

EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU



BUSİAD

BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ

2026 ŞUBAT

DOÇ. DR. DERYA HEKİM

İÇİNDEKİLER

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

YÖNETİCİ ÖZETİ

Şubat ayında küresel piyasalarda fiyatlama davranışı ağırlıklı olarak jeopolitik riskler ve para politikası belirsizlikleri tarafından şekillenmiştir. ABD'nin dış politika kaynaklı risk başlıkları ve FED'e ilişkin beklentiler piyasa oynaklığını artırırken, Euro Bölgesi'nde ılımlı büyüme ve gerileyen enflasyon görünümü korunmuştur. Çin ekonomisinde ise büyüme ivmesindeki yavaşlama ve düşük enflasyon dinamikleri küresel talep görünümüne ilişkin temkinli çerçeveyi desteklemiştir. Emtia piyasalarında ay boyunca yüksek volatilité gözlenmiştir.

Türkiye ekonomisinde Şubat ayı görünümünün temel belirleyicisi enflasyon dinamikleri olmuştur. Ocak ayında beklentilerin üzerinde gerçekleşen enflasyon verisi, dezenflasyon sürecine ilişkin risk algısını artırmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış göstergelerde izlenen yükseliş, fiyat baskılarının ana eğilimde devam ettiğine işaret etmektedir.

Para politikası cephesinde TCMB enflasyonda ara hedefi sabit tutarken, enflasyon tahmin aralığında yukarı yönlü güncelleme gerçekleştirmiştir. Bu görünüm, fiyat istikrarına ilişkin risklerin resmî çerçevede de teyit edildiğini göstermektedir. Bu çerçevede, makroihtiyati politika setinin ve finansal koşullardaki sıkılığın devamı beklenmektedir.

Sanayi üretimi ve öncü göstergeler ekonomik aktivitede zayıf ancak heterojen bir görünüm ortaya koymaktadır. PMI ve güven endeksleri sektörler arası belirgin ayrışmalara işaret etmektedir. İç talep dinamikleri ekonomik aktiviteyi destekleyici rol oynarken, finansal koşulların üretim ve yatırım kararları üzerindeki sınırlayıcı etkisi sürmektedir.

Dış denge tarafında cari işlemler açığında artış eğilimi gözlenmekle birlikte finansman kompozisyonunda sermaye girişlerinin destekleyici etkisi öne çıkmaktadır. Özellikle portföy girişlerinde izlenen toparlanma, kısa vadeli finansal görünümü destekleyen bir unsur olmuştur. Buna karşılık dış ticaret dengesindeki zayıf seyir ve küresel talep koşulları dış denge açısından izlenmesi gereken temel risk alanlarıdır.

Genel çerçevede değerlendirildiğinde, Şubat 2026 döneminde Türkiye ekonomisi açısından ana risk başlığının enflasyon dinamikleri olduğu, para politikasındaki sıkı duruşun ve finansal koşullardaki temkinli görünümün ekonomik aktivitenin seyrinde belirleyici olmaya devam ettiği değerlendirilmektedir.

“

“Dalgah dönemlerde en büyük tehlike dalgalanmanın kendisi değil, dünün mantığıyla hareket etmektir.”

Peter Drucker

”

Şubat ayında jeoekonomik gelişmelerde ABD'nin İran'a müdahale edip etmeyeceği yer almıştır. ABD 2003 Irak işgalinden beri görülmemiş bir askeri yığınak yapmakta ve her gün müzakere ve müdahale arasında gidip gelmektedir. Bir taraftan ABD İran'ı tehdit etmekte ve nükleer konusunda anlaşmaya zorlamakta iken diğer taraftan böyle bir müdahalenin sonuçları olabileceğini de göz ardı etmemektedir.

Bu durum İran bizim sınır komşumuz olduğu için bizi de etkilemektedir. Komşumuzda bir müdahale olması bizi riskli bir ülke konumuna getirecektir. Ayrıca İran'ın ABD üslerini vurma tehdidi bizde yer alan üslerin vurulma ihtimalini de gündeme getirmektedir. Bunun dışında yaygın bir savaş olası durumunda yoğun bir göç dalgası ile karşılaşabilecek olmamız demografik, sosyolojik ve ekonomik sorunları beraberinde getirecektir.

Geçtiğimiz hafta İran Hürmüz Boğazı'nda tatbikat yapmış ve de bir müdahale esnasında Hürmüz Boğazı'nın kapatılacağına dair sinyal vermiştir. Hürmüz Boğazı'nın kapatılması sonucu petrol fiyatlarının 100 doları geçmesi oldukça olasıdır. Ayrıca bu süreçte ABD, İran ile ticaret yapan ülkelere vergi koymakla tehdit etmektedir. Türkiye de İran'dan doğalgaz almaktadır. Böyle bir vergi gelmesi halinde Türkiye doğal gaz alımını kesmek zorunda kalabilir. ABD ile anlaşırса geçici olarak devam edebilir ancak yine de orta vadede kesmek zorunda kalabilecektir. Bu da Türkiye'nin sıvı doğal gaz (LNG) gibi kaynaklara yönelmesine neden olabilecektir. Tabii ki bunların hepsi maliyeti de arttırmaktadır.

Bu ayın sonunda damgasını vuran ise ABD Yüksek Mahkemesi'nin Trump'ın koyduğu acil durum (IEEPA) vergilerini iptal etmesi olmuştur. Bu vergiler arasında 2 Nisan'da tüm ülkelere açıkladığı karşılıklı tarifeler, Çin'e uyguladığı vergiler gibi vergiler yer almaktadır. Otomotiv ve çelikteki vergiler başka kapsamda olduğu için bu iptal edilen vergilerin dışında kalmaktadır.

Yüksek Mahkeme bu IEEPA yasası sonucunda Kongreye sormadan Trump'ın bir gümrük vergisi belirleme yetkisi olmadığına karar vermiştir. Ancak Trump buna tepki olarak tüm ülkelere başka bir kanun maddesine (Section 122) dayanarak vergi koyacağını açıklamıştır. Ancak bu vergi de geçici kapsamda uygulanmaktadır. Dolayısıyla tariflerle ilgili belirsizlik yeniden gündeme oturmuştur.

IEEPA kapsamındaki tarifelerin ABD bütçesine şimdiye kadar olan katkısı 170 milyar doları bulmaktadır. Bunların iptal edilmesi ve geri ödenmesi sonrası bütçe üzerinde ciddi bir yük eklenecek zaten 1.8 trilyon doları geçmesi beklenen 2026 bütçe açığı 2 trilyon doları bulacaktır. Ancak Trump bunları telafi edecek yeni yollar bulacaktır.

ABD ekonomisine dair karışık sinyaller gelmektedir. ABD dördüncü çeyrek büyümesi beklentinin altında, %1.4, gelmiştir. Trump bunu hükümetin kapanmasına bağlamış ve de 2 puanlık bir kayıp olduğunu öne sürmüştür. Bu kadar çok olmasa da kapanmanın etkisinin 1 puan civarında olduğu tahmin edilmektedir. Kamu tüketimi azalmıştır. Hanehalkı tüketimi de beklenenin altında gelmiştir.

Tarımdışı istihdam ise beklentinin çok üstünde gelmiştir. Buna rağmen bu verilerde sıklıkla revizyon görülmektedir. İşsizlik oranı ise %4.3'e gerilemiştir. Enflasyon da beklentilerin altında kalarak %2.4 olarak kaydedilmiştir. FED karar verirken hem enflasyonu hem de işsizlik oranını dikkate almaktadır. Şu an için büyümenin dışında ABD ekonomisi için bir faiz indirimi nedeni bulunmamaktadır. ABD ekonomisinin 2026'da iki faiz inidirimine gitmesi beklenmektedir.

Ancak yeni açıklanan FED Başkan adayı Warsh faiz indiriminden yana olduğu bilinmektedir. Şimdilik FED'de dengeler çok güvercin yani faiz indirimi yönünde değildir. Yeni Başkan Mayıs ayında göreve başladıktan sonra nasıl değişeceği ise belirsizliğini korumaktadır.

Euro Bölgesi ekonomik aktivitesi 2025 yılının son çeyreği itibarıyla ılımlı büyüme eğilimini sürdürmüştür. Eurostat öncü verilerine göre bölge ekonomisi 2025'in dördüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe kıyasla %0.3 oranında büyüme kaydetmiştir. Bu görünüm, zayıf büyüme ortamına rağmen ekonomik faaliyette sınırlı toparlanma dinamiklerinin varlığına işaret etmektedir. Yıllık bazda değerlendirildiğinde ise 2025 genelinde büyüme oranının düşük ancak pozitif bölgede kaldığı izlenmiştir.

Eurostat'ın yayımladığı öncü verilere göre Euro Bölgesi'nde yıllık enflasyon Ocak ayında %1.7 seviyesine gerilemiştir. Bu oran Aralık 2025'teki yaklaşık %2 seviyesinden anlamlı bir düşüşü göstermektedir ve Nisan 2021'den bu yana kaydedilen en düşük yıllık enflasyon düzeylerinden biridir. Aylık bazda ise tüketici fiyatları Ocak ayında ortalamada %–0.5 oranında gerileme göstermiştir.

Çin ekonomisi 2025 yılında yaklaşık %5 oranında büyüyerek hükümetin büyüme hedefine ulaşmıştır; bu büyüme, ihracatın katkısıyla iç talepteki zayıf görünümün bir nebze telafi edildiği bir tablo ortaya koymuştur. Sanayi üretimi ve hizmetler sektöründeki genişleme bu büyümeye katkı sağlar niteliktedir. Ancak ekonomik büyüme son dönemde yavaşlama eğilimi göstermiştir; 2025'in dördüncü çeyreğinde yıllık büyüme yaklaşık %4.5 seviyesinde gerçekleşmiştir ki bu, önceki yıllara göre daha düşük bir artışı işaret etmektedir.

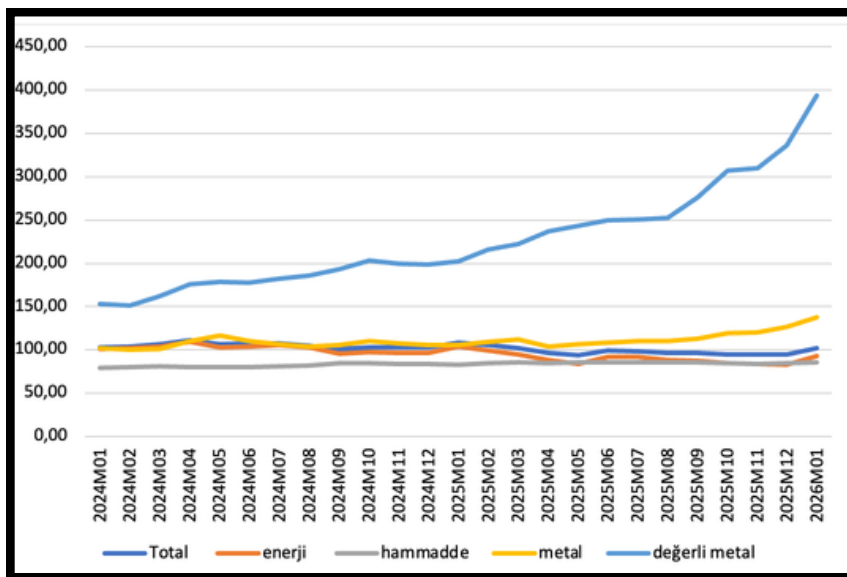
Çin’de enflasyon 2026’nın başında düşük seyrini sürdürmüştür. Resmi verilere göre Ocak 2026 itibarıyla yıllık tüketici enflasyonu %0.2 seviyesinde gerçekleşmiş; bu, bir önceki ay %0.8 düzeyinden önemli ölçüde gerileme göstermiştir. Üretici fiyatları ise %1.4 düşüş kaydetmiştir. Üst üste 40 aydır üretici fiyatları enflasyonu negatif gelmektedir. Çin içeride fiyat rekabetini önlemek için elinden geleni yapmaktadır. Temmuz 2024’ten beri en düşük azalış gerçekleşmiştir.

Değerli metaller cephesinde altın fiyatları dönem boyunca dalgalı bir seyir izlemiştir. Altının ons fiyatı Şubat ayı içinde 4.999 – 5.104 dolar aralığında hareket etmiş, ayın ilerleyen bölümünde ise geri çekilme eğilimi göstermiştir. Güvenli liman talebinin etkisiyle dönem içinde yukarı yönlü hareketler gözlenmekle birlikte, küresel finansal koşullar ve doların seyri fiyatlar üzerinde düzeltme baskısı yaratmıştır. Benzer şekilde gümüş fiyatlarında da belirgin dalgalanma izlenmiştir.

Enerji piyasalarında petrol fiyatlarının jeopolitik gelişmelerden etkilendiği görülmüştür. Brent petrol fiyatı Şubat ayında 71.7 dolar/varil civarında seyrederken, WTI ham petrol fiyatı 66.4 dolar/varil seviyelerinde gerçekleşmiştir. Orta Doğu kaynaklı risk algısı ve arz dinamiklerine ilişkin beklentiler, enerji fiyatlarının dönem boyunca dalgalı bir görünüm sergilemesine neden olmuştur.

Baz metaller cephesinde ise daha temkinli bir fiyatlama davranışı öne çıkmıştır. Bakır başta olmak üzere sanayi metalleri, önceki dönemlerde gözlenen güçlü yükselişlerin ardından Şubat ayında sınırlı düzeltme hareketleri sergilemiştir. Küresel talep görünümüne ilişkin belirsizlikler ve yatırımcı pozisyonlanmaları bu görünüm üzerinde etkili olmuştur.

Şekil.1 Emtia Endeksleri



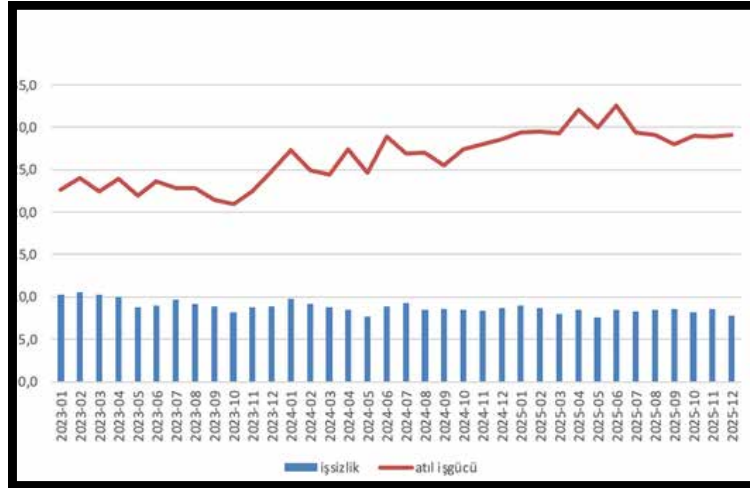
Kaynak:Dünya Bankası

İşsizlik

TÜİK tarafından açıklanan Aralık 2025 verileri, Türkiye işgücü piyasasında işsizlik oranındaki düşüş eğiliminin sürdüğüne işaret etmektedir. Mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı %7.7 seviyesinde gerçekleşirken, bu oran bir önceki aya kıyasla 0.8 puanlık bir gerilemeye karşılık gelmektedir. Böylece işsizlik oranı tek haneli seviyesini korumaya devam etmiş ve işgücü piyasasında kısa vadeli görünüm açısından görece olumlu bir tablo ortaya koymuştur.

Öte yandan geniş tanımlı işsizlik göstergelerinin yaklaşık %29.1 seviyesinde izlenmesi, dar tanımlı işsizlik oranındaki iyileşmeye rağmen işgücü piyasasında atıl kapasitenin devam ettiğini göstermektedir. İşgücü istatistikleri bir anket sonucu toplanmaktadır. Bu nedenle bazı yerlerde yetersiz kalabilmektedir. Örneğin işsizlik oranı 2023 başında %10'ların üzerindeyken şimdi %7.7 seviyesine inmiştir. Üstelik bu dönemde ciddi bir sıkılaşma olmuş ve de tekstil, hazır giyim gibi sektörlerde neredeyse üretim %20 - %30 seviyesinde azalmıştır. Bu nedenle işgücü istatistiklerini yorumlarken atıl işgücü oranı yani gizli işsizliğe bakmanın daha doğru olduğu söylenebilir.

Şekil.2 İşsizlik ve Atıl İşgücü Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

Reel Kesim

TÜİK tarafından açıklanan Aralık 2025 verileri, sanayi üretiminde kısa vadeli görünümün zayıfladığına işaret etmektedir. Sanayi üretim endeksi Aralık ayında aylık bazda %1.2 oranında artış göstermesine rağmen, yıllık bazda %2.1 oranında gerilemiştir. Bu görünüm, sanayi sektöründe aylık bazda sınırlı bir toparlanma sinyali gözlenirken, üretim düzeyinin bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla zayıf kaldığını göstermektedir.

Yıllık bazda kaydedilen daralma, sanayi üretiminde yılın son ayında ivme kaybına işaret etmektedir. Önceki aylarda gözlenen görece olumlu seyre kıyasla Aralık verileri, özellikle imalat sanayii kaynaklı zayıflığın belirginleştiğini ortaya koymaktadır.

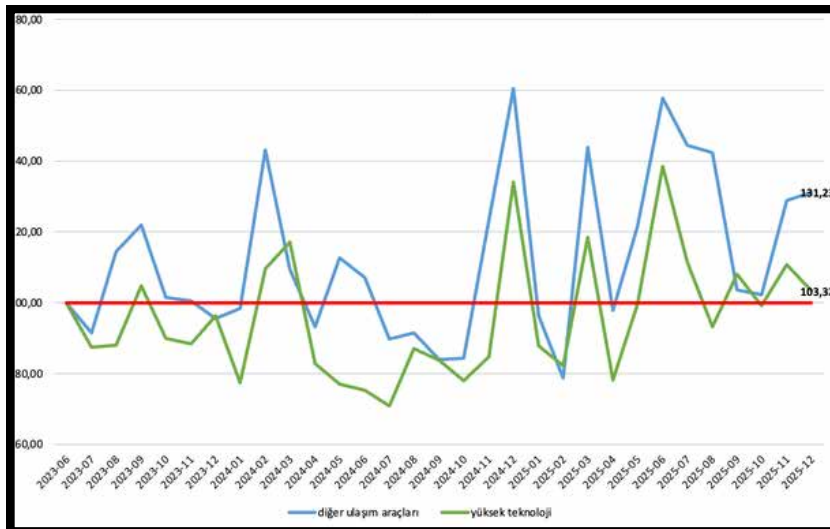
Şekil.3 Sektörel Sanayi Üretimi
(2023-06=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Sanayi üretimine toptan bir bakış bize sanayi hakkında genel bir bilgi verse de ne yazık ki eksik kalmaktadır. Sanayi, Türkiye’de heterojen bir yapı sergilemektedir. Yukarıdaki şekilde bazı sanayi sektörlerindeki durum gösterilmiştir. 2023 Haziran (dezenflasyon programı başlangıcı) 100 alınmış ve sanayideki gelişimi gözlenmiştir. İmalat sanayii bu dönemde yerinde sayarken en büyük kayıp hazır giyim ve de deride olmuştur.

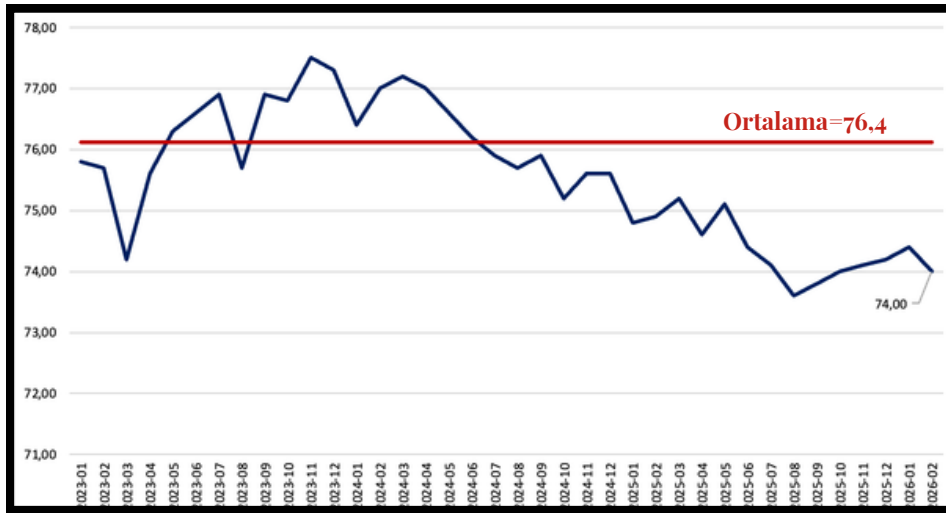
Şekil.4 Sektörel Sanayi Üretimi
(2023-06=100)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Diğer yandan bazı sektörler aslında daha iyi gitmektedir. Aşağıdaki şekilde ise diğer ulaşım araçları (savunma sanayii) ve de yüksek teknolojlili üretim görülmektedir. Genel olarak savunma sanayiinde proje bazlı üretim olduğundan zikzak yaparak bir sanayi üretim serisi görülse de genel sanayi üretiminin üstünde artışlar sergilemiştir.

Şekil.5 Kapasite Kullanım Oranı
(%)

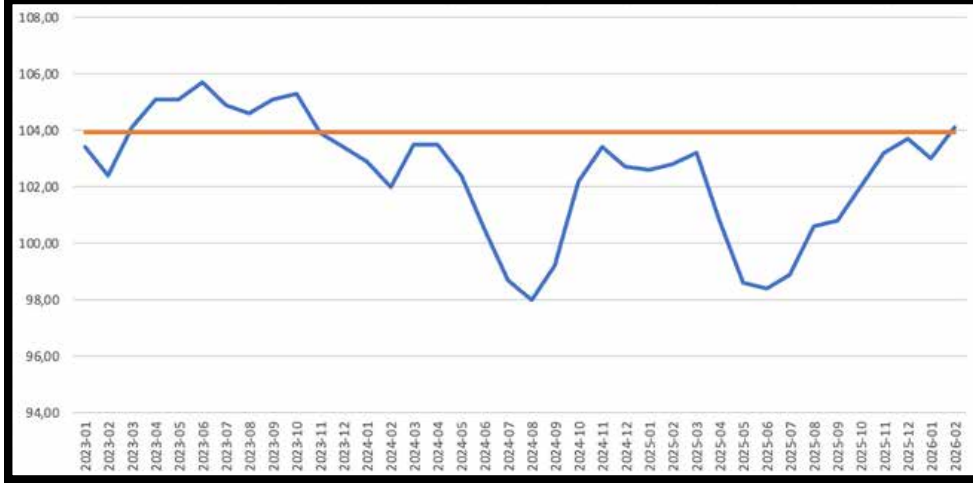


Kaynak: TCMB

Kapasite kullanım oranında ise az da olsa bir düşüş izlenmiştir. Bu düşüşün kaynağı temel olarak ara mallar ve de yatırım mallarındaki düşüştür. Tüketim mallarında kapasite kullanım oranı aynı kalmıştır.

TCMB tarafından yayımlanan Şubat 2026 İktisadi Yönelim Anketi sonuçlarına göre Reel Kesim Güven Endeksi'nde belirgin bir iyileşme kaydedilmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE-MA) bir önceki aya göre 1.1 puan artarak 104.1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Mevsimsellikten arındırılmamış endeksin ise aylık bazda 2.5 puan artışla 104.1 seviyesine yükseldiği görülmüştür. Endeksin 100 eşik değerinin üzerinde seyretmesi, imalat sanayinde genel görünümün iyimser bölgede kaldığına işaret etmektedir. Alt kırılımlar incelendiğinde, son üç aya ilişkin üretim hacmi ve iç piyasa sipariş miktarında artış bildirenler lehine olan seyrin bir önceki aya göre zayıfladığı, ihracat sipariş miktarında ise azalış bildirenler lehine olan seyrin artış bildirenler lehine döndüğü izlenmiştir.

Şekil.6 Reel Kesim Güven Endeksi



Kaynak: TCMB

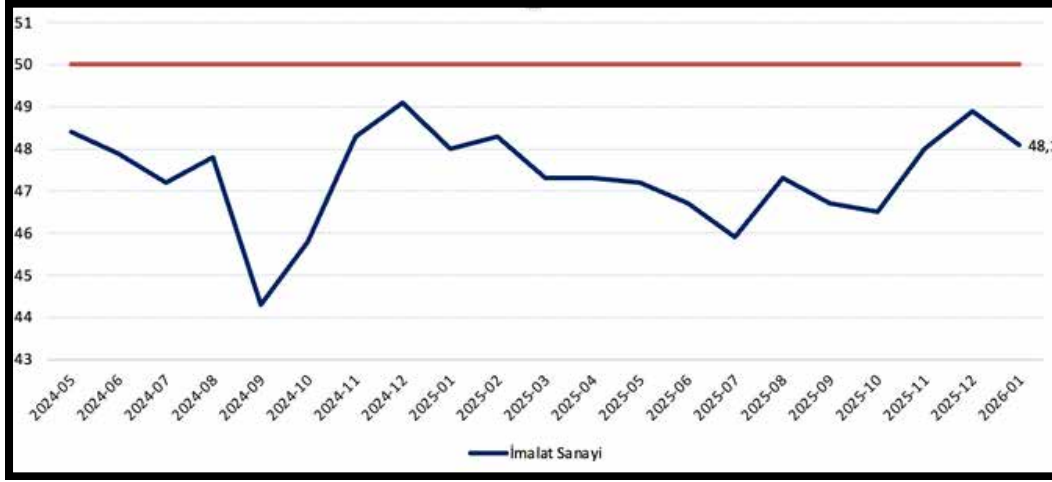
Hizmet sektörü güven endeksi Ocak ayında 113.8 seviyesine yükselmiş ve aylık bazda %1.3 oranında artış göstermiştir. Bu gelişme, hizmet sektöründe faaliyet koşulları ve talep görünümüne ilişkin olumlu algının güç kazandığını göstermektedir. Perakende ticaret sektörü güven endeksi ise 112.6 seviyesine gerileyerek %2.4 oranında azalmış ve sektörde beklentilerin zayıfladığına işaret etmiştir. İnşaat sektörü güven endeksi 85.7 seviyesine yükselerek %1.5 oranında artış kaydetmiş, ancak endeksin 100 referans seviyesinin altında kalmaya devam etmesi sektörde kırılan yapının sürdüğünü ortaya koymuştur.

İstanbul Sanayi Odası Türkiye PMI verileri, Ocak 2026 döneminde imalat sanayinde zayıf görünümün sürdüğüne işaret etmektedir. PMI endeksi Ocak ayında 48.1 seviyesinde gerçekleşmiş olup, Aralık ayında kaydedilen 48.9 seviyesine kıyasla sınırlı bir gerileme göstermiştir. Endeksin 50 eşik değerinin altında kalmaya devam etmesi, imalat sanayinde faaliyet koşullarında daralma eğiliminin sürdüğünü ortaya koymaktadır.

Alt endeksler incelendiğinde, üretim ve yeni siparişlerde hafif yavaşlama gözlenmesi, talep koşullarındaki zayıflığın devam ettiğine işaret etmektedir. Firmaların yeni sipariş girişlerinde ivme kaybı bildirmesi, üretim hacmi üzerindeki baskının sürdüğünü göstermektedir. Buna ek olarak, girdi maliyetleri ve nihai ürün fiyatlarındaki artış eğiliminin güç kazanması, enflasyonist baskıların belirginleştiğine işaret etmektedir. Nitekim rapor, maliyet artışlarının Nisan 2024'ten bu yana en yüksek seviyeye ulaştığını göstermektedir.

İstihdam ve satın alma faaliyetlerine ilişkin göstergelerde gözlenen zayıflama ise firmaların üretim planları ve talep beklentilerine daha temkinli yaklaştığını düşündürmektedir.

Şekil.7 İmalat PMI

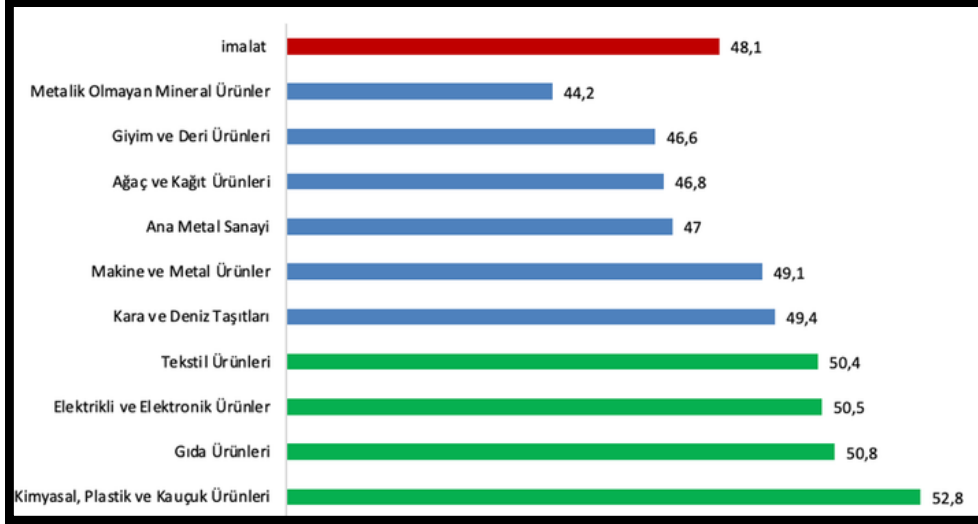


Kaynak: S&P Global, İSO

İstanbul Sanayi Odası tarafından yayımlanan Ocak 2026 Sektörel PMI verileri, imalat sanayinde sektörler arasında belirgin bir ayrışmaya işaret etmektedir. Açıklanan veriler, incelenen sektörlerin yarısında üretim artışı gözlemlendiğini, diğer yarısında ise daralma eğiliminin sürdüğünü göstermektedir. Bu görünüm, imalat sanayinde genel zayıf eğilimin devam etmekle birlikte sektörler arası heterojen dinamiklerin belirginleştiğini ortaya koymaktadır.

Endeks değerleri incelendiğinde, Kimyasal, Plastik ve Kauçuk Ürünleri sektörü 52.8 seviyesi ile büyüme bölgesinde en güçlü performansı sergileyen sektör olmuştur. Gıda Ürünleri (50.8), Tekstil Ürünleri (50.5), Elektrikli ve Elektronik Ürünler (50.5) ve Ağaç ve Kâğıt Ürünleri (50.4) sektörleri de 50 eşik değerinin üzerinde yer alarak üretim ve faaliyet koşullarında iyileşmeye işaret etmiştir. Buna karşılık Kara ve Deniz Taşıtları (49.4), Makine ve Metal Ürünler (47.0), Ana Metal Sanayi (46.8), Giyim ve Deri Ürünleri (46.6) ve Metalik Olmayan Mineral Ürünler (44.2) sektörlerinde daralma eğilimi sürmüştür.

Şekil.8 Sektörel PMI



Kaynak: TCMB

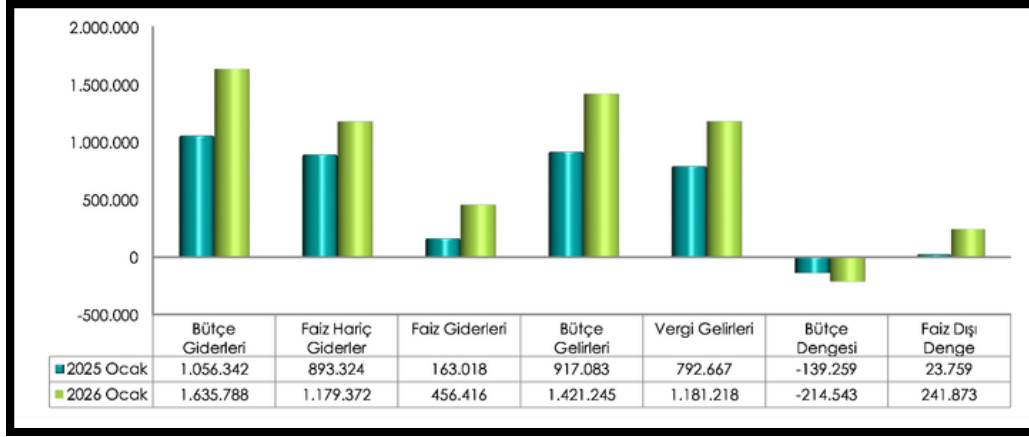
Maliye Politikası

2026 yılının ilk ayına ilişkin merkezi yönetim bütçe dengesi verileri, yıllık bazda belirgin bir genişleme eğilimi göstermiştir. Ocak ayında merkezi yönetim bütçesi 214,5 milyar TL açık vererek yılın ilk dönemini açıkla tamamlamıştır; bu sonuç bir önceki yılın aynı dönemindeki 139,3 milyar TL’lik açığa göre daha geniş bir bütçe açığına işaret etmektedir.

Gelirler tarafında güçlü bir artış kaydedilmiştir. Merkezi yönetim bütçe gelirleri Ocak ayında 1.421,2 milyar TL olarak gerçekleşirken, bunun önemli bir kısmı vergi gelirlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Vergi gelirleri 1.181,2 milyar TL ile yıllık bazda güçlü bir artış göstermiş; gelir vergisi ve kurumlar vergisi ile dâhilde alınan katma değer vergisi kalemlerindeki artış gelir tarafındaki büyümeye öncülük etmiştir.

Öte yandan bütçe giderleri de yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Ocak ayında 1.635,8 milyar TL olan bütçe harcamaları, faiz harcamalarındaki belirgin artıştan etkilenmiştir. Özellikle faiz giderleri yıllık bazda önemli ölçüde yükselmiş olup gider artışının önemli bir bileşenini oluşturmuştur. Faiz dışı harcamalar da büyüme göstermiş olsa da faiz dışı dengedeki olumlu görünüm toplam harcama artışının önüne geçememiştir. Bütçe giderlerinde faiz harcamalarındaki %180 artış dikkat çekicidir. 456 milyar TL’lik bir faiz gideri gerçekleşmiştir. Bu yüksek faiz harcaması 2016 yılından enflasyona endeksli tahvilin itfası nedeniyle bu kadar yüksek gerçekleşmiştir.

Şekil.9 Bütçe Dengesi
(Milyon TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Sonuç olarak, bütçe dengesi itibarıyla Ocak 2026'da faiz dışı denge 241,9 milyar TL fazla vermiştir. Buna karşılık faiz giderleri yüksek seyretmeye devam etmiş ve toplam bütçe dengesinde açık oluşmasına yol açmıştır. 12 aylık birikimli verilerde ise bütçe açığının GSYH'ye oranının yaklaşık %3 civarında olduğu tahmin edilmekte; toplam nakit bazlı verilere göre ise açık oranı biraz daha genişlemektedir.

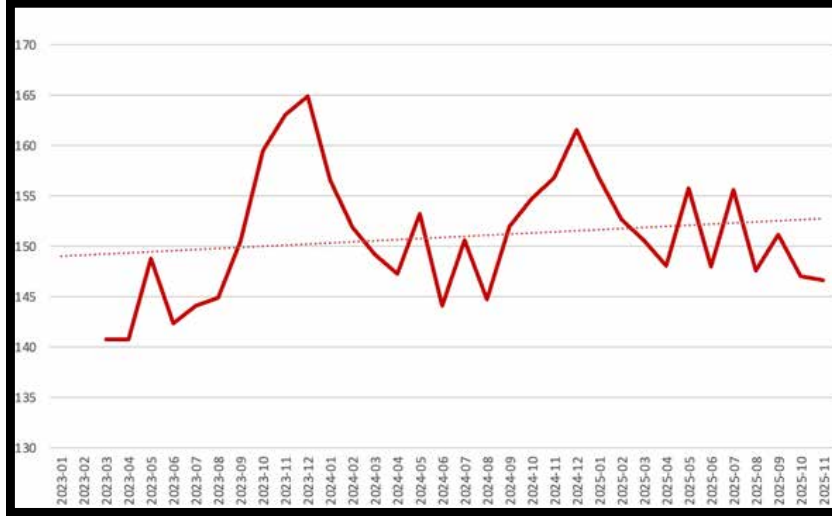
Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi

Ocak 2026 dönemine ilişkin Ticaret Bakanlığı'nın açıkladığı dış ticaret verileri, Türkiye ekonomisinin yılın ilk ayında dış ticaret dengesinde zayıflamaya işaret eden bir görünüm sergilediğini göstermektedir. Bu dönemde ihracat yıllık bazda %3.9 oranında azalarak 20.3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. İthalat ise büyük ölçüde yatay bir seyir izleyerek 28.7 milyar dolar düzeyinde kaydedilmiştir.

Bu gelişmelere bağlı olarak dış ticaret açığı Ocak ayında yaklaşık 8.4 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş ve bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla genişleme göstermiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı ise %70.9 seviyesine gerileyerek dış ticaret dengesindeki zayıflamanın devam ettiğine işaret etmiştir.

İhracatta ve ithalattaki son dönemdeki gelişmeleri miktar endeksine bakarak izlemek daha doğru olacaktır. Miktar endeksi, fiyat etkilerini dışladığından ihracatımızın gelişimi hakkında daha doğru bir veri sunmaktadır. Şekilde miktar endeksi görülmektedir. İhracatta miktar olarak artış olsa da bu artış sınırlı kalmıştır. İhracattaki artışın bir kısmının fiyattan kaynaklandığını ortaya koymaktadır.

Şekil.10 İhracat Miktar Endeksi



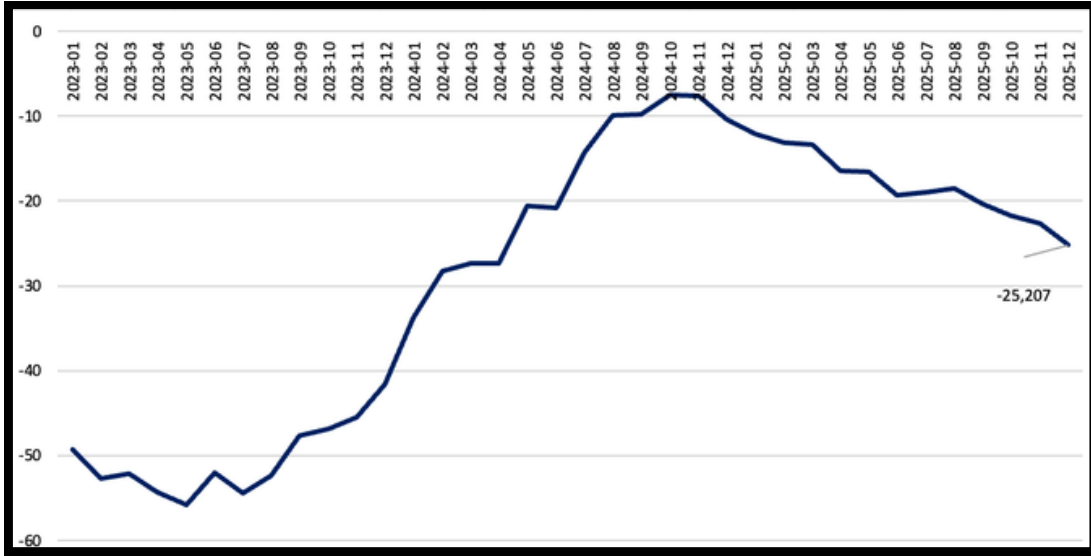
Kaynak: TÜİK

Son açıklanan ödemeler dengesi verileri, cari işlemler hesabında belirgin bir açık görünümüne işaret etmektedir. Aralık 2025 döneminde cari işlemler hesabı 7.25 milyar dolar açık vermiştir. Söz konusu açık, yıl içindeki en yüksek seviyelerden biri olarak gerçekleşmiştir. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabının da 0.69 milyar dolar açık vermesi, cari dengedeki zayıflamanın yalnızca enerji ve altın ticaretinden kaynaklanmadığını göstermektedir.

Cari işlemler açığının temel belirleyicisi dış ticaret dengesi olmaya devam etmektedir. Aynı dönemde ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı 7.44 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Hizmetler dengesi 2.65 milyar dolar net giriş sağlarken, birincil gelir dengesi 1.85 milyar dolar açık vermiştir. Bu görünüm, mal ticaretindeki açığın cari denge üzerindeki belirleyici rolünü sürdürdüğünü ortaya koymaktadır.

Cari işlemler 2025'in son 2 ayında dış ticaret dengesinin beklenenden kötü gelmesi ile beklenenin üzerinde bir açıkla tamamlanmıştır. 25.2 milyar dolar cari açık her ne kadar GSYH'nın %1.5'una denk gelmekte ve de Türkiye için sürdürülebilir seviyede olsa da yine de artışı dikkat çekicidir. Ocak ayı Ticaret Bakanlığının verileri de bu artışın sürebileceğinin sinyalini vermektedir. 2024'te cari açık/GSYH %0.8 olduğu düşünülürse 2025'te bu eğilimin tersine döndüğü görülmektedir. Özellikle Net Hata ve Noksan kaleminin 16.6 milyar dolar olduğu, Türkiye'nin 2025'te bulmasını gereken yabancı yatırımın 42 milyar dolar olduğu gözden kaçırılmamalıdır.

Şekil.11 Cari Denge
(Milyar Dolar)



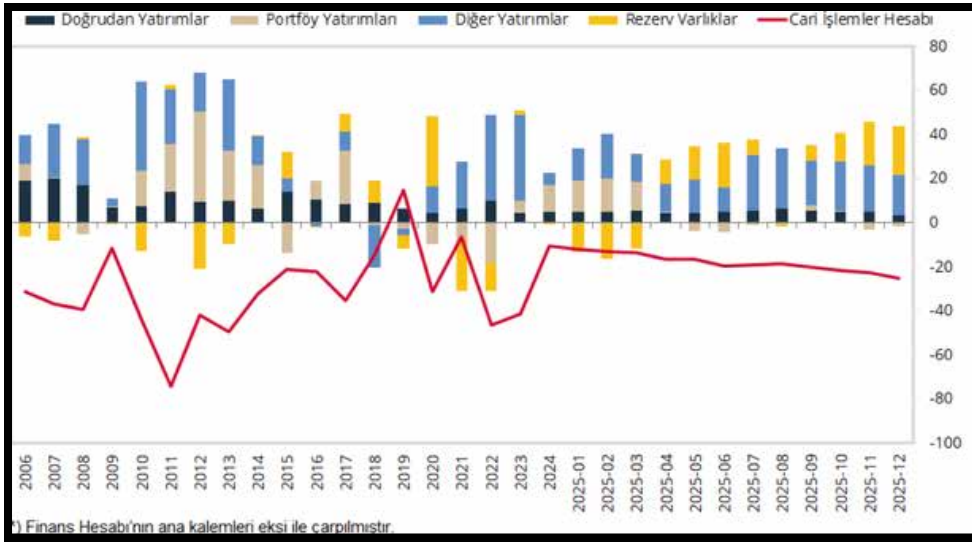
Kaynak: TCMB

Aralık ayının aylık finans hesabı verileri incelendiğinde, doğrudan yatırımlar kaleminde 465 milyon ABD doları net çıkış kaydedilmiştir. Bu gelişmede, yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'ye doğrudan yatırımlarının 642 milyon ABD doları artmasına karşın, yurt içi yerleşiklerin yurt dışındaki doğrudan yatırımlarının 1.107 milyar ABD doları artması etkili olmuştur. Gayrimenkul yatırımlarında yurt içi yerleşiklerin yurt dışında 252 milyon ABD doları net alım yaptığı, yurt dışı yerleşiklerin ise Türkiye'de 287 milyon ABD doları net alım gerçekleştirdiği izlenmiştir.

Portföy yatırımları Aralık ayında 73 milyon ABD doları net giriş kaydetmiştir. Yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi piyasasında 839 milyon ABD doları, DİBS piyasasında ise 501 milyon ABD doları net alım yaptığı görülmüştür.

Diğer yandan yurt dışından kredi kullanımlarında bankalar 1.317 milyar ABD doları, genel hükümet 567 milyon ABD doları, diğer sektörler ise 4.333 milyar ABD doları net kullanım gerçekleştirmiştir. Diğer yatırımlar altında yurt dışı bankaların yurt içindeki mevduatları Türk lirası cinsinden 2.049 milyar ABD doları net azalış, yabancı para cinsinden 109 milyon ABD doları net artış göstermiş; toplamda 1.940 milyar ABD doları net azalış kaydedilmiştir. Resmi rezervlerde ise Aralık ayında 4.136 milyar ABD doları net azalış gerçekleşmiştir.

Şekil.12 Finans Hesabı
(Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

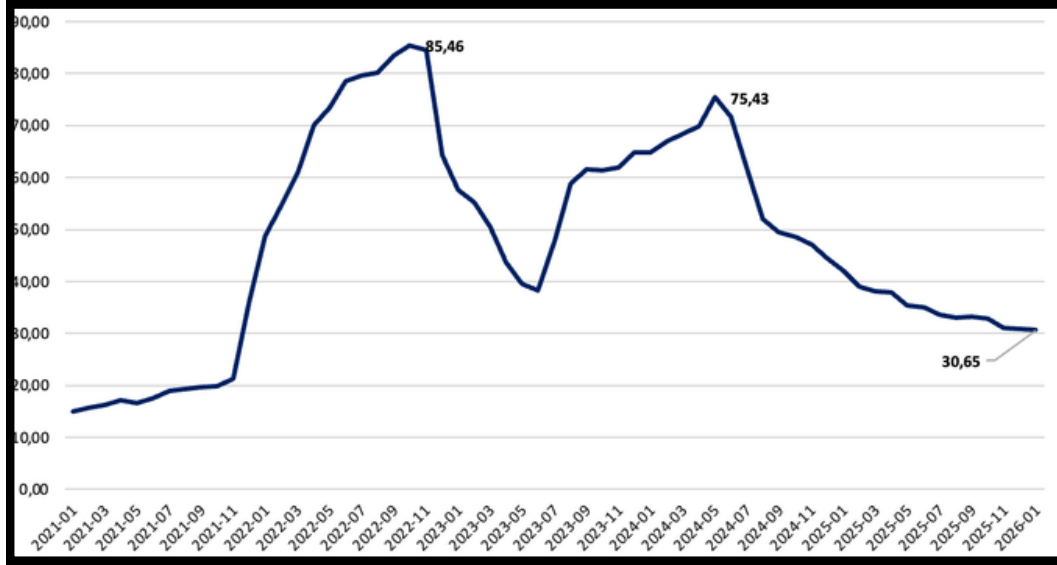
Yıllıklandırılmış cari açığın finansman kompozisyonunda kredi kanalının belirleyici olduğu izlenmiştir. 2025 yılı Aralık ayı itibarıyla yıllıklandırılmış cari açığın finansmanına net doğrudan yatırımlar 3.3 milyar ABD doları ve krediler 36.2 milyar ABD doları katkı vermiştir. Aynı çerçevede net portföy yatırımları 1.7 milyar ABD doları ve ticari krediler 2.2 milyar ABD doları katkı sağlarken, net efektif ve mevduatlar 15.6 milyar ABD doları negatif yönlü etki etmiştir. Bu dönemde Merkez Bankası döviz cinsinden net rezerv azalışı 22.0 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir.

Enflasyon

TÜİK tarafından açıklanan Ocak 2026 verilerine göre enflasyon beklentilerin üzerinde gelmiştir. TÜFE Ocak ayında bir önceki aya göre %4.84 oranında artış göstermiştir. Yıllık bazda TÜFE artışı ise %30.65 seviyesinde gerçekleşmiştir. Böylece yıllık enflasyonun yüksek seviyesini korumakla birlikte önceki aya kıyasla sınırlı bir gerileme kaydettiği görülmüştür.

Ana harcama grupları itibarıyla incelendiğinde, fiyat artışlarının genele yayılan bir görünüm sergilediği izlenmektedir. Gıda ve alkolsüz içecekler grubunda yıllık enflasyon %31.69 seviyesinde gerçekleşirken, ulaştırma grubunda yıllık fiyat artışı %29.39 olmuştur. Konut grubunda ise yıllık enflasyon %45.36 seviyesinde gerçekleşerek genel enflasyon görünümü üzerinde belirleyici kalemlerden biri olmuştur.

Şekil.13 TÜFE Enflasyon
(Yıllık, %)



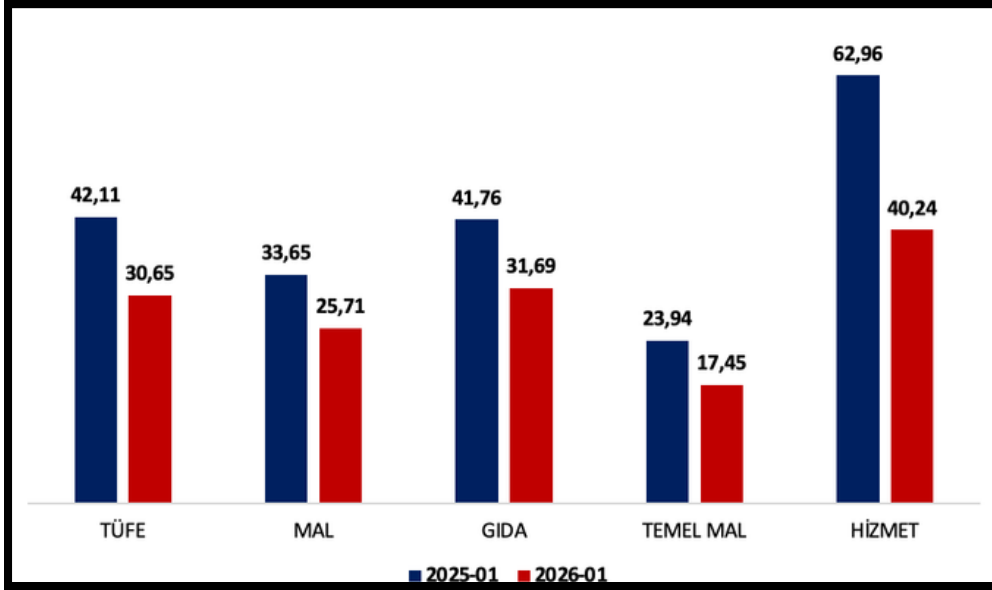
Kaynak: TÜİK

Bu ay önemli bir değişiklik ise TÜFE sepetinin ağırlıklarının yenilenmesi olmuştur. Buna göre konut grubunda genel olarak katsayı azalırken, kiranın katsayısının hemen hemen aynı kaldığı görülmüştür. Konut grubunda su, doğal gaz gibi harcamaların etki katsayısı azalmıştır. Lokanta, otel grubunda katsayı artmış ve genel olarak hizmetler grubunun katsayısı 7 puan yükselmiştir. Bu da hizmetler grubunda enflasyonun yüksek olmasından dolayı önümüzdeki dönemde enflasyonu yükseltici bir etkisi olacağını göstermektedir. Yeni ağırlıklandırma ile birlikte TCMB enflasyonun 1 puan yukarı kayabileceğini tahmin etmektedir.

Enflasyonun ana eğilimini anlamak için mevsimsellikten arındırılmış enflasyona bakmak daha anlamlıdır. TÜİK'in yayımladığı seride mevsimsellikten arındırılmış enflasyon Ocak ayında %2.88 olarak hesaplanmıştır. Ocak ayında mevsimsel etkilerden arındırdığımızda dahi enflasyonun geçmiş aylara göre yükseldiği anlamına gelmektedir. %2.88'in yıllık enflasyon karşılığı %41 olarak hesaplanmakta ve düşüş eğiliminde olan bir enflasyondan uzaklaştığımızı göstermektedir. Mevsimsellikten arındırılmış enflasyonda hemen hemen tüm kalemlerde bir artış olmuştur. Gıda grubunda %4, hizmetlerde ise %2.67'lik enflasyonlar dikkat çekicidir.

Aşağıdaki şekilde enflasyonda öne çıkan kalemler yer almaktadır. Bu kalemlerin hepsinde geçtiğimiz Ocak ayında bir gerileme olmasına rağmen özellikle mal grubundaki gerilemenin yavaşladığı göze çarpmaktadır. Hizmetler grubunda ise eğitim ve kirada fiyatlar geçmiş enflasyona göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla enflasyon düştükçe burada gerileme olacaktır. Ancak mal grubundaki gerilemenin yavaşladığı görülmektedir.

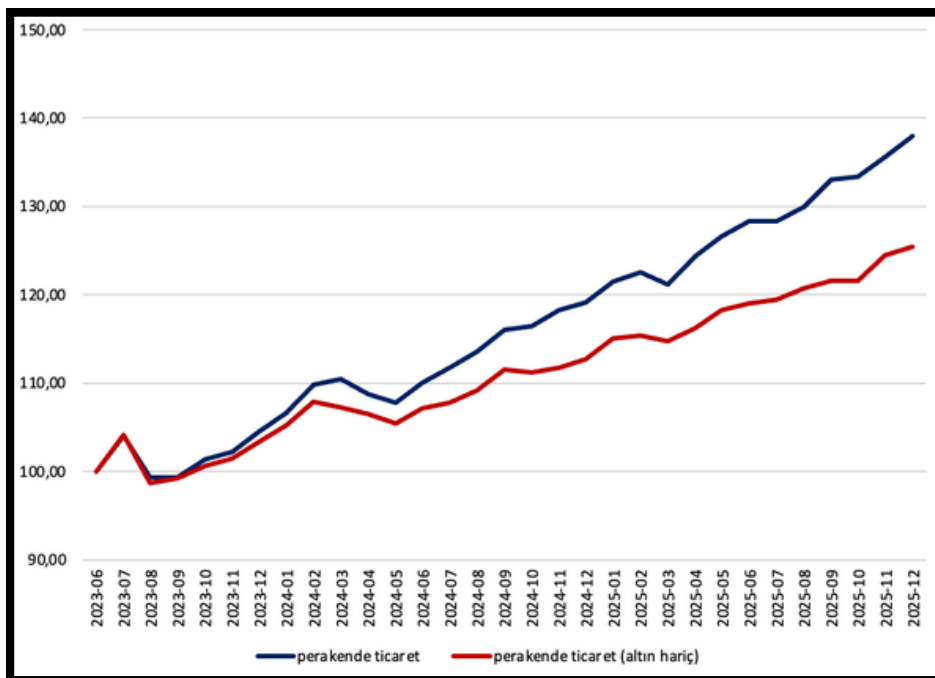
Şekil.14 Seçilmiş Kalemlerde Enflasyon
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

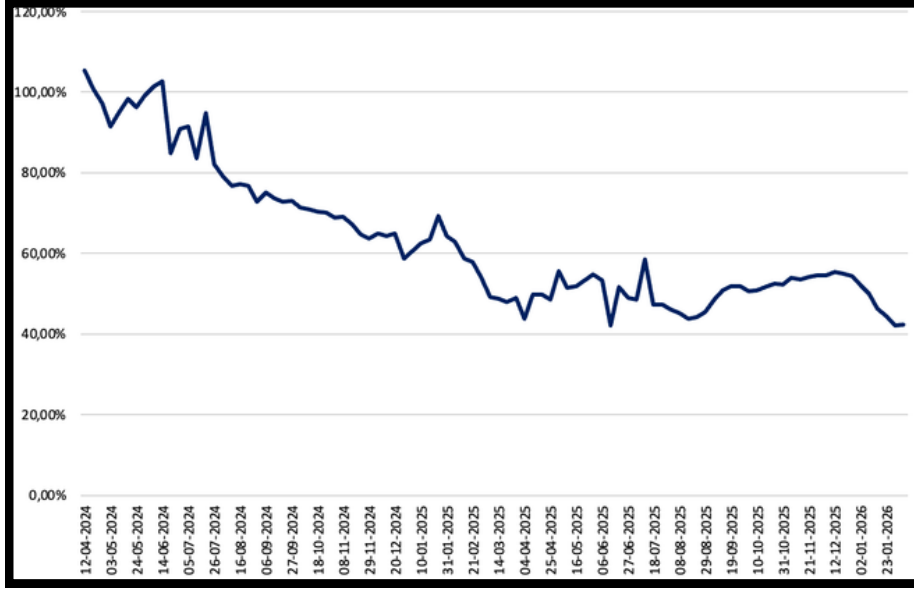
Enflasyonu kontrol altında tutmak için gerekli olan talep yavaşlaması ise henüz gerçekleşmemiştir. Ocak ayında ÖTV+ dahilde KDV+ ithalde KDV geçen yıla göre %46 artmıştır. Aynı zamanda şekilde görüldüğü üzere mücevher haricindeki perakende ticaret artmaya devam etmektedir. Kredi kartı artış hızı ise ivmesini kaybetse de hala enflasyonun üstündedir.

Şekil.15 Perakende Ticaret Endeksi
(2023-06=100)



Kaynak: TCMB

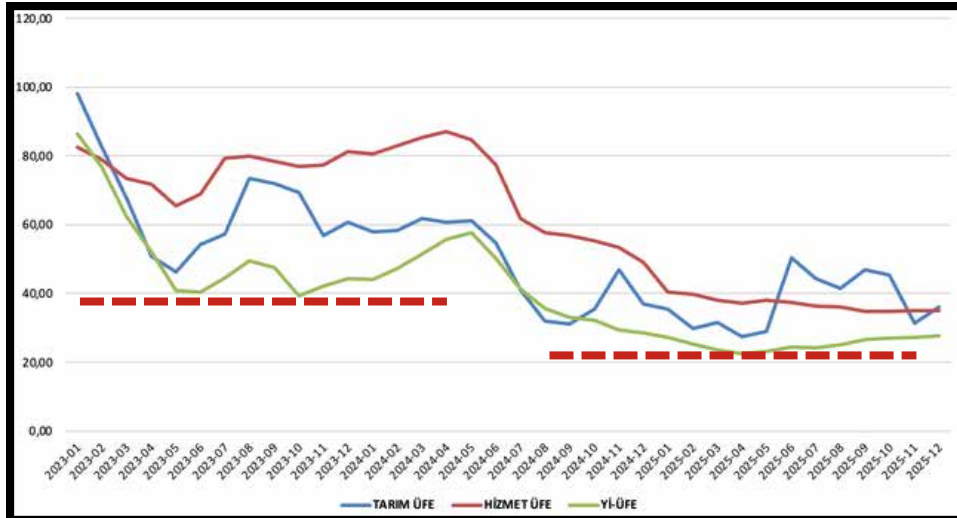
Şekil.16 Kredi Kartı Harcamaları
(4haftalık hareketli ortalama,Yıllık, %)



Kaynak: TCMB

Maliyet tarafında ise enflasyonun belirli bir seviyenin altına düşmediği gözlenmektedir. Özellikle Tarım ÜFE Ocak ayında aylık %8.46 artmıştır. Bu tarım ürünlerinde maliyet baskısının devam ettiğini ve de önümüzdeki aylarda da yüksek gıda fiyatları ile karşılaşacağımızı göstermektedir. Tarım ÜFE'deki yıllık artış ise %43.58 olmuştur. Yurtiçi ÜFE endeksi genelinde ise Ocak ayında %2.67 artış göstermiştir. Yıllık ise %27.17 seviyesindedir. Yi-ÜFE endeksindeki değişim Ocak 2025'te de %27.2 seviyesindedir. Yani 2025 yılı boyunca maliyet enflasyonunda herhangi bir gerileme olmamış, üretici fiyatları %22-27 arasında salınmıştır. Bu da enflasyonun nerede takılabileceği açısından bize fikir vermektedir.

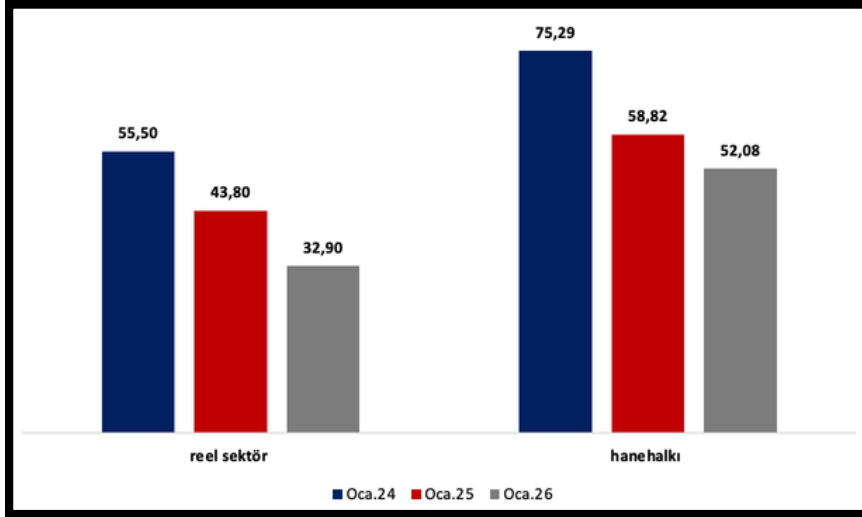
Şekil.17 Üretici Enflasyonu
(Yıllık, %)



Kaynak: TCMB

Bekleyişler tarafında ise her ne kadar geçen seneye göre bir gerileme olsa da istenen düzeye gerilememiştir. Reel sektör tarafında bekleyişler %32.9, hanehalkı tarafında ise %52.08'dir. ancak Ocak ayının yüksek gelmesi ile birlikte bu bekleyişlerde yukarı doğru bir düzeltme olması muhtemeldir.

Şekil.18 Enflasyon Bekleyişleri
(Yıllık, %)

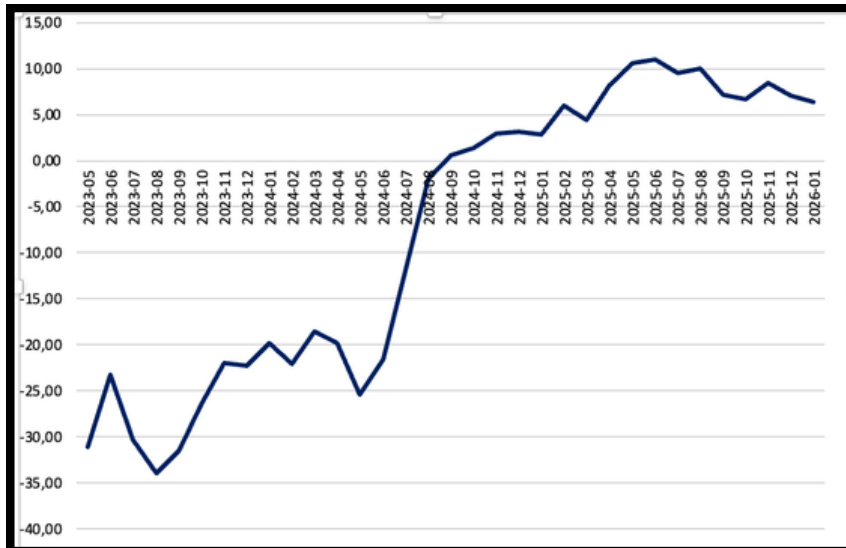


Kaynak: TÜİK

Para ve Kur Politikası

TCMB'nin Şubat ayında bir Para Politikası Kurulu toplantısı olmamış, dolayısıyla faiz de değişmemiştir. Yıllık enflasyonun da değişmemesi nedeniyle kabaca faiz enflasyon farkı olarak ölçtüğümüz reel faiz oranında ciddi bir değişiklik olmamıştır. Reel faiz 6 puanın biraz üzerinde devam etmektedir.

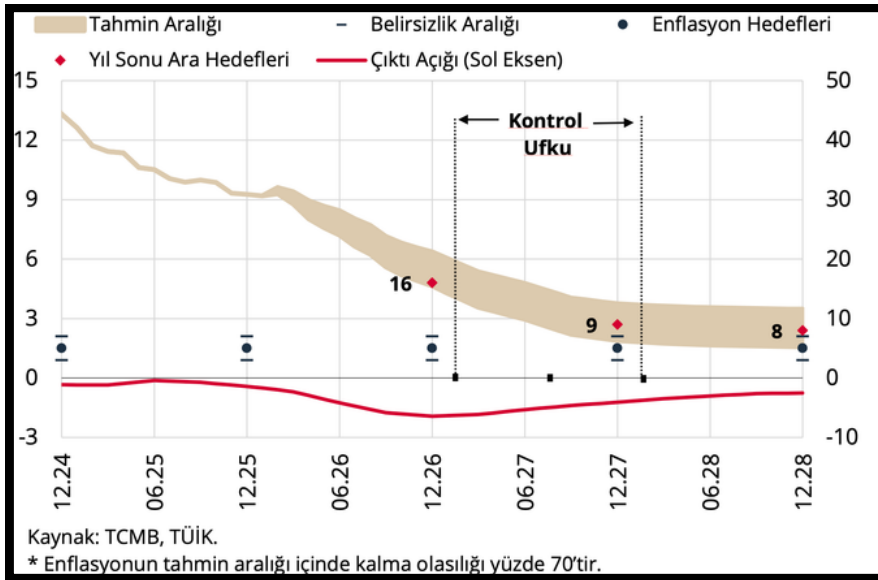
Şekil.19 Politika Faizi Enflasyon Farkı
(%)



Kaynak: TCMB

Şubat ayının en önemli para politikası gelişmesi ise Enflasyon Raporu olmuştur. Enflasyon Rapru para politikasının gelecekte izleyeceği seyri bize göstermesi açısından oldukça önemlidir. Bu Enflasyon Raporu'nda TCMB ara hedef olan %16'yı değiştirmemiş, ancak enflasyon tahmin aralığını güncellemiş ve de %15-21 aralığına çekmiştir. Bunun pratikte anlamı aslında merkez bankası enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere dikkat çektiğini göstermesidir. Enflasyonun şu anki görünümü enflasyonun %70 olasılıkla %15-21 arasında olacağını göstermektedir. Ancak TCMB hala %16 ara hedefini korumaktadır. Şu anda enflasyon patikası yukarı yönde risk içerse de TCMB'nin alacağı önlemler ve sıkı duruşla ileriki dönemlerde bu tahmin aralığı aşağı güncellenebilecektir.

Şekil.20 TCMB Enflasyon Beklentileri



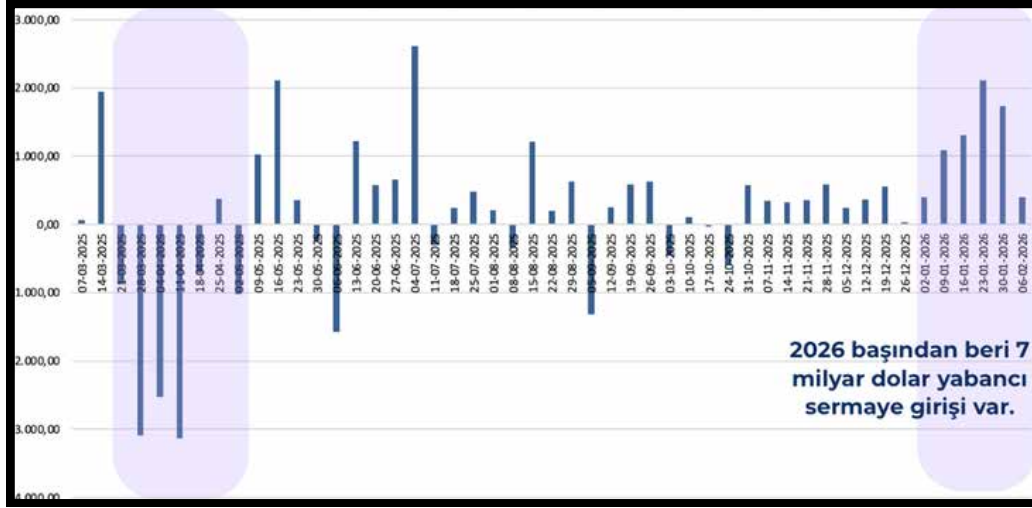
Kaynak: TCMB

TCMB ayrıca enflasyon raporunda çıktı açığı beklentisini de raporlamaktadır. Çıktı açığı büyümenin potansiyel büyümenin ne kadar altında kaldığı anlamına gelmektedir. Türkiye'nin potansiyel büyümesinin %4.5 civarında olduğu düşünülürse merkez bankası 2026'da %2 - 2.5 civarında bir büyüme öngörüyor yorumu yapılabilir. Türkiye için bu ciddi bir durgunluk olarak da görülebilmektedir. Ancak not etmek gerekir ki Türkiye genellikle TCMB'nin tahmininden yüksek büyüme gerçekleştirmektedir.

TCMB'na ayrıca makroihtiyati tedbirler yani kredi kısıtları ile ilgili sorular da gelmiştir. Ancak merkez bankası başkanı ve yardımcıları bunun devam edeceği anlaşılan cevaplar vermişlerdir. En azından yılın ilk yarısında bu önlemlerin devam edeceği beklenmektedir.

Yeni yıl itibarı ile Türkiye'ye sermaye girişleri başlamıştır. 2206'nın ilk 6 haftasında, 2025'in tamamından fazla sermaye girişi kaydedilmiştir. CDS'ler ise 215'ler civarına düşmüştür. Türkiye'nin kredi maliyeti açısından önemli olan CDS'ler düşmüş olmasına rağmen hala akran ülkeler olan Brezilya ve Güney Afrika'nın üstündedir.

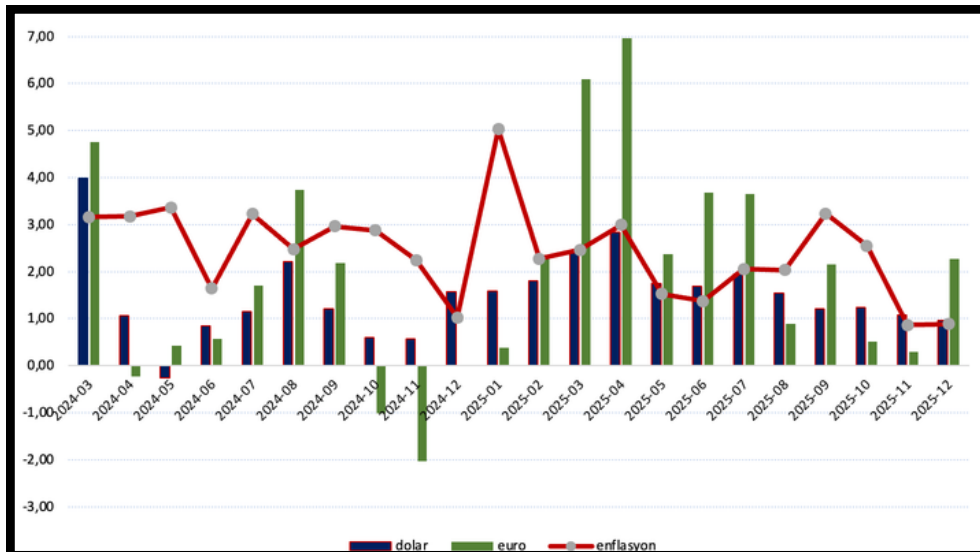
Şekil.21 Tahvil ve Hisse Senedi Girişleri
(Milyon Dolar)



Kaynak: TCMB

TCMB Enflasyon Raporu sunumunda, kur üzerindeki kontrolün 2026'da da devam etmesi beklendiğini ima etmiş ama Başkan Yardımcısı bunun sürdürülemez olduğunu da eklemiştir. TCMB Şubat ayında daha yüksek bir enflasyon beklemektedir. Euro/TL ise daha çok pariteye göre hareket etmektedir. TCMB ise bunu ihracatçı için bir fırsat olarak göstermektedir.

Şekil.22 Kurlardaki Değişim ve Enflasyon
(Aylık Değişim, %)



Kaynak: TCMB

Şubat ayı jeoekonomik gelişmeler, Ocak'tan devraldığı gündemi devam ettirmiştir. ABD'nin İran'a olası saldırısı piyasaları daha dalgalı bir hale sokmuştur. ABD'nin saldıracağı ile ilgili bir bilgi geldiğinde petrol fiyatları ve altın güçlenmektedir. Bu haberlerin etkisi geçince ise ters yönlü bir hareket gözlenmektedir.

Tarife belirsizliği Yüksek Mahkeme'nin tarifelerin önemli bir kısmını iptal etmesi ve ithalatçı firmaların ödedikleri vergileri geri alma ihtimalleri ile birlikte tekrar ortaya çıkmıştır. Trump mutlaka bunu telafi edecek başka vergiler bulacaktır. Ancak tüm bunlar belirsizlik yaratmaktadır.

Türkiye'de ise beklenenden yüksek gelen Ocak enflasyonu moralleri bozmuş, enflasyonla mücadelenin tıkanıp tıkanmadığı sorusunun daha fazla tartışılmasına neden olmuştur. Şubat ile ilgili beklentilerin de daha olumsuz olması bu soruların daha yüksek sesle sorulmasına yol açmıştır.

TCMB'nin bu ay toplantısının olmaması mevcut faiz oranı ile devam edilmesi sonucunu doğurmuştur. Ancak BDDK ve TCMB makro ihtiyati politikalarla; kredilerdeki kısıtları arttırmakta ve kredi kartı harcamalarını sınırlandırmaya çalışmaktadır. Ayrıca bu ay 2026'nın ilk enflasyon raporu da yayımlanmıştır. TCMB burada ara hedefi korumuş, ancak enflasyon ile ilgili beklentiye %15-21 aralığına yükseltmiştir. TCMB da enflasyon patikasındaki yükselmeyi ortaya koymuştur. Ayrıca basın toplantısında sorulan sorulara verilen cevaplardan faiz indirimlerinin devam edeceği, ancak bu faiz indirimlerinin 1 puan ya da altında olacağı şeklinde bir iletişim yapılmıştır.

Sanayi tarafında yıllık bazda iyi bir manzara olmasa da sektörel ayrışmalar devam etmektedir. Reel sektör güven endeksi ve de PMI'lar bazı sektörler için beklentilerin daha iyi olduğunu ortaya koymaktadır.

Dış dengede ise uzun süredir devam eden ılımlı açıkta bir bozulma görülmeye başlamıştır. 2025 yılında cari denge beklentilerin üzerinde 25 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu bozulma ne yazık ki önümüzdeki dönemde de devam edebilecektir. Diğer yandan dış finansman açısından ise daha olumlu bir evreye girilmiştir. 2026 başından beri sermaye girişleri başlamış ve de finansman açısından TCMB'nin elini rahatlatmıştır. Son dönemde TCMB'nin döviz piyasasında alım yönünde müdahale ettiği bilinmektedir.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



Derya Hekim



@drderyahekim



BUSİAD
BURSA SANAYİCİLERİ ve İŞİNSANLARI DERNEĞİ