



EKONOMİK GELİŞMELER RAPORU

2026 TEMMUZ

DOÇ. DR. DERYA HEKİM

İÇİNDEKİLER

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

YÖNETİCİ ÖZETİ

Temmuz 2026, üst üste gelen jeoekonomik şokların gölgesinde geçmiştir. Haziran ortasında imzalanan ABD-İran mutabakat zaptı, 7 Temmuz'da Hürmüz Boğazı'nda üç tankere düzenlenen saldırının ardından fiilen çökmüş; ABD-İran savaşı yeniden başlamıştır. 20 Temmuz'da Husi güçlerinin Suudi Arabistan'a "deniz ablukası" ilan etmesi ve 22 Temmuz'da Kızıldeniz'de iki Suudi tankerinin vurulması ile Bab-el-Mendeb Boğazı da baskı altına girmiş; iki kritik enerji koridorunun eş zamanlı biçimde risk altına girdiği tarihi bir konjonktür oluşmuştur. Brent petrol fiyatı 2 Temmuz'daki 70 dolar seviyesinden 23 Temmuz'da 102 dolar zirvesine tırmanmıştır. 24 Temmuz'da Trump yönetiminin 60 ülkeye yeni gümrük vergileri getirmesi ve Türkiye'nin %12.5'lik yüksek kategoride konumlanması, ABD pazarındaki rekabet gücünü AB, İngiltere ve Meksika karşısında zayıflatmıştır. Küresel merkez bankaları bu risklere karşı şahin bir duruş sergilemiş; Fed politika faizini %3.5-3.75 aralığında sabit tutarken 2026 PCE enflasyon beklentisini %2.7'den %3.6'ya yukarı revize etmiştir.

Türkiye ekonomisi bu dış çevre altında dezenflasyon programını iç talep zayıflığı ile dış maliyet baskısının çelişkili bileşimi içinde sürdürmüştür. Haziran ayı tüketici enflasyonu aylık %0.99, yıllık %32.11 seviyesinde gerçekleşerek Mayıs'a göre 0.50 puan gerilemiştir. Ancak hizmet enflasyonunun %39.64 düzeyinde katılığını sürdürmesi, dezenflasyon patikasının yapısal engelini oluşturmaktadır. Mayıs sanayi üretiminin yıllık bazda değişim göstermeyerek Nisan'daki %6'lık toparlanmayı geri alması ve Haziran PMI'nın 47.1'e gerileyerek 27. ay üst üste eşik altında kalması, iç talepteki zayıflığı teyit etmiştir. İşsizlik %8.2 seviyesinde yatay seyrederken atıl işgücü oranı %31'e yükselmiştir. Maliye politikası dezenflasyon sürecine katkı sağlar hale gelmiş; Haziran'da 114.2 milyar TL bütçe fazlası ve 315.8 milyar TL faiz dışı fazla kaydedilmiştir. Dış ticaret cephesinde Haziran ihracatı %21.9 artışla 24.9 milyar dolara ulaşarak tüm zamanların en yüksek Haziran değerini yakalamış; ancak ithalatın %23.1 artışla 35.3 milyar dolara çıkması açığı 10.4 milyar dolara genişletmiştir. Mayıs cari açığı 1.46 milyar dolar seviyesinde daralırken 3.3 milyar dolarlık rezerv erimesi finansman kompozisyonundaki kırılganlığı ortaya koymuştur.

YÖNETİCİ ÖZETİ

TCMB, 23 Temmuz PPK toplantısında politika faizini %37 seviyesinde sabit tutmuş; karar metninin şahinleşen tonu dezenflasyon kararlılığını teyit etmiştir. Rezerv görünümü Temmuz içinde iki keskin evre halinde gelişmiş; ayın ilk yarısında swap hariç net rezervler 40 milyar dolar eşiğini aşmışken 17 Temmuz haftasında 5.1 milyar dolarlık ani düşüşle 37.7 milyar dolara gerileyerek bu sembolik seviyenin altına inmiştir. Sektörel Enflasyon Beklentileri Anketi'nde hanehalkı beklentisi %44.94'e, reel sektör beklentisi %32.5'e gerilerken; piyasa katılımcılarının beklentisi ilk kez yukarı revize edilerek %23.95'e çıkmıştır.

Reel sektörün finansman ihtiyacına yanıt olarak 13 Temmuz'da açıklanan kredi paketi kapsamında YTAK programı limiti 750 milyar TL'ye çıkarılmış; imalat sanayii için 250 milyar TL'lik ek finansman desteği duyurulmuş ve toplam bir trilyon TL'lik uygun koşullu kredi imkânı gündeme gelmiştir. Söz konusu paket, yüksek faiz ortamında sıkışan reel sektöre nefes aldırma amacı taşımakla birlikte; parasal disiplin ile büyüme desteği arasındaki dengede yeni bir gerilim noktası oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemde Türkiye ekonomisi açısından iki temel değişken belirleyici olacaktır: petrol fiyatlarının 90-100 dolar bandında kalıcı hale gelip gelmeyeceği, hizmet enflasyonundaki katılığın son çeyrekte kırılabilme kapasitesi.

“

“Merkez bankacılığı bir sanattır, bilim değil; sanatın da en zoru zamanlamadır.”

Paul Volcker

”



Temmuz ayı, Haziran ortasında imzalanan ABD-İran mutabakat zaptının fiilen çöktüğü, Orta Doğu'da askeri çatışmanın yeniden başladığı ve Trump yönetiminin küresel ticaret sistemini yeniden şekillendiren tarife kararlarını yürürlüğe koyduğu yoğun bir jeoekonomik gündeme sahne olmuştur. Aynı ay içinde NATO'nun Ankara'da düzenlenen Liderler Zirvesi, Türkiye'nin savunma-diplomasi ekseninde konumunu güçlendirmekle birlikte; enerji koridorlarındaki kesintiler ve ABD'nin ticari baskıları söz konusu diplomatik kazanımı gölgede bırakmıştır.

7-8 Temmuz'da düzenlenen 36. NATO Liderler Zirvesi'nde, Ankara'da 50 milyar doları aşan yeni savunma sanayii alım duyuruları yapılmış; Ukrayna'ya 2026 yılı için 70 milyar avro tutarında askeri destek taahhüdü verilmiş ve 2025 Lahey Zirvesi'nde alınan GSYH'nın %5'i düzeyinde savunma harcaması hedefinin uygulamaya konulduğu teyit edilmiştir. Zirve öncesinde ABD tarafından Türkiye'ye 700 milyon doları aşan motor satışının Kongre'ye bildirilmesi ve sonuç bildirgesinde İran'ın Hürmüz Boğazı'nda seyrüsefer özgürlüğüne saygı göstermesi çağrısı, Türkiye'nin savunma sanayii üretim kapasitesi ve bölgesel jeostratejik pozisyonuna orta vadeli katkı sağlamıştır.

Haziran ortasında Trump ile İran Cumhurbaşkanı Pezeşkiyan tarafından imzalanan ve 60 günlük müzakere süreci öngören 14 maddelik mutabakat zaptı, bir ay geçmeden çökme sürecine girmiştir. 7 Temmuz'da Hürmüz Boğazı'nda üç petrol tankerine düzenlenen saldırıların ardından ABD, İran'a yönelik hava saldırılarını yeniden başlatmıştır. 8 Temmuz'da Trump'ın Ankara'da "İran'la mutabakatın bittiğini düşündüğünü" açıklaması, çerçeve anlaşmanın diplomatik olarak da geçerliliğini yitirdiğine işaret etmiştir. 12-13 Temmuz'da ABD Merkez Kuvvetler Komutanlığı geniş çaplı saldırılar düzenlemiş; İran misilleme olarak Katar, Bahreyn, Ürdün, Kuveyt, Umman ve BAE'deki askeri üsleri füze ve İHA'larla hedef almıştır. Kuveyt Petrol Şirketi'ne ait bir deniz sondaj platformu da bu misillemede vurulmuştur. İran, ABD'nin son müdahalelerini 14 maddelik mutabakat zaptının ihlali olarak nitelendirmiş; petrol muafiyetinin iptali ile birlikte anlaşma fiilen işlemez hale gelmiştir.

Savaşın yeniden başlamasıyla birlikte küresel enerji ticaretinin iki kritik geçiş noktası eş zamanlı biçimde risk altına girmiştir. Kpler verilerine göre Hürmüz Boğazı'nda gemi trafiği Temmuz'un ilk haftasında günlük yaklaşık 45 gemiden, 15-20 Temmuz döneminde günlük ortalama 12.5 gemiye kadar gerilemiştir. Aynı dönemde Hürmüz'deki güvenlik risklerini bertaraf etmek amacıyla Suudi Arabistan ham petrol ihracatının önemli bir bölümünü Kızıldeniz kıyısındaki Yanbu Limanı üzerinden yapmaya başlamıştır.



Ne var ki 16 Temmuz'da Tahran'ın Yemen'deki Husi milislerine Bab-el-Mendeb Boğazı'nı kapatmaya hazır olma talimatı vermesi, 20 Temmuz'da Husilerin Suudi Arabistan'a "deniz ablukası" ilan etmesi ve 22 Temmuz gecesi Kızıldeniz'de iki Suudi tankerinin İHA ve füzelerle vurulması ile birlikte alternatif rota da fiilen kapanma tehdidi altına girmiştir. Bab-el-Mendeb üzerinden yapılan Suudi ham petrol yüklemeleri iki hafta içinde 29.58 milyon varilden 19.50 milyon varile gerileyerek %34 düşüş kaydetmiş; 21 Temmuz'da boğazdan geçen gemi sayısı tek günde 44'ten 29'a inmiştir. Büyük konteyner şirketleri Kızıldeniz seferlerinin bir bölümünü askıya almış; tankerler saldırıya uğramamak için Afrika'yı dolaşan uzun rotaya yönelmiştir. İki boğazın aynı anda baskı altına girmesi Orta Doğu tarihinde ilk kez yaşanmakta olup; Brent petrolün 23 Temmuz'da varil başına 102 dolara ulaşarak 27 Mayıs'tan bu yana en yüksek seviyeyi görmesine yol açmıştır.

Şubat 2026'da ABD Yüksek Mahkemesi'nin Trump'ın acil durum yetkileriyle uyguladığı tarifeleri hukuka aykırı bulmasının ardından geçici çözüm olarak devreye alınan %10 oranındaki küresel tarifenin 150 günlük süresi 24 Temmuz Cuma günü sona ermiş; aynı gün 1974 tarihli Ticaret Yasası'nın 301. Bölümü çerçevesinde 60 ülkeye "zorla çalıştırma" gerekçesiyle yeni gümrük vergileri yürürlüğe konulmuştur. Söz konusu düzenleme, ABD ithalatının %99.4'ünü kapsayacak biçimde iki kademeli olarak yapılandırılmıştır. Zorla çalıştırma yoluyla üretilen ürünlerin ithalatına yasak getiren veya kısmi rejim uygulayan ticaret ortaklarına %10, söz konusu yasağı getirmeyen ülkelere ise %12.5 oranında tarife uygulanacaktır. %10'luk kategoride Avrupa Birliği, Birleşik Krallık, Hindistan, Meksika, Kanada, Endonezya, Malezya ve Pakistan yer alırken; Türkiye Çin, Vietnam, Rusya, Suudi Arabistan, Brezilya ve İsrail gibi ülkelerle birlikte %12.5'lik yüksek kategoride konumlanmıştır. Söz konusu tablo, Türkiye'nin ABD pazarındaki rekabet gücünü AB, İngiltere ve Meksika karşısında zayıflatan bir yapıya işaret etmektedir. Türkiye'nin 2025 yılında ABD'ye yaklaşık 17 milyar dolarlık ihracatının önemli bölümünü oluşturan otomotiv, makine, tekstil, çelik ve mücevher sektörlerinin söz konusu tarife yükünü doğrudan hissetmesi beklenmektedir.

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.

KÜRESEL MAKROEKONOMİK GÖRÜNÜM



ABD

ABD Merkez Bankası (Fed), Kevin Warsh başkanlığındaki ilk toplantıda 17 Haziran'da politika faizini %3.5-3.75 aralığında sabit tutmuş; söz konusu karar Temmuz toplantısı öncesinde piyasa fiyatlamalarını belirleyen ana referans noktası olmayı sürdürmüştür. Bu görünümü destekleyen ilk sinyaller, Haziran ayı tüketici fiyat verilerinden gelmiştir. Haziran'da manşet TÜFE aylık bazda %0.4 gerileyerek Nisan 2020'den bu yana en düşük aylık okuma kaydetmiş; yıllık enflasyon Mayıs'taki %4.2 seviyesinden %3.5'e inmiştir. Aynı ayda çekirdek TÜFE'nin aylık bazda değişim göstermeyerek Ocak 2021'den bu yana en düşük artışa işaret etmesi ve yıllık enflasyonun da %3.5 düzeyinde gerçekleşmesi ilk bakışta olumlu bir tablo sunmuştur. Ne var ki söz konusu iyileşmenin büyük ölçüde enerji fiyatlarındaki geçici düşüşten kaynaklandığı; benzin fiyatlarındaki %9.7'lik gerilemenin manşet göstergiyi aşağı çekmede belirleyici rol oynadığı değerlendirilmektedir. Söz konusu enerji kaynaklı düşüşün, Temmuz ayında Brent petrolün 100 doları görmesiyle tersine dönmeye başlaması, Ağustos ayında açıklanacak Temmuz TÜFE verilerinin belirgin biçimde yukarı yönlü sürpriz yaratabileceğine işaret etmektedir.

Fed Başkanı Warsh, Temmuz ortasında Kongre'de sunduğu Yarı Yıllık Para Politikası Raporu'nda enflasyonla mücadelede taviz vermeyeceklerini vurgulayarak fiyat istikrarı hedefinin henüz gerçekleşmediğini belirtmiştir. Söz konusu şahin ton, Fed içinde faiz artırımını tartışmalarının yeniden gündeme gelmesine yol açmış; piyasa katılımcıları arasında Eylül toplantısında 25 baz puanlık artırım olasılığı sınırlı da olsa fiyatlanmaya başlanmıştır. 29 Temmuz FOMC toplantısında politika faizinin sabit tutulacağı yönündeki beklentiler korunmakla birlikte, karar metninin tonu ve Warsh'ın basın toplantısındaki değerlendirmeleri yılın kalan yarısına ilişkin para politikası patikasını şekillendirecektir. Bu arada, ABD'de ilk kez işsizlik maaşı başvurusunda bulunanların sayısının 18 Temmuz haftasında 187 bine gerilemesi, işgücü piyasasının Fed'e sıkı duruşunu sürdürme yönünde alan tanımaya devam ettiğini göstermektedir.

Euro Bölgesi

Avrupa Merkez Bankası (ECB), 23 Temmuz tarihli toplantısında üç temel politika faizini sabit tutmuş; mevduat faizi %2.25, ana refinansman faizi %2.40 ve marjinal fonlama faizi %2.65 seviyesinde korunmuştur. Söz konusu karar, Haziran toplantısında Eylül 2023'ten bu yana ilk kez 25 baz puanlık artırıma giderek yönünü değiştiren ECB'nin, jeopolitik risklerin sürdüğü bir konjonktürde bekle-gör pozisyonunu benimsediğini göstermektedir. Karar metninde enerji fiyatlarına ilişkin görünümün "yüksek oynaklığını koruduğu" ve Orta Doğu savaşının yol açtığı enerji şokunun enflasyon üzerindeki tam etkisinin henüz ortaya çıkmadığı vurgulanarak, para politikasının enflasyonun orta vadede %2 hedefinde istikrar kazanmasını sağlayacak biçimde şekillendirilmeye devam edeceği belirtilmiştir.



ECB Başkanı Lagarde, basın toplantısında Orta Doğu'daki gelişmelerin enflasyon baskısının devam etmesine sebep olduğunu belirtmiş; söz konusu değerlendirme, Eylül toplantısında bir faiz artırımını ihtimalinin masada tutulduğunu düşündürmüştür.

Enflasyon cephesindeki veriler, ECB'nin manevra alanını görece rahatlatmıştır. Euro Bölgesi yıllık HICP enflasyonu Haziran'da Mayıs'taki %3.2 seviyesinden %2.8'e gerilemiştir. Almanya'da yıllık enflasyon Haziran'da %2.6'dan %2.3'e inerek Şubat'tan bu yana en düşük seviyeyi kaydetmiş; enerji fiyatlarındaki baskıların azalması (%6.6'dan %3.4'e) belirleyici olmuştur. Ne var ki hizmetler enflasyonunun %3.1'de sabit kalması ve çekirdek enflasyonun %2.5'te tutunması, temel fiyat baskılarının tamamen zayıflamadığını ortaya koymaktadır. Fransa'da Mayıs HICP'sinin %2.8'e, İtalya'da %3.3'e ulaşması ise Bölge içinde enflasyonun heterojen bir seyir izlediğini teyit etmiştir.

Reel ekonomik görünüm daha zayıftır. Euro Bölgesi ekonomisi 2026'nın ilk çeyreğinde güçlü bir büyüme kaydetmemiş; güncellenen Eurostat verilerinde çeyreklik bazda yatay seyretmiştir. Haziran bileşik PMI'nın 50,0 ile büyüme-daralma eşiğinde kalmasının ardından, Temmuz öncü göstergesi 51,9'a yükselerek yılın üçüncü çeyreğine daha olumlu bir başlangıca işaret etmiştir. Fransa'da özel sektör faaliyeti Haziran'da altıncı ay üst üste daralırken, ülke ve sektör bazındaki ayrışma devam etmiştir.

Çin

Çin ekonomisi 2026 yılının ikinci çeyreğinde piyasa beklentilerinin altında kalarak yıllık bazda %4.3 büyümüş ve ilk çeyrekteki %5'lik büyüme hızına kıyasla belirgin biçimde yavaşlamıştır. Mevsim etkilerinden arındırılmış çeyreklik büyüme %0.9 düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylece Çin ekonomisi yılın ilk yarısında %4.7 büyüyerek hükümetin 2026 yılı için belirlediği %4.5–5 aralığındaki büyüme hedefiyle uyumlu bir performans sergilemiştir. Bununla birlikte ihracat ve sanayi üretimindeki güçlü seyir, zayıf tüketim ve yatırımları ancak kısmen dengelemiş; ekonominin üretim ve dış talep ağırlıklı yapısı devam etmiştir.

Haziran ayında sanayi üretimi yıllık %5.3 artmış ancak sabit varlık yatırımları Ocak–Haziran döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %5.7 azalmıştır. Daralma gayrimenkul geliştirme yatırımlarında %18'e, altyapı yatırımlarında %2.4'e ve imalat yatırımlarında %1.2'ye ulaşmıştır. Gayrimenkul hariç sabit yatırımların da %2.7 gerilemesi, yatırım zayıflığının yalnızca konut sektöründen kaynaklanmadığını göstermektedir. Öte yandan yüksek teknoloji yatırımlarının %4.6 artması, Çin ekonomisindeki sektörel ayrışmanın devam ettiğine işaret etmektedir.

ABD'nin Temmuz sonunda Çin'i de kapsayan yeni tarifeleri yürürlüğe koyması ve aşırı kapasite ile ticari uygulamalara ilişkin yeni önlemlerin gündemde bulunması, Çin'in ihracata dayalı büyüme performansı üzerindeki dış ticaret risklerini artırmaktadır.

Emtia piyasaları

Temmuz ayında küresel emtia piyasaları, ABD-İran gerginliğinin yeniden tırmanması, Yemen'deki Husi güçlerinin Suudi Arabistan'a yönelik deniz ablukası ilan etmesi ve Kızıldeniz ile Hürmüz Boğazı'nda enerji sevkiyat koridorlarına dönük risklerin belirginleşmesi ile derinden çalkantılı bir seyir izlemiştir. Söz konusu jeopolitik gelişmeler yalnızca enerji piyasalarında değil, güvenli liman varlıklarında, endüstriyel metallerde ve tarımsal girdilerde de birbirinden ayrılmakla birlikte birbirini besleyen dinamiklere yol açmıştır.

Enerji fiyatlarındaki gelişmeler, ayın en dramatik hareketlerinin gözlemlendiği alan olmuştur. 2 Temmuz'da varil başına 70.14 dolar seviyesine kadar gerileyerek son bir ayın en düşük değerine ulaşan Brent ham petrol fiyatı; ABD-İran gerginliğinin yeniden tırmanması, ardından 20 Temmuz'da Yemen'deki İran destekli Husilerin Suudi Arabistan'a karşı "deniz ablukası" ilan etmesi ve 22 Temmuz gecesi Kızıldeniz'de Suudi Arabistan'a ait iki petrol tankerinin insansız hava araçları ile hedef alınmasıyla hızlı bir tırmanış eğrisine geçmiştir. 22 Temmuz'da 94.07 dolardan kapanan Brent'in vadeli varil fiyatı, 23 Temmuz'da gün içinde 102 dolar zirvesini görmüştür. Söz konusu tablo, ithal enerji faturasının yıllık yaklaşık 55-60 milyar dolar seviyesinde seyrettiği Türkiye ekonomisi için ciddi bir dış denge riski oluşturmaktadır.

Şekil.1 Brent Petrol Vadeli Fiyatı



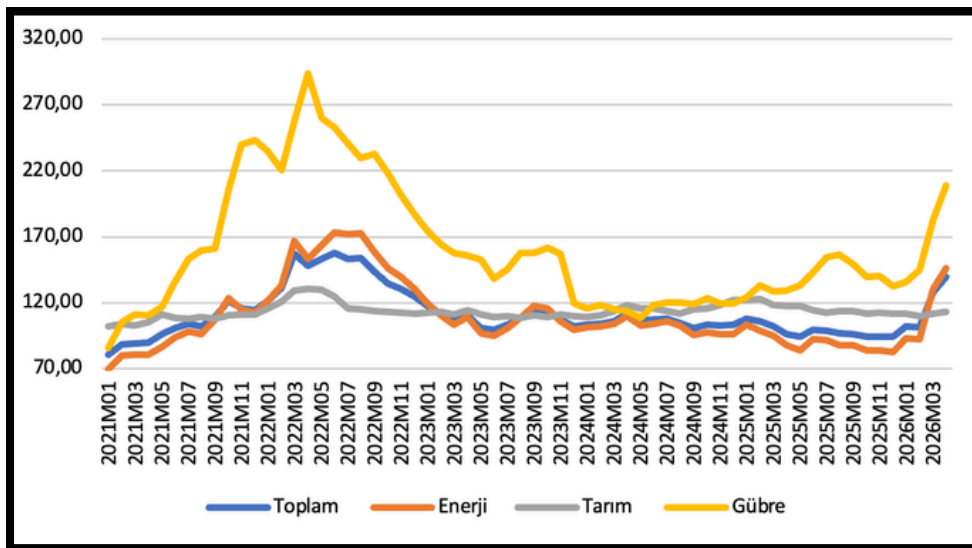
Kaynak: Investing

Altın piyasasında Temmuz ayı ikili bir hikayenin okunmasına imkân tanımıştır. Haziran ortasında ABD-İran mutabakat zaptının açıklanmasının ardından Haziran ayında spot gram altın yaklaşık %9.95 oranında değer kaybı yaşamış; 1 Temmuz itibarıyla ons altın 3979 dolar, gram altın 5970 TL seviyesinden Temmuz ayına başlamıştır. Ayın ilerleyen günlerinde Orta Doğu'daki gerginliğin yeniden tırmanmasıyla altın fiyatlarında toparlanma eğilimi belirginleşmiş; 23 Temmuz'da ons altın 4118 dolar seviyesine ulaşarak son iki haftanın en yüksek seviyesine yakın seyretmiştir.

Küresel altın piyasasındaki temel yapısal talep unsuru merkez bankalarının rezerv kompozisyonunda altına yönelmeye devam etmesidir. OMFIF anketine göre gelişmekte olan ülke merkez bankalarının rezervlerini çeşitlendirme eğilimi güçlü biçimde korunmakta; söz konusu talep altın fiyatlarındaki tabanı desteklemektedir. Büyük yatırım kuruluşlarının 2026 yıl sonu ons altın tahminleri belirgin biçimde yukarı yönlüdür. Goldman Sachs 4900 dolar, Bank of America 4800 dolar, Morgan Stanley ise 2026'nın ikinci yarısı için 5200 dolar öngörüsüne yer vermektedir.

Altında iki yönlü hareket izlenmektedir. Birincisi merkez bankalarının altın alımları devam etmektedir ve de bu altında yukarı yönlü bir trend olduğunu göstermektedir. Ancak yüksek faiz ortamı herhangi bir getirisi olmayan altının fiyatını aşağı yönlü baskılamaktadır. Hangi etkinin daha baskın olacağı petrol fiyatının hangi seviyede kalacağına ve de merkez bankalarının bu enflasyonist baskıda faiz tepkisini nasıl vereceğine bağlı olacaktır.

Şekil.2 Emtia Endeksleri



Kaynak: Dünya Bankası



Endüstriyel metaller Temmuz ayında ortak bir yön izlemekten ziyade arz koşulları, Çin talebi ve ABD'nin ticaret politikası beklentilerine bağlı olarak ayrıışmıştır. Çin ekonomisinin ikinci çeyrekte beklentilerin altında büyümesi ve gayrimenkul yatırımlarındaki sert daralma, metallerin talep görünümü üzerinde baskı yaratırken; düşük stoklar, güçlü Çin ithalatı ve ABD'nin olası tarife adımları özellikle bakır fiyatlarını desteklemiştir. Bu nedenle ay ortasından itibaren genele yayılan belirgin bir satış baskısından ziyade yüksek oynaklık ve metal bazında ayrıışmadan söz etmek daha doğru olacaktır.

24 Temmuz 2026 tarihli LME üç ay vadeli resmî fiyatlarına göre bakır 13.617 dolar/ton, alüminyum 3.160,50 dolar/ton, çinko 3.592 dolar/ton, kurşun 1.902 dolar/ton, kalay 53.500 dolar/ton ve nikel 17.430 dolar/ton düzeyinde gerçekleşmiştir. Alüminyum fiyatının haziran başındaki zirvesinden gerilemesinde Körfez'deki üretim kesintilerine ilişkin arz risk priminin azalması ve Çin ile Endonezya kaynaklı arz artışı etkili olmuştur. Demir cevheri fiyatı ise yaklaşık 99 dolar/ton seviyesinde kalarak 100 dolar eşiğinin hemen altında seyretmiştir. Çin'in güçlü demir cevheri ithalatı fiyatları desteklerken, yüksek stoklar, zayıf gayrimenkul faaliyetleri ve Avustralya, Brezilya ve Gine kaynaklı arz artışı yukarı yönlü hareketi sınırlandırmıştır.

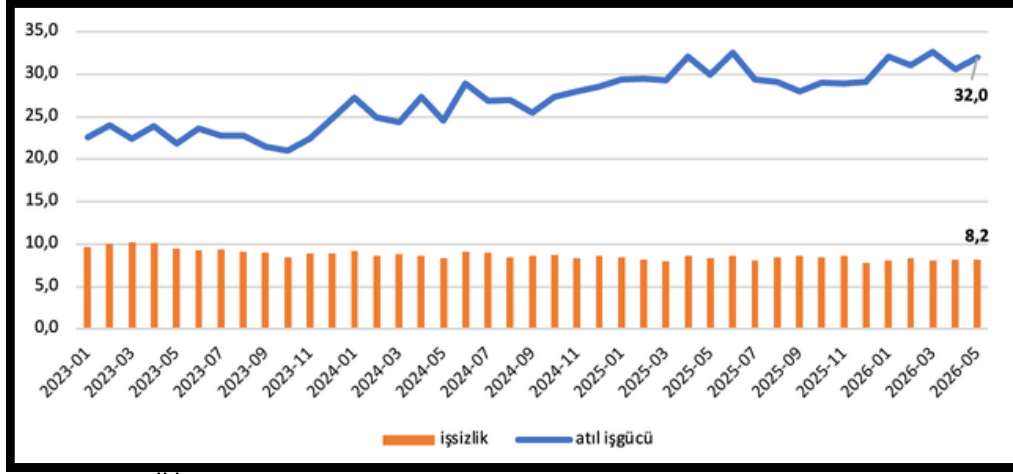
Gübre piyasasındaki Temmuz ayı seyri, hem Hürmüz Boğazı'ndaki lojistik risklerin yansımalarını hem de küresel enerji fiyatlarındaki tırmanışın etkilerini bir arada barındıran karmaşık bir tablo sunmuştur. Dünya Bankası'nın "Emtia Piyasaları Görünümü" raporunda küresel gübre fiyatlarının 2026 yılında %30'un üzerinde artabileceği öngörüsüne yer verilmiş; söz konusu değerlendirmede Orta Doğu'daki jeopolitik gerilimler ve Hürmüz Boğazı'ndaki ticaret akışlarında yaşanan aksaklıklar temel risk faktörleri olarak sıralanmıştır.

Temmuz ayında Husilerin Kızıldeniz ablukası ve Brent petrolün 100 doları aşması ile birlikte üre başta olmak üzere azotlu gübrelerde yeni bir tırmanış dalgasının başlaması beklenmektedir. Fosfat kaynaklı gübreler cephesinde de MAP ve DAP fiyatlarındaki yüksek seyir korunmakta; potas fiyatlarında ise nispeten istikrarlı bir bant içinde hareket sürmektedir. Türkiye'nin gübre ihtiyacının yaklaşık %55-60'ının ithalat yoluyla karşılandığı dikkate alındığında; küresel gübre fiyatlarındaki artışın hem tarımsal girdi maliyetleri hem de nihai gıda fiyatları üzerinden Türkiye enflasyonuna doğrudan yansıma potansiyeli bulunmaktadır. 2027 yılı ekim döneminin planlaması yapılan Ağustos-Ekim aylarında söz konusu baskının belirginleşmesi durumunda, tarımsal maliyet baskısı gıda enflasyonunun dezenflasyon patikasına en fazla direnç gösteren kalem olma niteliğini sürdürecektir.

İşsizlik

Mayıs 2026'da işsizlik oranı %8.2 düzeyinde yatay seyrini korumuştur. Mayıs'ta istihdam edilenlerin sayısı 285 bin kişi artarak Mart 2025'ten bu yana en güçlü aylık artışı kaydetmiş; buna karşılık işgücü de 293 bin kişi genişlemiştir. Bir başka ifadeyle, Nisan ayında iş aramaktan vazgeçerek işgücü dışına çıkan hanehalklarının önemli bir bölümü Mayıs'ta piyasaya geri dönmüştür. Ne var ki yaratılan istihdam, işgücündeki bu genişlemeyi tam olarak karşılayamamış; işsiz sayısı 9 bin kişi ile sınırlı da olsa artmıştır.

Şekil.3 İşsizlik ve Atıl İşgücü
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

Görünümün ikinci ve daha çarpıcı boyutu atıl işgücü oranındaki artıştır. Nisan'da %30.1 düzeyinde ölçülen atıl işgücü oranı Mayıs'ta 0.9 puan yükselerek %31 seviyesine ulaşmıştır. Manşet işsizliğin sabit kaldığı bir dönemde geniş tanımlı işsizlik göstergesinin yükselmesi, zamana bağlı eksik istihdam ile potansiyel işgücündeki artışın manşete yansımaya yansımayan bir zayıflamaya işaret ettiğini ortaya koymaktadır. Ekonomide her üç kişiden yaklaşık birinin eksik istihdam edildiği ya da çalışmaya hazır olmasına karşın işgücü dışında kaldığı yapısal tablo, bir önceki döneme göre bozulmaya başlamıştır. Manşet ile atıl işgücü arasındaki bu ayrışma, dezenflasyon programının yavaşlattığı iktisadi faaliyetin işgücü piyasası üzerindeki etkisinin, resmi işsizlik oranının önerdiğinden daha derin olduğunu göstermektedir.

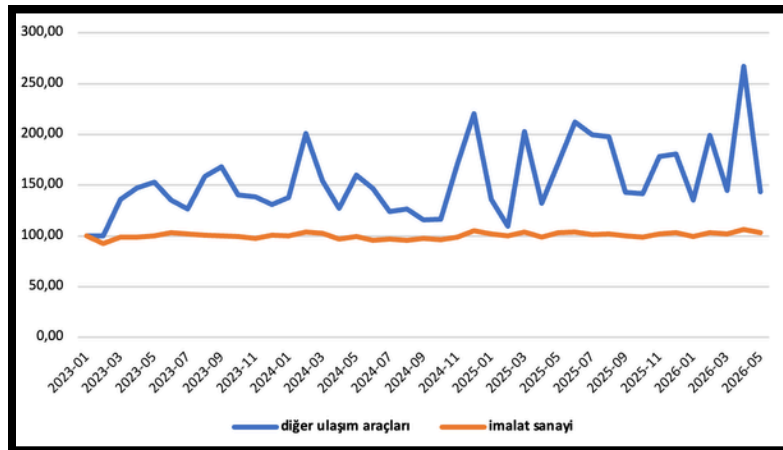
Genç nüfusa (15-24 yaş grubu) ilişkin veriler bu bozulmayı desteklemektedir. Söz konusu grupta işgücündeki 102 bin kişilik artışa karşılık istihdam yalnızca 63 bin kişi artmış; işsiz sayısındaki 38 binlik yükseliş ile birlikte genç işsizlik oranı %14.4 düzeyinden %14.8 seviyesine çıkmıştır. Manşet işsizliğin neredeyse iki katı seviyede seyreden genç işsizlik, beşeri sermaye birikimi ve işgücü piyasasına giriş dinamikleri bakımından yakından izlenmesi gereken bir kırılma noktası olmayı sürdürmektedir.

Reel Sektör

Mayıs ayı sanayi üretim verileri, Nisan ayında belirlenen güçlü toparlanmanın kalıcı bir ivmelenmeye dönüşemediğini açıkça ortaya koymaktadır. Takvim etkisinden arındırılmış endeks Mayıs'ta yıllık bazda değişim göstermeyerek yatay seyrederken; mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış aylık üretim %2.9 oranında daralmıştır. Bu görünüm, Nisan'daki yıllık %6.1'lik artışın ve aylık %3.8'lik sıçramanın büyük ölçüde geri alındığı anlamına gelmekte; sanayideki toparlanmanın tek seferlik bir hareket niteliği taşıdığını teyit etmektedir.

Alt sektör kırılımı bu tabloyu daha da anlamlı kılmaktadır. Nisan'da sanayi üretimindeki toparlanmanın omurgasını oluşturan imalat sanayii, Mayıs'ta yıllık bazda yalnızca %0.3 büyüebilmiş; aylık bazda ise %3.3 daralmıştır. Bir başka ifadeyle, Nisan'da imalat sanayiini yukarı çeken faktörlerin büyük bölümü tek ay içinde etkisini kaybetmiştir. Madencilik ve taş ocakçılığı sektörünün yıllık %5 daralması, elektrik ve gaz üretiminin yıllık artışının %1 ile sınırlı kalması da genel görünümdeki zayıflamayı desteklemektedir. Nisan raporunda değerlendirildiği üzere imalat sanayindeki güçlü performansın önemli bir bölümü diğer ulaşım araçları alt sektöründeki oynak seyre bağlıydı; Mayıs'ta bu sektördeki normalleşmenin toplam endeks üzerinde belirleyici bir etki yarattığı düşünülmektedir. Ne var ki söz konusu normalleşme, sanayideki genel görünümün ne kadar dar bir tabana yaslandığını da göstermiştir.

Şekil.4 Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak: TÜİK

Yılın ikinci yarısına ilişkin ilk sinyallerin okunabildiği Mayıs verileri, sanayideki yavaşlamanın hizmet ve inşaat sektörlerinde de yankı bulduğuna işaret etmektedir. Hizmet üretim endeksi Nisan'daki yıllık %2.2'lik artışın ardından Mayıs'ta yıllık %0.2 oranında gerilemiş; aylık bazda da %0.4 küçülmüştür.



Alt kalemlere bakıldığında turizm sezonunun açılmasıyla konaklama ve yiyecek hizmetlerinde yıllık %5.8'lik güçlü artış kaydedilmiş; ancak endeks içinde daha yüksek ağırlığa sahip ulaştırma ve depolama hizmetlerinin %3.7, bilgi ve iletişim hizmetlerinin %3.3 ve gayrimenkul hizmetlerinin %4.3 oranlarında daralması, genel endeksin aşağı yönlü çekilmesinde belirleyici olmuştur.

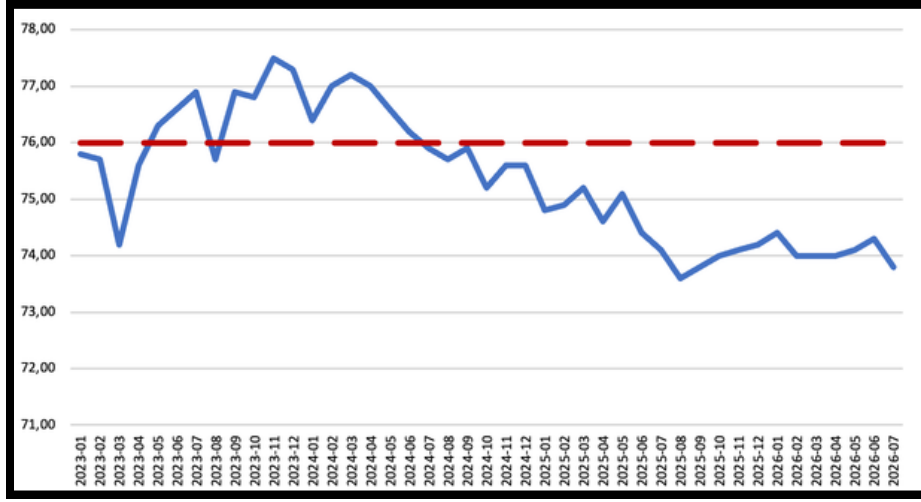
İnşaat sektöründeki görünüm daha da olumsuzdur. İnşaat üretim endeksi Mayıs'ta yıllık %3, aylık bazda %0.4 oranında gerilemiştir. Sektör içinde bina inşaatının yıllık %4.5 daralması dikkat çekerken, bina dışı yapıların inşaatının yıllık %6.2 artışı görece olumlu bir sinyal olarak öne çıkmıştır. Söz konusu ayrışma, kamu altyapı ve enerji-savunma odaklı yatırımların bina inşaatındaki daralmayı kısmen dengelediğini göstermektedir.

TCMB tarafından yayımlanan İmalat Sanayii Kapasite Kullanım Oranı verileri, sanayideki zayıflamanın ikinci çeyreğin ardından da sürdüğünü teyit etmiştir. Temmuz ayında mevsimsel etkilerden arındırılmamış kapasite kullanım oranı bir önceki aya göre 0.6 puan azalarak %73.9 seviyesine gerilemiş; söz konusu oran Haziran ayında %74.5 düzeyindeydi. Mevsimsellikten arındırılmış kapasite kullanım oranı ise 0.5 puan gerileyerek %73.8'e inmiştir. Bir önceki yıl aynı dönemde (Temmuz 2025) ham endeksin %74.2 düzeyinde bulunduğu dikkate alındığında, kapasite kullanımının yıllık bazda da gerilediği görülmektedir.

Mal grupları itibarıyla kırılım özellikle önem taşımaktadır. Haziran ayında imalat sanayindeki toparlanmanın önemli göstergesi olarak öne çıkan yatırım mallarındaki güçlü performansın Temmuz'da sürdürülemediği anlaşılmaktadır. Tüketim mallarında kapasite kullanım oranı Haziran'daki %71.8 seviyesinden Temmuz'da %71.4'e gerilemiş; dayanıklı tüketim mallarında %67.9'dan %67.1'e, dayanıksız tüketim mallarında ise %72.6'dan %72.3'e düşüş kaydedilmiştir.

Dayanıklı tüketim mallarındaki bu gerileme, kredi sıkılaştırmasının ve hanehalkı harcanabilir gelirindeki baskının doğrudan yansıması olarak değerlendirilebilir. Sektörel bazda ise en düşük kapasite kullanım oranının %58.7 ile deri sektöründe kaydedilmesi, tekstil-hazır giyim-deri ekseninde derinleşen bir yapısal sorunun sinyallerini vermeye devam etmiştir.

Şekil.5 Kapasite Kullanım Oranı
(%)

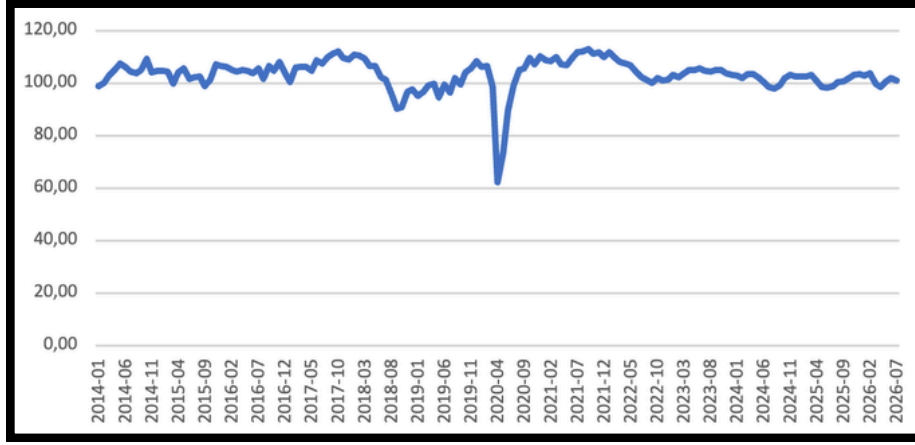


Kaynak: TCMB

Temmuz ayı Reel Kesim Güven Endeksi verileri, tüm bu gelişmeleri yansıtan bir tablo ortaya koymuştur. Mevsimsellikten arındırılmış Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE-MA) bir önceki aya göre 0.8 puan azalarak 101.2 seviyesine, arındırılmamış endeks ise 1.3 puan gerileyerek 102.2 seviyesine inmiştir. Endekslerin hâlâ 100 eşik değerinin üzerinde seyretmesi görece bir iyimserlik korunduğuna işaret etse de, alt kalemler daha karışık bir görünüm sunmaktadır. Gelecek üç aya ilişkin ihracat sipariş miktarı, toplam istihdam, üretim hacmi beklentileri ve mevcut mamul mal stoklarına ilişkin değerlendirmeler endeksi yukarı yönlü etkilerken; sabit sermaye yatırım harcaması, mevcut toplam sipariş miktarı, son üç aydaki sipariş miktarı ve genel gidişata ilişkin değerlendirmeler endeksi aşağı çekmiştir. Bu bileşim, sanayicinin geleceğe yönelik iyimserliğini büyük ölçüde koruduğunu, ancak mevcut siparişler ve yatırım iştahı gibi somut göstergelerde kötümserliğin ağırlık kazandığını ortaya koymaktadır.

Ankete katılan işyerlerinin %56.9'unun üretimlerini kısıtlayan herhangi bir faktör bulunmadığını belirtmesine karşın; %12.7'sinin talep yetersizliğini üretimi kısıtlayan en önemli faktör olarak göstermesi ve bunu mali imkânsızlıkların takip etmesi, dezenflasyon programının sanayi tarafındaki bedelinin iç talep ve finansman koşulları üzerinden ödendiğini teyit etmektedir. Reel kesimin 12 ay sonrasına ilişkin yıllık ÜFE beklentisinin bir önceki aya göre 0.2 puan gerileyerek %31.3 düzeyine inmesi ise, maliyet baskılarına dair beklentilerde sınırlı bir iyileşme olduğunu göstermektedir.

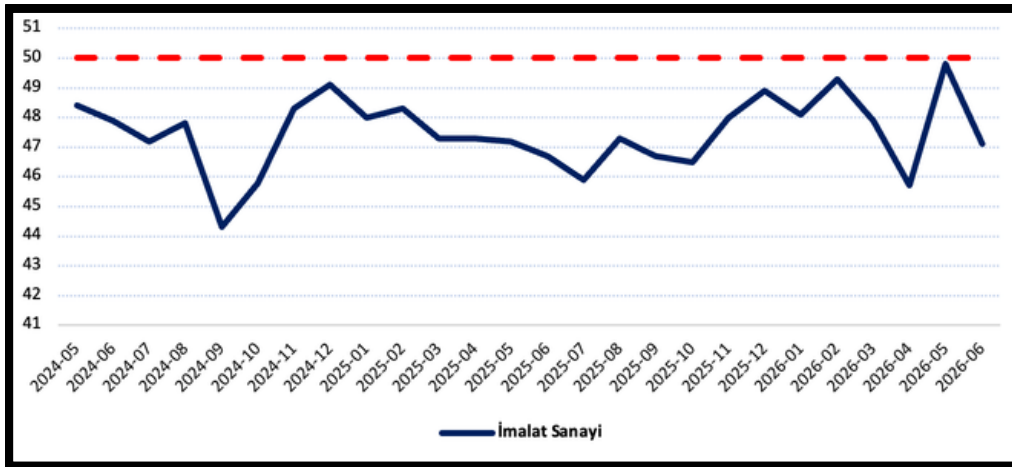
Şekil.6 Reel Kesim Güven Endeksi



Kaynak: TCMB

İmalat sanayindeki öncü göstergelerin en dikkat çekici olanı olan İSO Türkiye İmalat PMI, Mayıs'ta 49.8 düzeyine ulaşarak eşik değere yaklaşmışken, Haziran'da 47.1 seviyesine gerileyerek belirgin bir kötüleşme sinyali vermiştir. Bir başka ifadeyle endeks, 50 eşik değerinin altındaki seyrini kesintisiz 27. ayına taşımıştır. Mayıs raporunda "yeni ihracat siparişlerinin 20 ay süren daralma döneminin ardından ilk kez büyüme bölgesine geçmesi" olumlu bir gelişme olarak yorumlanmış; ancak bunun kalıcı bir düzelme mi yoksa savaş kaynaklı ihtiyati stok etkisi mi olduğunun izlenmesi gerektiği vurgulanmıştı. Haziran verileri bu ihtiyatlı yorumu doğrulamış; jeopolitik gerilimin bir miktar hafiflemesiyle birlikte öne çekilen taleplerin geri çekilmesi ve yeni siparişlerdeki düşüşün yeniden hız kazanması, üretimin, istihdamın ve satın alma faaliyetlerinin azalmasına yol açmıştır.

Şekil.7 İmalat PMI



Kaynak: S&P Global, İSO

Maliye Politikası

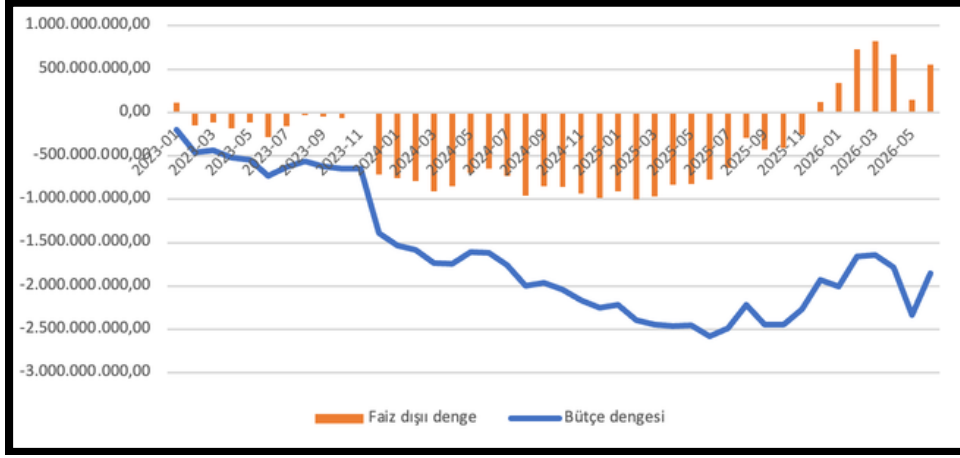
Haziran ayı bütçe verileri, Mayıs'ta belirgin biçimde bozulan tablonun ardından ilk bakışta belirgin bir toparlanma izlenimi vermektedir. Merkezi yönetim bütçesi Haziran'da 114.2 milyar TL fazla verirken, faiz dışı denge 315.8 milyar TL ile güçlü bir fazlaya ulaşmıştır. Söz konusu performans, Haziran 2025'te bütçenin 54.5 milyar TL faiz dışı açık verdiği dikkate alındığında yıllık bazda ciddi bir iyileşmeye işaret etmekte; Mayıs ayındaki 298.2 milyar TL'lik açığın ardından bütçenin fazlaya dönmesi olumlu bir sinyal olarak değerlendirilebilir.

Haziran ayı bütçe fazlasının arkasındaki en belirleyici unsur, gelir cephesindeki yıllık %66'lık artıştır. Bütçe gelirleri Haziran'da 1 trilyon 509.6 milyar TL'ye ulaşmış; vergi gelirleri ise yıllık bazda %72 gibi çarpıcı bir oranda genişleyerek 1 trilyon 320 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Ne var ki söz konusu sıçramanın önemli bir bölümü, Mayıs ayında bayram tatili nedeniyle Haziran'a ertelenmiş olan gelir vergisi ve KDV tahsilatlarının bu ayda toplu olarak gerçekleşmesinden kaynaklanmıştır. Vergi gelirlerinin gerçek eğilimi, iki ayın ortalaması üzerinden değerlendirildiğinde, artışın yıllık enflasyonun sınırlı üzerinde seyrettiği görülmektedir.

Harcama tarafındaki tablo, mali dengeye ilişkin ikinci ve daha yapısal bir mesaj taşımaktadır. Haziran ayında merkezi yönetim bütçe giderleri yıllık bazda yalnızca %12.6 oranında artarak 1 trilyon 395.5 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu, TÜFE enflasyonunun (%32.11) belirgin biçimde altındaki bir artış oranıdır ve harcamalarda reel bir sıkılaştırmanın sürdüğünü göstermektedir. Ancak bu ılımlı manşetin arkasında karışık bir kompozisyon bulunmaktadır. Faiz giderleri yıllık bazda %26.9 oranında gerileyerek 201.6 milyar TL'ye inmiş; bu da bütçe dengesine tek başına önemli bir katkı sağlamıştır. Buna karşılık personel giderleri yıllık %40.3 oranında artarak 389.5 milyar TL'ye ulaşmış; faiz dışı harcamalardaki %23.9'luk artışın motoru büyük ölçüde bu kalem olmuştur. Faiz yükündeki bu belirgin gerileme, geçen yılın aynı ayında yoğunlaşan enflasyona endeksli tahvil ödemelerinin bu yıla düşmemesinden ve TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin görece istikrarlı seyretmesinden kaynaklanmaktadır. Öte yandan Temmuz ayında yürürlüğe giren memur ve emekli maaş zamlarının, personel giderleri kanalıyla yılın ikinci yarısında bütçe üzerindeki baskıyı yeniden artırması beklenmektedir.

Kümülatif tablonun analizi, resmin daha net görülmesini sağlamaktadır. 2026 yılının Ocak-Haziran döneminde merkezi yönetim bütçe açığı 942.8 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiş; Ocak-Mayıs döneminde 1 trilyon 57 milyar TL'ye ulaşan açık, Haziran fazlasının etkisiyle gerilemiştir. Aynı dönemde faiz dışı denge 521.4 milyar TL fazla vermiş; bir önceki yılın aynı dönemindeki 185.5 milyar TL'lik faiz dışı fazlaya kıyasla önemli bir iyileşme sergilemiştir. Bununla birlikte, ilk altı ayda gerçekleşen bütçe açığının 2026 yılı için öngörülen 2 trilyon 713 milyar TL'lik hedefin %34.8'ini oluşturması, yılın kalan yarısında hedefin aşılmayacağı yönünde şimdilik ihtiyatlı bir iyimserliğe alan bırakmaktadır. Aynı zamanda ilk altı ayda faiz giderlerinin 1 trilyon 464 milyar TL'ye ulaşması ve bütçe giderlerinin yaklaşık %16.8'ini oluşturması, sıkı para politikası duruşunun kamu maliyesi üzerindeki doğrudan maliyetinin sürdüğünü göstermektedir.

Şekil.8 Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge
(Milyon TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

12 aylık kümülatif göstergeler ise resmin arka planındaki eğilimlerin yönünü açıkça ortaya koymaktadır. 12 aylık merkezi yönetim bütçe açığının GSYH'ye oranı Haziran itibarıyla %2.61'e gerilemiştir.

Ocak-Haziran döneminde jeopolitik gerilim kaynaklı olarak yükselen petrol fiyatları karşısında akaryakıt vergilerini sabit tutmayı hedefleyen eşel mobil sisteminin ÖTV gelirleri üzerindeki aşındırıcı etkisi sürmüştür. Öte yandan, önümüzdeki dönemde artan petrol fiyatları nedeniyle eşel mobil sisteminde yeniden bir ayarlama yapılma ihtimali risk olarak durmaktadır.

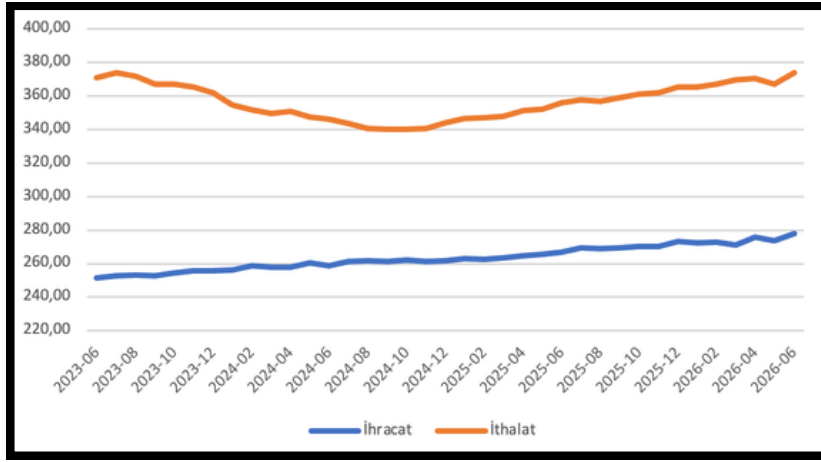
Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi

Haziran ayı dış ticaret verileri, ilk bakışta güçlü bir ihracat performansına işaret etmekle birlikte, ithalat cephesindeki daha hızlı büyümenin dış ticaret açığını yeniden derinleştirdiği çok yönlü bir tablo sunmaktadır. Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan geçici verilere göre Haziran ayında ihracat bir önceki yılın aynı ayına göre %21.9 oranında artarak 24.9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Ancak aynı dönemde ithalat %23.1 oranında artarak 35.3 milyar dolara yükselmiş; dış ticaret açığı yıllık %26.3 artışla 10.4 milyar dolara ulaşmıştır. İhracatın ithalatı karşılama oranı Haziran'da %70.6 seviyesinde gerçekleşmiş; Ocak-Haziran döneminin altı aylık kümülatif oranı %71.9 olarak belirginleşmiştir.

Ocak-Haziran döneminin genel görünümüne bakıldığında, ihracatın yıllık %3.6 artışla 136 milyar dolara, ithalatın %4.6 artışla 189.1 milyar dolara ulaştığı görülmektedir. Yılın ilk yarısında dış ticaret açığı, geçen yılın aynı dönemine kıyasla %7.4 artarak 53.9 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu tablo, Haziran ayı manşet rakamlarındaki güçlü performansın büyük ölçüde geçen yılın düşük bazından beslenen yıllık karşılaştırmanın etkisiyle ortaya çıktığını göstermektedir.

Kümülatif ölçekte ihracatın %3.6, ithalatın %4.6 oranında büyümesi, yıl genelindeki asıl eğilimi daha doğru yansıtmakta; ihracat ile ithalat arasındaki bir puanlık fark, dış ticaret açığındaki genişlemeyi mekanik olarak zorunlu kılmaktadır. Yıllıklandırılmış rakamlarda ise dış ticaret açığının 95.8 milyar dolara ulaşarak bir önceki yılın aynı dönemine göre %7.4 oranında artması, orta vadeli eğilimin toparlanmadan çok kademeli bir bozulma yönünde olduğunu teyit etmektedir.

Şekil.9 İhracat ve İthalat
(12 Aylık Kümülatif, Milyar Dolar)

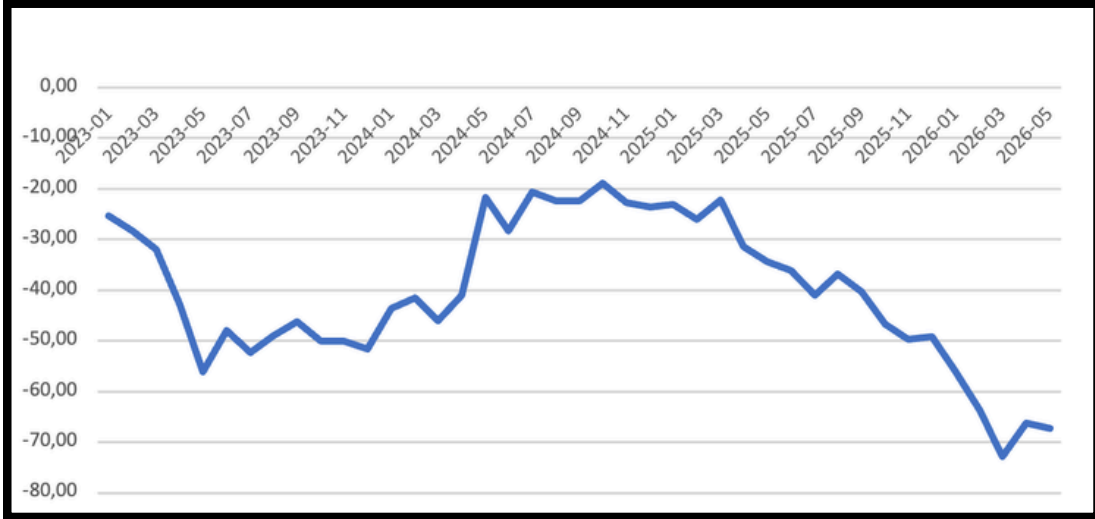


Kaynak: TÜİK

Ödemeler dengesi cephesinde Mayıs ayında cari işlemler hesabı 1,46 milyar dolar açık kaydetmiş; bu, Nisan seviyesine kıyasla %81 oranında bir daralmaya işaret etmektedir. Söz konusu iyileşme, aynı dönemde çekirdek göstergelerdeki güçlü seyirle desteklenmiştir. Mayıs'ta altın ve enerji hariç cari işlemler dengesi 3.6 milyar dolar fazla vermiş; bu, ekonominin yapısal cari dengesinin sağlıklı bir seyir izlediğini ortaya koymaktadır. Ne var ki söz konusu iyileşmenin arkasında yatan üç ana faktör dikkatle değerlendirilmelidir. Birincisi, mayıs ayında altın ithalatının önceki aylara göre normalleşmesi; ikincisi, Nisan'daki jeopolitik gerilimin ardından petrol fiyatlarında oluşan geçici gerilemenin enerji faturasına yansması; üçüncüsü ise turizm sezonunun açılmasıyla hizmetler dengesindeki güçlü katkıdır. Mayıs ayında hizmetler dengesinden kaynaklanan net girişler 5.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş; bu kalem altında taşımacılık hizmetlerinden 2.2 milyar dolar, seyahat kaleminden ise 3.8 milyar dolar net gelir elde edilmiştir.

Yıllıklandırılmış görünüm, ödemeler dengesindeki asıl hikayeyi daha net bir biçimde ortaya koymaktadır. Mayıs itibarıyla yıllıklandırılmış cari açık yaklaşık 37 milyar 300 milyon dolar düzeyine gerileyerek Nisan'daki 42 milyar dolarlık seviyeden belirgin biçimde iyileşmiştir. Ancak cari dengeye net hata ve noksanı da ekleyerek net finansman ihtiyacı olarak bakmak daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Son dönemde net hata ve noksan sürekli negatif bakiye vermesi finansman ihtiyacının daha yüksek olmasına yol açmaktadır.

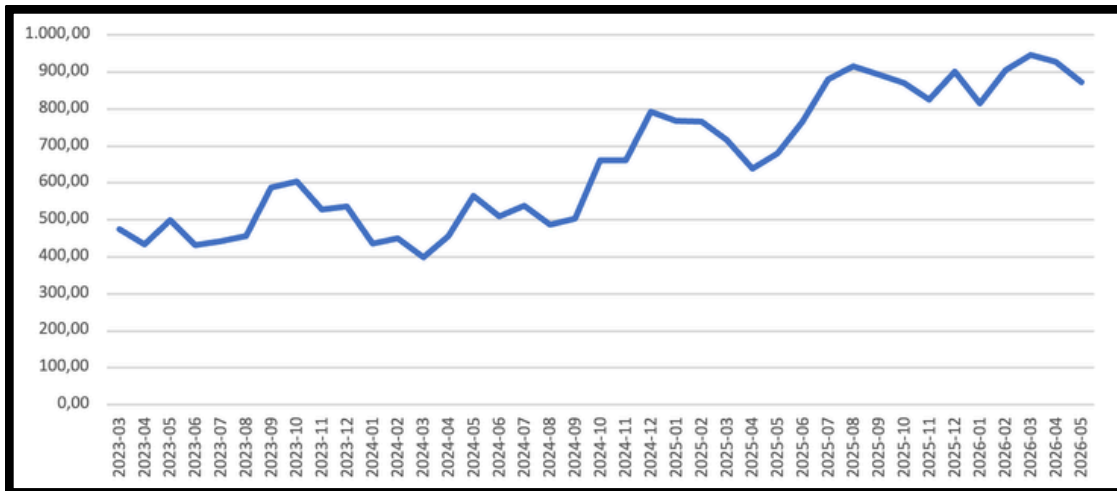
Şekil.10 Net Finansman İhtiyacı
(Cari İşlemler ve Net Hata ve Noksanın 12 aylık toplam, Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB

Ödemeler dengesindeki manşet iyileşmenin arkasındaki finansman kompozisyonu, orta vadeli sürdürülebilirlik açısından temel endişe kaynağını oluşturmaktadır. Mayıs ayında doğrudan yatırımlar 455 milyon dolar net çıkış, portföy yatırımları ise 3 milyar dolar net çıkış kaydetmiştir. Buna karşın diğer yatırımlar 1.8 milyar dolarlık net giriş sağlamıştır. Bu bileşim, Türkiye'nin cari açığının finansmanının kalıcı sermaye girişleri yerine kısa vadeli kredi ve mevduat hareketlerine dayandığını yeniden ortaya koymaktadır.

Şekil.11 Dışarıya Çıkan Doğrudan Yabancı Yatırım
(3MMA, Milyon Dolar)



Kaynak: TCMB

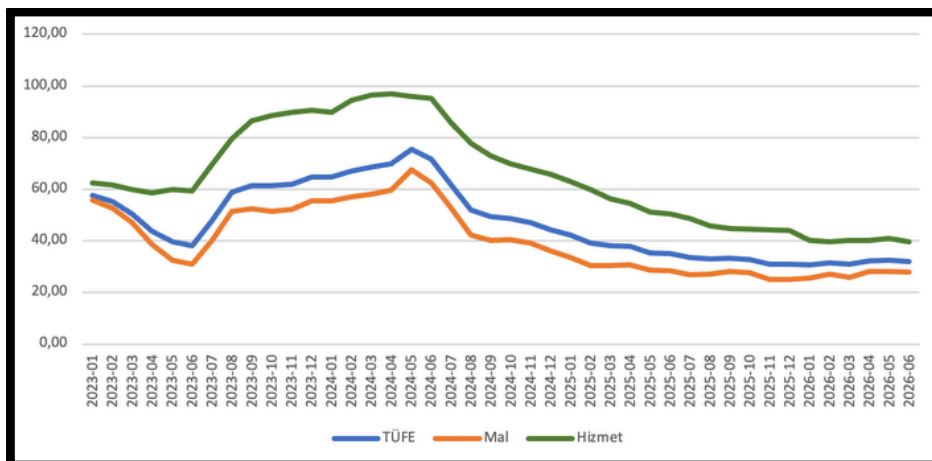
Resmi rezervlerde 3.3 milyar dolarlık net azalış dikkat çekmektedir. Cari açığın 1 milyar 459 milyon dolar düzeyinde kaldığı bir ayda rezervlerin bu kadar önemli miktarda gerilemesi, portföy çıkışlarının ve diğer sermaye kaleminin bir bölümünün doğrudan rezerv erimesiyle finanse edildiğini göstermektedir. Ocak-Mayıs döneminde kümülatif cari açık 30.7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş; bu tablo, ilk beş ayda ekonominin dış finansmana olan bağımlılığının azalmadığını, aksine kompozisyonun kalitesizleştiğini göstermektedir. Yıllıklandırılmış cari açığın finansmanında net doğrudan yatırımların yalnızca 1.8 milyar dolarlık katkı sağlaması, uluslararası yatırımcıların Türkiye'nin uzun vadeli büyüme hikayesine ilişkin ihtiyatlı yaklaşımını sürdürdüğüne işaret etmektedir.

Enflasyon

Haziran ayı enflasyon verileri, dezenflasyon sürecinin manşet düzeyinde ilerlemeyi sürdürdüğünü, ancak alt kalemlerdeki bileşimin bu ilerlemenin kırılma noktasına işaret ettiği çok boyutlu bir görünüm sunmuştur. TÜFE Haziran'da bir önceki aya göre %0.99 oranında artış kaydetmiş; yıllık enflasyon Mayıs'taki %32.61 düzeyinden 0.50 puan gerileyerek %32.11 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ana harcama gruplarının bileşimi, Haziran enflasyonundaki iyileşmenin arkasındaki dinamiği kritik biçimde ortaya koymaktadır. Aylık bazda en yüksek katkıyı %2.30 oranında artan Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar Grubu (0.27 puan) sağlamıştır. Söz konusu artış, temmuz ayında yürürlüğe girmesi beklenen elektrik ve doğal gaz tarifelerine ilişkin ön ayarlamaların ve BOTAŞ tarafından yönetilen fiyatlardaki uyarlamaların yansımasıdır. Aynı ayda %2.11 oranında artan Lokantalar ve Konaklama Hizmetleri Grubu (0.23 puan katkı) ve %1.98 oranında yükselen Mobilya, Mefruşat ve Ev Bakım-Onarım Grubu (0.15 puan katkı) toplam katkıya belirgin biçimde eklenmiştir. Bu üç grubun toplam katkısının 0.65 puan seviyesinde bulunması, aylık manşetin (%0.99) üçte ikisinin yalnızca üç kategoriden geldiğini göstermekte; enflasyondaki iyileşmenin geniş tabanlı bir olguya dönüşmediğini teyit etmektedir.

Şekil.12 TÜFE Enflasyon
(Yıllık, %)



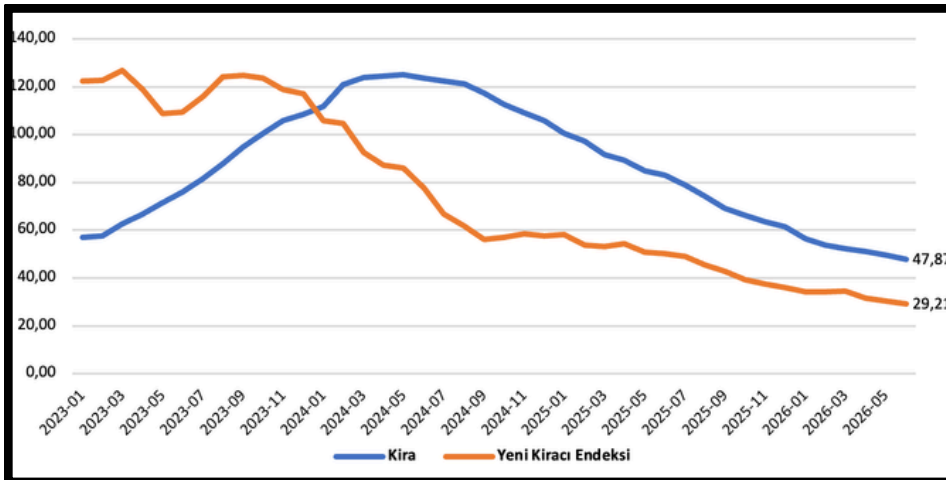
Kaynak: TÜİK

Yıllık kırılım, dezenflasyonun asıl direnç noktasını ortaya koymaktadır. Manşet enflasyonun %32.11 düzeyinde bulunduğu Haziran'da, alt gruptaki yıllık değişim oranları belirgin biçimde farklılaşmaktadır. Gıda ve alkolsüz içecekler grubu %35.45, Konut, Su, Elektrik, Gaz ve Diğer Yakıtlar grubu %35.14, Lokantalar ve Konaklama Hizmetleri grubu %35.59, Eğitim grubu %36.72 gibi yüksek oranlar sergilerken; Ulaştırma grubu %21.15, Haberleşme grubu %18.43, Giyim ve Ayakkabı grubu %14.47 gibi görece düşük oranlarda yıllık artış göstermiştir. Enflasyona katkılar açısından değerlendirildiğinde, gıda ve alkolsüz içecekler grubu tek başına 8.61 puanlık bir katkıyla manşetin dörtte birinden fazlasını üretmekte; onu 5.92 puanla konut, 5.19 puanla ulaştırma grubu izlemektedir.

Enerji, gıda, içecek, tütün ve altın hariç TÜFE olarak tanımlanan C endeksi Haziran'da aylık bazda %1.46 artış kaydetmiş; yıllık artış oranı %29.84 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ancak alt kalemlerdeki ayrışma, dezenflasyon sürecinin karşı karşıya olduğu asıl direnç noktasını net biçimde ortaya koymaktadır. Temel mallar grubu Haziran'da aylık %1.11, yıllık %17.37 oranında yükselirken; hizmet grubu aylık %1.69, yıllık %39.64 oranında artmıştır. Hizmet enflasyonundaki bu yüksek seyir, dezenflasyon sürecinin karşı karşıya olduğu temel yapısal engeli oluşturmaktadır.

Söz konusu ayrışmanın altında iki temel dinamik bulunmaktadır. Birincisi, hizmet fiyatlarının kur değişimlerine kısa vadede daha az duyarlı olması ve TL'nin nominal olarak istikrarlı kaldığı bir konjonktürde temel mallardaki fiyat baskısının hızla azalmasına karşılık hizmetlerdeki uyarlamaların çok daha yavaş gerçekleşmesidir. İkincisi, hizmet sektöründeki fiyatlandırma davranışının büyük ölçüde birim ücret maliyetlerine, dolayısıyla asgari ücret ayarlamalarına ve kira artışlarına bağlı olmasıdır.

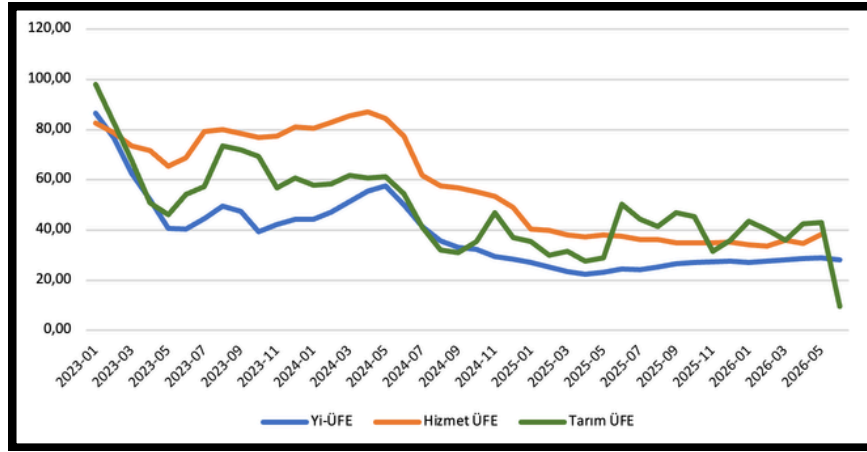
Şekil.13 TÜFE Kira ve Yeni Kira Endeksleri
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK ve TCMB

Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE) Haziran ayında aylık %1.80 oranında artış kaydetmiş; yıllık artış oranı %28.09 olarak gerçekleşmiştir. Temmuz ayında yaşanan petrol fiyatlarındaki tırmanışın enerji ağırlıklı üretim yapan sektörler üzerinden ÜFE cephesine baskı yaratması beklenmektedir. Reel kesim güven endeksi anketinde 12 ay sonrasına ilişkin yıllık ÜFE beklentisinin bir önceki aya göre yalnızca 0.2 puan gerileyerek %31.3 düzeyine inmesi, üretici tarafındaki maliyet baskısı beklentisinin belirgin biçimde iyileşmediğini göstermektedir.

Şekil.14 ÜFE Endeksleri
(Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK

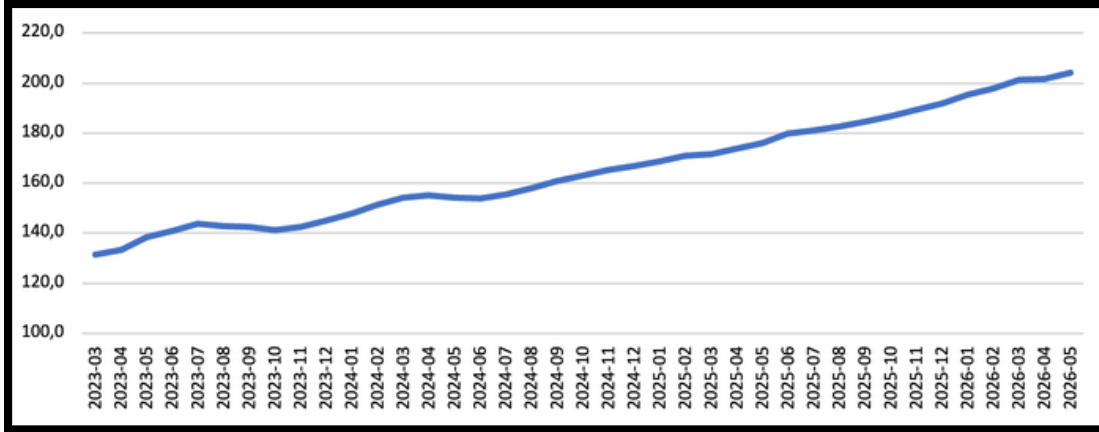
TCMB'nin 20 Temmuz'da yayımladığı Temmuz Piyasa Katılımcıları Anketi, piyasa beklentilerindeki ihtiyat düzeyinin arttığını ortaya koymaktadır. Yıl sonu 2026 TÜFE beklentisi Temmuz anketinde %29.21'e yükselmiştir. Aynı ankette 12 ay sonrasına ilişkin TÜFE beklentisi de %23.81'den %23.95'e yükselmiştir. Piyasa katılımcılarının orta ve uzun vadeli beklentilerinde ise nispeten olumlu bir gelişme ortaya çıkmıştır. Temmuz ayına ilişkin aylık TÜFE beklentileri piyasa katılımcıları arasında %1.7 düzeyinde şekillenmiş; bazı finansal kuruluşlar bu tahmini %1.8'e kadar yükseltmiştir. Söz konusu beklentiye üç ana faktör yön vermektedir. Birincisi, Sağlık Uygulama Tebliği'nde yapılan değişikliklerle kamu ve özel sağlık kuruluşlarında uygulanan muayene katılım paylarındaki artışın Temmuz enflasyonuna yaklaşık 0.6 puan katkı sağlayacağı öngörülmektedir. İkincisi, sebze fiyatlarındaki mevsimsel geçici düşüşün ardından Temmuz'da gözlemlenmeye başlanan hızlanmadır. Üçüncüsü ise Orta Doğu'daki gerilimin yeniden yükselerek Brent petrol fiyatını artmasının benzin ve motorin fiyatları kanalıyla ulaştırma grubuna yansması olacaktır.

Para ve kur politikası

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Kurulu, 23 Temmuz 2026 tarihli toplantısında politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %37 seviyesinde sabit tutmuştur. Söz konusu karar, Ocak ayında %38'den %37'ye indirilen ve bu tarihten itibaren üst üste beşinci toplantıda sabit tutulan politika faizinin, dezenflasyon sürecinin gerektirdiği sıkılık düzeyinde korunmaya devam ettiğini teyit etmiştir. TCMB gecelik vadede borç verme faiz oranını %40, gecelik vadede borçlanma faiz oranını %35.5 seviyesinde sabit bırakmış; faiz koridoru yapısı korunmuştur. Bu çerçevede kararın alt metninde iki temel sinyalin ön plana çıktığı değerlendirilmektedir. Birincisi, Temmuz ayı içinde yeniden alevlenen jeopolitik gerilim ve petrol fiyatlarındaki artışın enflasyon beklentileri üzerindeki yansımalarının yakından izlendiği; ikincisi, dezenflasyon patikasında talebin gevşemeye başladığıdır.

Talep tarafında merkez bankasının da vurguladığı gibi bir gevşeme olup olmadığını gözlemlemek için birkaç veriye birlikte bakmak gerekmektedir. İlk olarak perakende satış hacmi endeksi, en sık kullanılan talep ölçütlerinden biridir. Şekilde görüldüğü gibi perakende satış hacmi endeksi artmaya devam etmektedir. Son aylarda ivmesini biraz kaybetmiş olsa da yukarı yönlü trendde devam etmektedir.

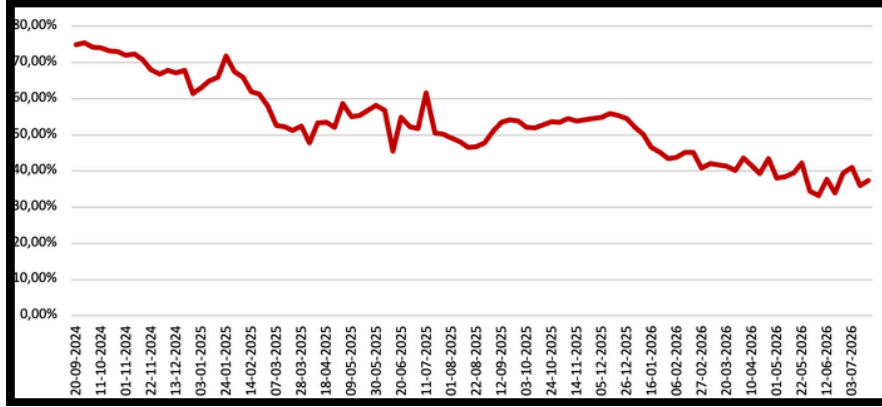
Şekil.15 Perakende Satış Hacmi Endeksi



Kaynak: TÜİK

Perakende satış hacmi verisi biraz daha geriden gelmektedir. Daha güncel bir veri olan kredi kartı harcamalarına baktığımızda ise geçtiğimiz döneme göre bir yavaşlama olmasına rağmen belirli bir seviyede kalmış ve bu seviyede devam etmektedir. Bunun merkez bankasının istediği talepte yavaşlamayı karşılayacak kadar yeterli olup olmadığı tartışmalıdır.

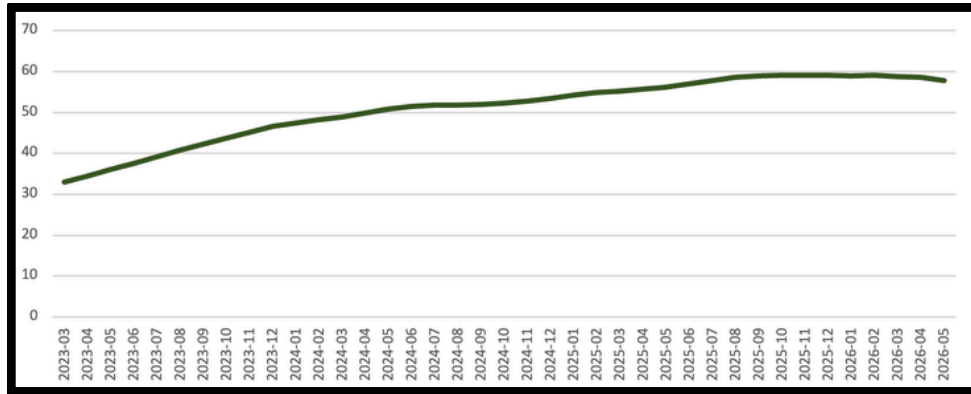
Şekil.16 Kredi Kartı Harcamaları
(4 haftalık hareketli ortalama, Yıllık % artış)



Kaynak: TCMB

Son olarak göstergelerden biri de tüketim malları ithalatıdır. Tüketim malı ithalatı da geçmiş dönemlere göre artış ivmesini kaybetmiştir. Üstelik TL hala değerlidir. Bu da talepte bir soğuma olarak yorumlanabilmektedir.

Şekil.17 Tüketim Malı İthalatı
(3 aylık hareketli ortalama, Milyar Dolar)

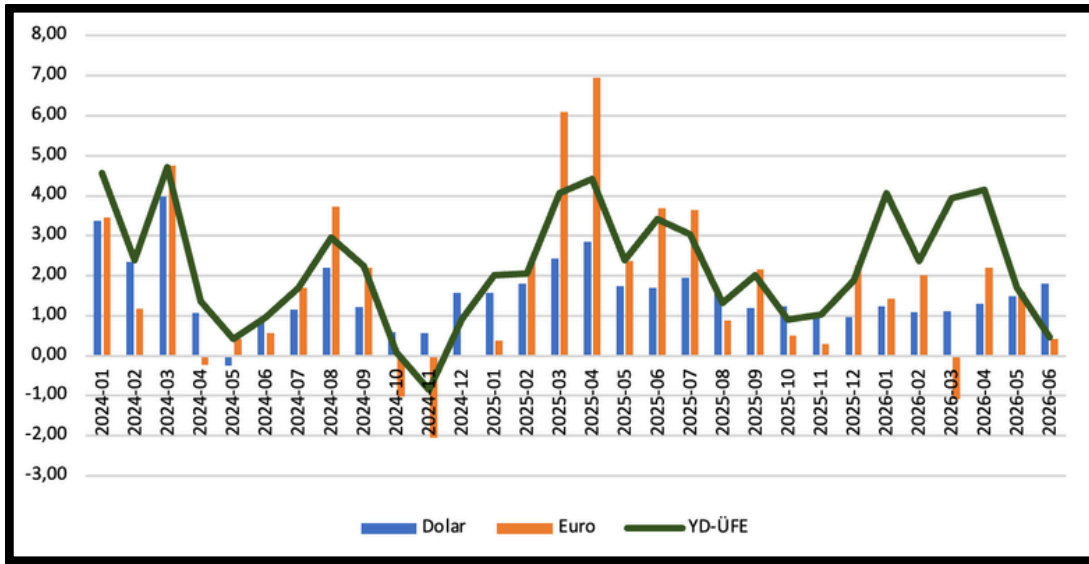


Kaynak: TÜİK

Otomotiv ve beyaz eşya iç talep göstergeleri 2026 ilk yarıda belirgin biçimde ayrıışmıştır. Otomotivde iç talep Mayıs–Haziran döneminde sert biçimde kırılırken, beyaz eşyada iç satışlar Mayıs itibarıyla sınırlı bir toparlanma sinyali vermiş; sektördeki asıl kayıp ihracat ve üretim tarafında yoğunlaşmıştır. Bu görünüm, TCMB'nin "iç talep yavaşladı" değerlendirmesini ağırlıklı olarak otomotiv üzerinden desteklemekte, beyaz eşyada iç talep ise nispeten dirençli seyrini korumaktadır. Analitik olarak otomotiv, kredi faizi ile fiyat/vergi ayarlamalarına en duyarlı dayanıklı tüketim kalemidir; bu nedenle parasal aktarımın iç talep kanalı değerlendirilirken TCMB'nin tepki fonksiyonunda otomotiv göstergelerinin ağırlığı beyaz eşyaya kıyasla daha yüksektir. Göstergeler birlikte okunduğunda, iç talep büsbütün çökmemiş; ancak yavaşlama sinyalleri belirginleşmiştir. Bu yavaşlamanın bizi istediğimiz enflasyon patikasına sokup sokmayacağı da tartışmalıdır.

Kur tarafında ise TCMB biraz gevşemiş gibi görünmektedir. Dolarda aylık %1.2 civarında bir artış %1.6- 1.8 arasına çıkarılmıştır. Ancak yurt dışına mal satan üreticilerin enflasyonunu gösteren YD-ÜFE'nin altında kalmıştır. Özetle maliyetler kurun üzerinde artmıştır. Goldman Sachs gibi bazı kurumlar TCMB'nin bundan sonra daha gevşek bir kur politikası uygulayacağı tahmininde bulunmaktadır. Ancak bu gevşemenin yine de enflasyonun üstünde olması beklenmemelidir. Zira TCMB zaten enflasyonla mücadele etmekte zorlanmakta ve bu nedenle de kur çıpasını bırakmak istemeyecektir. Zaten TCMB rezervleri 160 milyar dolar seviyesindedir. Herhangi bir kur atağı olması durumunda yeterli sayılabilecek düzeyde rezervi bulunmaktadır. Yaşanan savaş ortamında yabancıların çıkışı olsa da yurt içi tüzel ya da gerçek kişilerden çok belirgin ve yoğun bir biçimde döviz talebi olmamıştır. Bu da merkez bankasının elini rahatlatmaktadır.

Şekil.18 Döviz Kuru ve YD-ÜFE Değişimi
(Aylık, %)



Kaynak: TCMB

TCMB'nin önümüzdeki ay herhangi bir faiz kararı bulunmamakla birlikte bir Ağustos ayında bir enflasyon raporu açıklayacaktır. Bu enflasyon raporunda merkez bankasının jeopolitik gerilimler ve petrol fiyatları ile ilgili beklentileri yakından izlenecektir. Soru-cevap kısmında ise TCMB'nin bu gelişmeleri nasıl izlediği sorulacaktır. Burada verdiği mesajlar dikkatle izlenecektir.



Temmuz ayına da jeopolitik gerilimler damga vurmuştur. Ankara'da süren NATO zirvesi sırasında savaşın fitili yeniden ateşlenmiştir. Petrol fiyatının yeniden 100 doların üstünü test etmesi ile birlikte tüm dünyada yeniden bir enflasyon kaygısı başlamıştır. Enflasyonun yükselmesi ihtimali de genel olarak merkez bankalarının daha uzun süre sıkı para politikası yani yüksek faizler uygulayacağı anlamına gelmektedir. Bu da hisse senedi ve de özellikle tahvil piyasalarında satışlara neden olmuştur. Tahvil faizleri Japonya, ABD, İngiltere gibi ülkelerde tarihi yüksek seviyelere çıkmıştır.

Bu jeoekonomik gündemin içinde Trump bir de tarifeleri yeniden gündeme taşımıştır. Tüm ülkeler az çok nasibini almış, Türkiye de normal tarifelerin üzerinde %12.5 ek bir tarife ile karşı karşıya kalmıştır.

Türkiye ise kendi içinde enflasyon problemi ile uğraşırken bir maliyet şoku ile karşı karşıya kalmıştır. Temmuz ayında zaten yönetilen ve yönlendirilen fiyatlardaki artış, sağlık uygulama tebliğindeki düzenleme ve de enerji fiyatlarındaki düzenleme ile birlikte artacak olan enflasyona bir de yüksek akaryakıt fiyatları eklenmiştir. Bu ay enflasyonun %1.8-2 arasında gelmesi beklenmektedir.

Maliye tarafında bütçe artan vergilerin de katkısıyla daha olumlu bir seyir izlemektedir. Ayrıca harcamalardaki kısıntı da göze çarpmaktadır. Maliye politikası dezenflasyon sürecine katkı sağlamaya başlamıştır.

TCMB faiz kararında politika faizi olan %37'yi değiştirmemiş, jeopolitik gelişmeleri yakından izlemeye devam ettiği sinyalini vermiştir. TCMB zaten piyasayı %40 ile fonlamaktadır. Yani iş gören faiz aslında %40'tır. Faizin bu seviyede olması reel sektörü yormaya başlamıştır. Bu nedenle yeni kredi paketleri hazırlanmıştır. YTAK kredilerinin limitleri 750 milyar TL'ye çıkarılmış, ayrıca 250 milyar TL'lik finansman desteği sunulacağı da açıklanmıştır. Bunların ne kadar yeterli olacağı da tartışma konusu olmaya başlamıştır.

Döviz kurunda ise TCMB her ne kadar bir döviz kuru hedefi olmadığını belirtse de kontrollü gitmeye devam etmektedir. Ancak dezenflasyon programı üçüncü yılını doldurmuş ve değerli TL birçok alanda zor sürdürülebilir bir hedef olmaya başlamıştır. Merkez bankası da aslında kurdaki kontrolü hafif gevşetmeye başlamıştır. Ama bu gevşeme değerli TL'den çıkıştan çok enflasyon oranına daha yakın artan bir kur şeklinde okunmalıdır. En azından şimdilik TCMB enflasyonla mücadelesinde kur silahını bırakmak istememektedir.

Teşekkürler

Doç. Dr. Derya Hekim



Derya Hekim



@drderyahekim