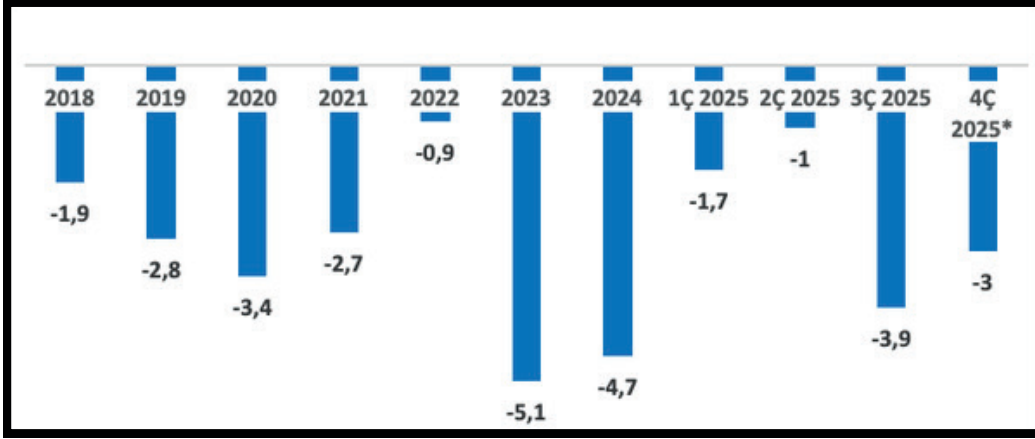


Kaynak: TCMB

Maliye Politikası

Aralık ayı bütçe açığı beklentilerin ve 2024'teki seviyesinin altında gelmiş ve de bütçe açığının 2025'te OVP tahminlerinin altında oluşmasına neden olmuştur. Aralık ayı bütçe açığı 528 milyar TL olarak kaydedilmiştir. Böylece 2025 yılı toplam açık 1.8 trilyon TL olmuştur. Faiz dışı denge ise 255.3 milyar TL fazla vermiştir. Bunun en önemli nedenlerinden biri ise vergi gelirlerinin tahmin edilenin üstünde gelmesidir. 2025 yılında bir önceki yıla göre vergi gelirleri %48 artarken, bütçe giderleri %35.7 artmıştır. Bu giderlerde de en önemli bölümü faiz harcamaları oluşturmaktadır. 2025 yılında Türkiye ekonomisi 2 trilyon TL faiz ödemesi gerçekleştirmiştir. 2024 yılına göre %61.7'lik bir artış gerçekleşirken, vergi gelirlerinin %20'sine denk gelmektedir.

Şekil.8 Bütçe Dengesi
(% GSYH)



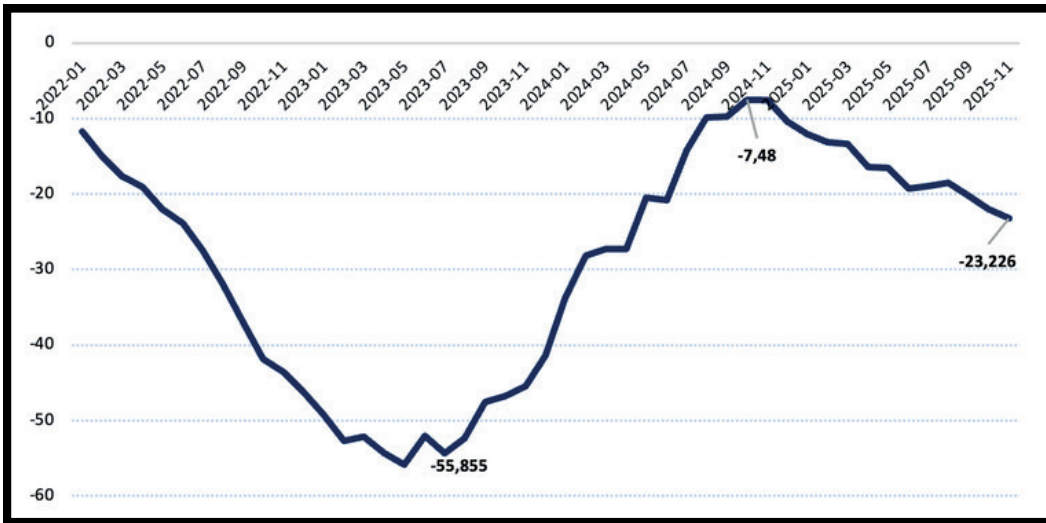
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Bütçe performansında görülen bu iyileşme ile birlikte bütçe açığı/GSYH oranının %3'ün altında kalması beklenmektedir. 2026 yılında ise benzer bir bütçe performansının devam edeceği öngörülmektedir.

Ödemeler Dengesi

Kasım ayında cari işlemler dengesi dört ay fazla verdikten sonra açık vermiştir. Kasım ayında 4 milyar dolar açık veren cari işlemler dengesi, 12 aylık kümülatif olarak baktığımızda 23 milyar dolar açık kaydetmiştir. 2026 yılında da benzer bir eğilimin sürmesi beklenmektedir.

Şekil.9 Cari Denge (Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Kasım ayında Net Hata ve Noksan Kaleminde ise 2 milyar dolar negatif bakiye göze çarpmaktadır. Net hata ve noksan kalemi yıllık bazda ise 20 milyar dolar negatif bakiyeye ulaşmıştır. Bunun üç nedeni olabilir. Birincisi bizim bilemediğimiz bir nedenle ithalat aslında daha fazladır ancak bu kayıt altına alınamamıştır. Altında uygulanan kota ve bir miktar altının kayıtsız bir şekilde gelmesi söz konusu olmuş olabilir. İkincisi bir para çıkışı olmuştur ve bu kayıt altına alınamamıştır. Üçüncü olarak da her iki seçenek birlikte görülmektedir.

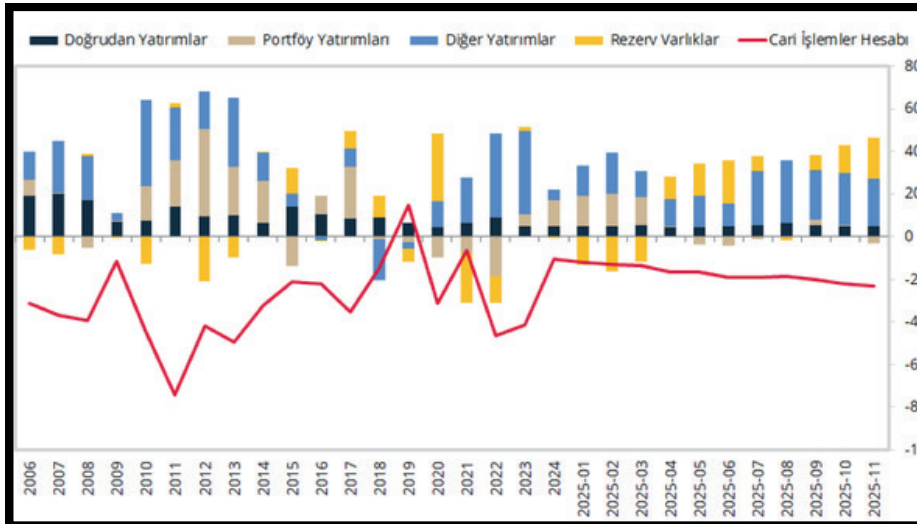
Şekil.10 Net Hata ve Noksan
(Yıllık, Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Finansman kısmına baktığımızda ise Kasım ayında daha ilginç bir tablo ortaya çıkmaktadır. Türkiye Kasım ayında 343 milyon net doğrudan yabancı yatırım çekerken, 1 milyar dolar portföy yatırımı (hisse senedi ve tahvil) çıkışı ile karşılaşmıştır. Bunlar diğer yatırımlar (kredi, mevduat vb.) kısmında net 1.8 milyar dolarlık bir giriş ve de daha önemlisi 4.8 milyar dolarlık Merkez Bankası tarafından rezerv satışı ile karşılanmıştır.

Şekil.11 Finans Hesabı
(Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Enflasyon

Enflasyon Aralık ayında beklentilerin altında gelerek aylık olarak %0.89 yıllık ise %30.89 olarak kaydedilmiştir. 2024 Aralık ayı değeri olan %1.03'ün altında gelmiş ve de yıllık olarak gerilemesini sürdürmüştür. Enflasyondaki bu iyileşme mal enflasyonunda daha belirgin olarak yaşanmış ve %23.92 olarak ölçülmüştür. Buna karşılık hizmet enflasyonu %42.7 ile gerilese de yine yüksek seviyesini korumaktadır. Eğitim ve kira ise hala %60'ın üzerinde seyretmektedir. Bu iki kalemden geriye doğru endeksleme (fiyatları geçmiş fiyata göre belirleniyor) olduğu için bu kalemlerde enflasyonu düşürmek daha zor olmaktadır.

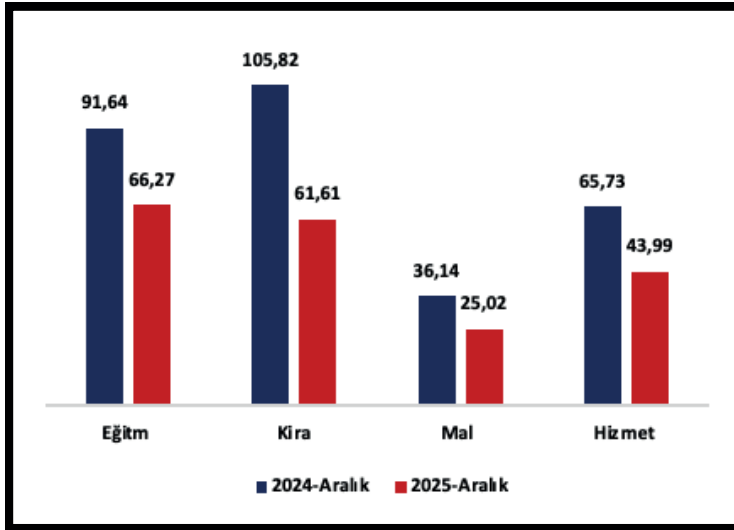
Şekil.12 TÜFE Enflasyon
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Enflasyonun ana eğilimini anlamak için mevsimsellikten arındırılmış enflasyona bakmak daha anlamlıdır. TÜİK'in yayımladığı seride mevsimsellikten arındırılmış enflasyon Aralık ayında %1.62 olarak hesaplanmıştır. Bu oran %2'nin altına düşmüştür ancak geçen ay gelen %1.49'luk orana göre hafif artış kaydetmiştir. Üç aylık ortalama %1.73'e gerilemiştir. Enflasyonun ana eğiliminde 2026 hedefinin (%16) tutması için %1.5'in altının görülmesi gerekmektedir.

Şekil.13 Seçilmiş Kalemlerde Enflasyon
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Enflasyonu etkileyen 3 önemli kanal bulunmaktadır. Bunlardan ilki talep kanalıdır. Talep devam ettikçe fiyat artışı devam etmektedir. Talebin nasıl seyrettiğine dair birkaç gösterge bulunabilir. 2025 Aralık ayında ÖTV+ dahilde KDV+ ithalde KDV geçen yıla göre %45 artmıştır. Bu da talebin hala nispeten canlı olduğunu göstermektedir. Bir diğer gösterge ise kredi kartı harcamaları olarak alınabilir. Kredi kartı harcamaları yıllık artışı %50 üzerindedir. Yani harcamalar enflasyonun üzerinde kalmaya devam etmiştir.

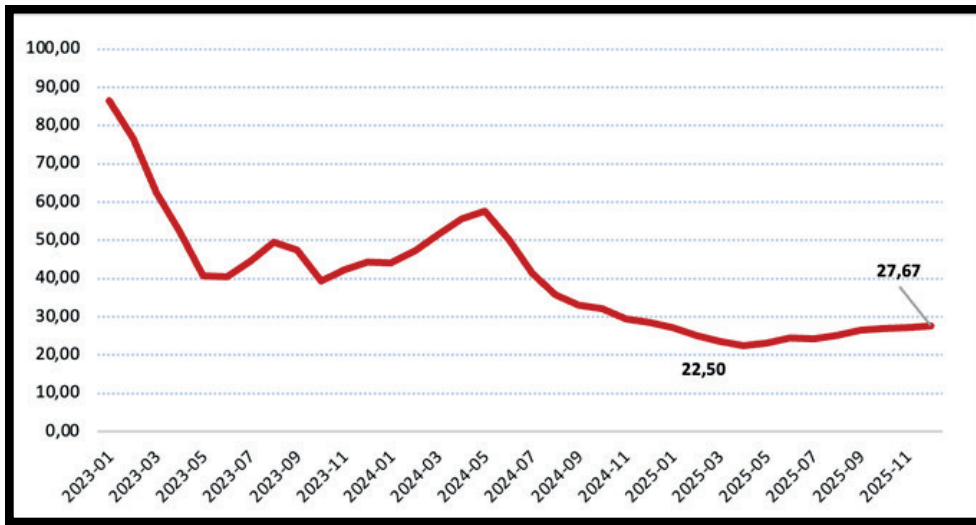
Şekil.14 Kredi Kartı Harcamaları
(4haftalık hareketli ortalama,Yıllık, %)



Kaynak: TCMB

Enflasyonu etkileyen ikinci önemli kanal ise maliyet kanalıdır. Yi-ÜFE üretici fiyat endeksindeki yıllık değişim Nisan 2025'te %22.5 seviyesine düşmüş oradan yeniden yükselmeye başlamıştır. Maliyet kanalından fiyatlar üzerine baskı gelmemesi için döviz kurundaki kontrol devam etmektedir.

Şekil.15 Üretici Enflasyonu
(Yıllık, %)



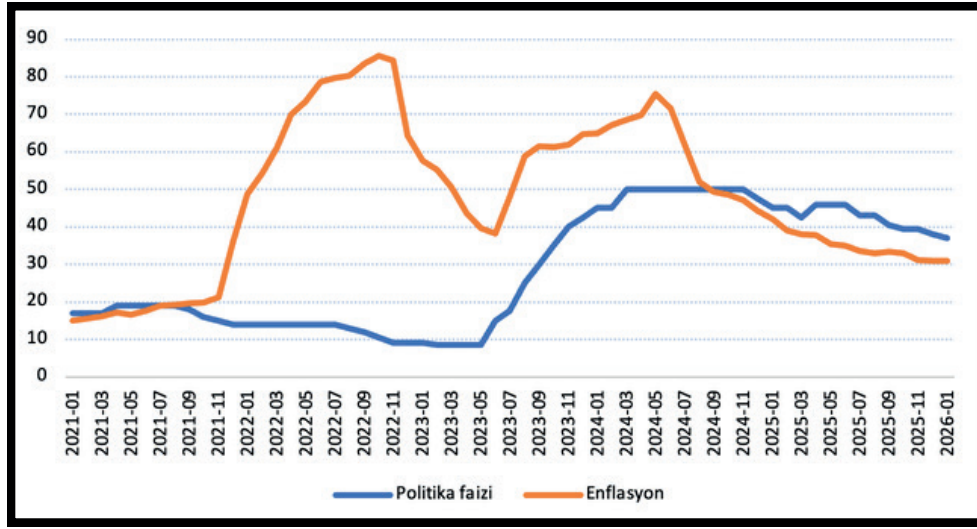
Kaynak: TÜİK

Enflasyonu etkileyen son ve en zor kanal ise enflasyon beklendişleridir. Beklendişler geçmiş enflasyon tecrübelerinden etkilenmekte ve görece yapışkanlık göstermektedir. TCMB'nin beklenti anketlerinde 12 ay sonrası için hane halkının beklentisi bu ay uzun bir süreden sonra ilk defa artmış ve geçen ayki %50.9'luk seviyesinden %52.08'e çıkmıştır. Reel sektörün %34.8'den %32.9'a ve piyasa katılımcılarının %23.5'ten %22.2'ye gerilemiştir. Reel sektörün enflasyon beklentisi zaten fiyat koyan kısım oldukları için oldukça önemlidir.

Para ve Kur Politikası

TCMB 22 Ocak'ta politika faizini beklentilerin altında 1 puan düşürerek %37'ye indirmiştir. Gecelik borç verme faizini %40'a borçlana faizini ise %35.5'a çekmiştir. TCMB geniş bir faiz koridoru uygulamaya devam etmektedir. 19 Mart sonrası genişlettiği faiz koridorunu herhangi bir risk olduğunda piyasayı yüksek faizden fonlama esnekliğine sahip olmak adına sürdürmektedir.

Şekil.16 Politika Faizi ve Enflasyon
(%)

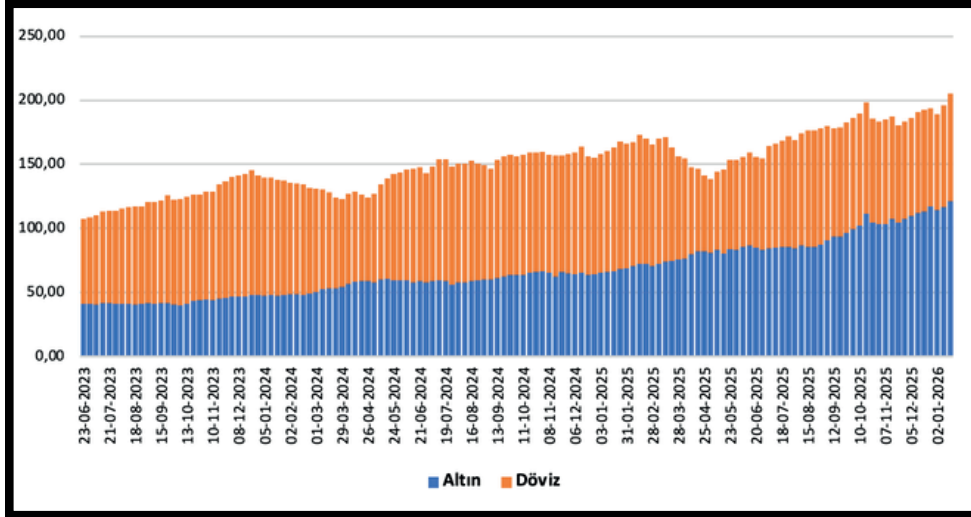


Kaynak: TCMB

Şekilde para politikası faizi ve enflasyon yer almaktadır. Basit bir ifade ile ikisi arasındaki fark, reel faiz diye okunabilir. Reel faiz 2022 Kasım ayında $-%75$ düzeyine inmiştir. 2023 Haziran'dan sonra TCMB hızla faiz artışına gitmiş ve 2024 Eylül'den sonra ancak pozitif olmuştur. Şu anda TCMB enflasyonun 6 puan üzerinde bir faiz vermektedir. Bu faiz marjını devam ettirmesi beklenmektedir. Bu toplantıda temkinli duruşunu iki önemli nedene bağlayabiliriz. İlki enflasyonun yüksek gelmesi beklenmekte ve de merkez bankası buna karşı önden önlemini almaktadır. İkincisi merkez bankası $\%16$ olan hedefini revize etmeyerek daha önce de söylediği gibi para politikası duruşunu buna göre ayarlayacaktır. Şubat ayında merkez bankasının para politikası kurulu bulunmamaktadır. Bir sonraki toplantı ise Mart ayında yapılacaktır. Mart ayına kadar politika faizi ile enflasyonun arasındaki fark açılacaktır. Bu da daha fazla bir sıkılık anlamına gelmektedir.

TCMB rezervleri 205 milyar doları bulmuştur. Bu artışta en önemli pay altın rezervlerine aittir. Altın rezervi 121 milyar dolarken döviz rezervi 84 milyar dolardır. Son dönemde altındaki artış rezervlerin de artmasına neden olmuştur. Döviz rezervleri 19 Mart öncesine göre 13 milyar dolar gerilemiştir. Altın rezervleri ise 47 milyar dolar artış kaydetmiştir. Rezervlerin güçlü olması kur politikasının da yönetilmesini kolaylaştırmaktadır.

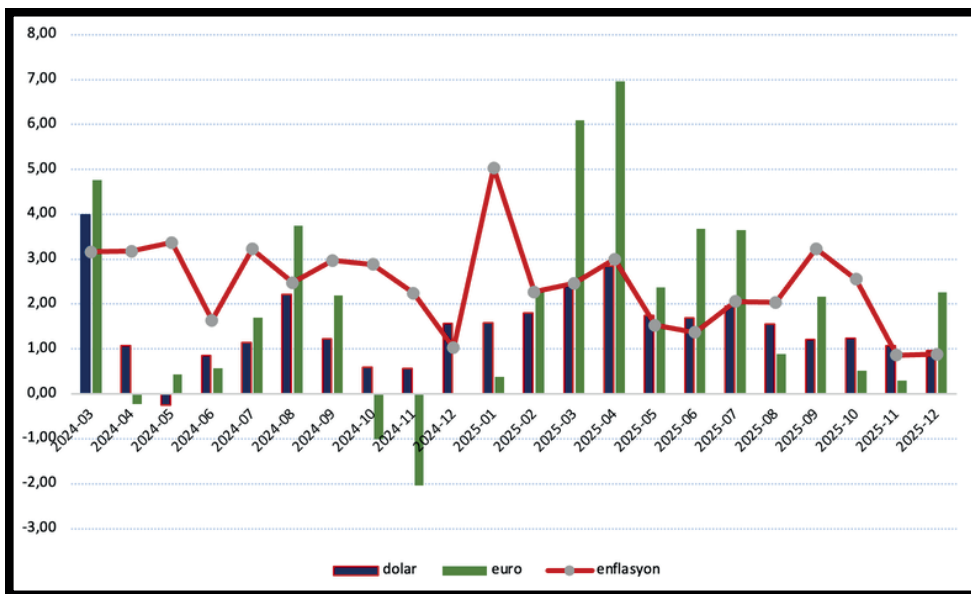
Şekil.17 TCMB Brüt Rezervleri
(Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

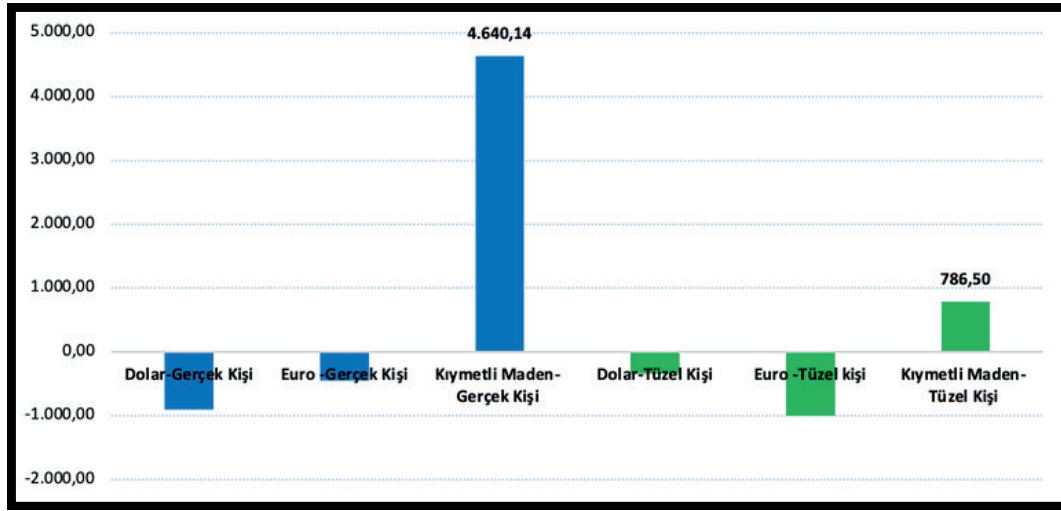
Kur üzerindeki kontrolün 2026'da da devam etmesi beklenmektedir. TCMB özellikle Ocak ve Şubat ayında daha yüksek bir enflasyon beklemektedir. Enflasyonu tekrar eski patikasına sokabilmek için döviz kurundaki hareketi de sıkı tutması beklenmektedir. Ancak Euro dolar paritesindeki değişiklikler nedeniyle Euro dolara göre değer kazanmakta ve buna müdahale edilmemektedir. Önümüzdeki dönemde Euro'da küresel gelişmeler nedeniyle bir miktar hareket beklenmektedir.

Şekil.18 Kur Artışları ve Enflasyon (Aylık, %)



Kaynak: TCMB

Şekil.19 DTH'larda Değişim
(Aylık Değişim, Milyon Dolar)



Kaynak: TCMB

Son dört haftada Döviz Tevdiat Hesapları yaklaşık 2.7 milyar dolar artış kaydetmiştir. Bu artışın 3.1 milyar doları gerçek kişiler tarafından yapılmış, tüzel kişilerin DTH'ları ise 527 milyon dolar azalmıştır. Şekilde de görüldüğü üzere hem gerçek kişiler hem de tüzel kişiler döviz mevduatlarını azaltmışlardır. Ancak kıymetli maden (altın, gümüş, vs.) hesaplarında ise önemli artışlar göze çarpmaktadır. Ayrıca KKM de artık sonlanmıştır.

Para politikasının 2026'da enflasyon ara hedefi %16 (üst sınır %19) olarak koyulmuştur. Bu enflasyon hedefinin tutturulabilmesi için sıkı para politikasının devam etmesini beklemek gerekir. Bu kapsamda kredi kısıtları uygulanmaktadır. En azından ilk yarıda bu kredi kısıtlarının devam edeceği söylenebilir.

Bu dönemde jeopolitik gelişmeler makroekonomik gelişmelerin önüne geçmektedir. 2026 daha çok jeoekonomik gelişmeleri konuşacağımız bir yıl olacaktır. Bu jeopolitik gelişmelerden bizim de etkilenmemiz kaçınılmazdır. Olumlu olarak Gazze Konusunda çözüme yaklaşılmıştır. Her ne kadar ABD'nin kendi kurduğu bir güç olan Barış Kurulu gibi bir organda Birleşmiş Milletler'den farklı bir düzlemde görüşülse de çözülmesi olumlu olacaktır. Diğer yandan Suriye olayında da Türkiye'nin etkisi artmaktadır. Ancak İran konusunun çözümü net değildir. Orada yaşanabilecek müdahale kısa vadede petrol fiyatlarını arttıracaktır. Türkiye petrol ithalatçısı ve de özellikle İran konusunda sınır komşudur. Bu nedenle gelişmeler bizi yakından ilgilendirmektedir.

Küresel makroekonomik gelişmeler 2026'da daha düşük bir ABD faizi ve daha değersiz bir ABD doları ile karşılaştığımızı bize göstermektedir. Unutmayalım ki tüm emtia dolar ile fiyatlanmaktadır. Yani dolar bir ölçü birimidir. Doların değer kaybetmesi ölçünün daha az göstereceği tüm emtiada yukarı yönlü bir fiyat hareketinin olabileceği anlamına gelmektedir.

İç piyasalarda ise odak noktamız dezenflasyon olmaya devam edecektir. TCMB bu ay beklentilerin altında 1 puan bir faiz indirimine gitmiştir. Bu önümüzdeki 2 ay daha yüksek gelebilecek enflasyona karşı şimdiden önlem almak olarak da okunabilir. TCMB bu konuda daha sıkı bir duruşu tercih etmektedir.

Tüm bu sıkı para politikası uygulamalarına rağmen sanayi üretimi genel olarak dengeli gitmekte, PİM anketleri geleceğe dönük ümit vermektedir. Ancak sanayiye bütünleşik değil ayrı ayrı incelediğimizde; özellikle bazı sektörlerin daha zorlandığı görülmektedir.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



Derya Hekim



@drderyahekim



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ