

1. Genel Değerlendirme

Şubat ayı sonunda başlayan ABD/İsrail-İran Savaşı sonrası enerji fiyatları keskin bir şekilde artarken küresel ekonomik görünüme ilişkin belirsizlikler yükselmiştir. Mevcut durumda enerji fiyatları yüksek düzeyini korumakta ve haber akışına bağlı olarak oynak bir seyir izlemektedir. Öncü göstergeler küresel iktisadi faaliyette yavaşlama, girdi maliyetlerinde artış ve tedarik zincirlerinde aksamalara işaret etmektedir. Başta savaş bölgesinde yer alan ülkeler olmak üzere, birçok ekonomide büyüme öngörülerini aşağı yönde güncellenmiştir. Manşet enflasyon küresel ölçekte artarken çekirdek enflasyon görece ılımlı bir seyir izlemektedir. Yaşanan arz şokuna karşı küresel para politikasının ilk tepkisi sınırlı olmuştur. Bununla birlikte gelişmiş ülkelerde beklenen faiz indirimlerinin ötelenmesi ve bazılarında faiz artışlarının fiyatlandırıldığı görülmektedir. Enflasyonist baskıların sürmesi durumunda, beklentilerin çıpalandırılması ve ikincil etkilerin kontrol altına alınmasına yönelik küresel ölçekte daha fazla parasal sıkılaştırma gerekebileceği değerlendirilmektedir. Bundan sonraki süreçte; savaşın gelişimi, enerji nakliyatındaki aksamaların boyutu ve süresi küresel ekonomik görünüm açısından belirleyici olacaktır. Rapor döneminde gelişmekte olan ülkelere portföy girişlerinde dalgalı bir seyir gözlenirken son dönemde artan jeopolitik riskler nedeniyle küresel belirsizlik yüksek seyrini sürdürmektedir.

Rapor döneminde ABD/İsrail-İran Savaşı'nın etkisiyle finansal piyasalarda yüksek oynaklık gözlenmiş ve başta emtia piyasaları olmak üzere finansal piyasalarda belirsizlik artmıştır. Bu durum, finansal varlık fiyatlamalarının ve portföy hareketlerinin seyrinde etkili olmuştur. Türkiye CDS primi, artan belirsizlikle beraber GOÜ risk primlerine benzer biçimde yükselerek, 11 Mayıs itibarıyla 226 baz puan seviyesine gelmiştir. TCMB brüt uluslararası rezervleri, 52,7 milyar ABD doları azalarak 165,5 milyar ABD doları seviyesine gerilemiştir.

Mevcut Rapor döneminde finansal koşullar sıkılaştırmıştır. Jeopolitik gelişmeler karşısında TCMB sıkı para politikasını destekleyici kararlar almıştır. Bu kararların mevduat ve kredi faizlerine yansıdığı görülmektedir. Para politikasındaki sıkı duruşun etkisiyle mevcut Rapor döneminde TL mevduat tercihi devam etmiştir. Kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesinde ticari krediler kaynaklı artış görülürken, ihtiyaç kredisi büyümesinin yavaşlaması toplam kredilerdeki artışı yavaşlatmıştır.

2025 yılının dördüncü çeyreğinde yıllık ve çeyreklik bazda büyüme oranları gerilemiş, iktisadi faaliyet potansiyelinin altında bir büyüme kaydetmiştir. Dördüncü çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), yıllık bazda yüzde 3,4, çeyreklik bazda ise yüzde 0,4 oranında artmıştır. Özel tüketim ve toplam yatırımlar yıllık büyümeye pozitif katkı vermiştir. Çeyreklik bazda ise özel tüketimde artış olurken toplam yatırımlar sınırlı olarak gerilemiştir. Söz konusu dönemde, mal ve hizmet ithalatında artış, ihracatında ise düşüş gerçekleşmiştir. Böylelikle net ihracatın çeyreklik büyümeye katkısı negatif yönde olmuştur. Bu çerçevede, iktisadi faaliyet, son çeyrekte hız kesmeye devam ederek potansiyelinin altında bir büyüme sergilemiştir. 2025 yılı genelinde ise büyüme yüzde 3,6 oranında gerçekleşmiştir. Özel tüketimin yıllık büyümeye verdiği katkı sınırlı olarak gerilemiş, yatırımların katkısı artmış, net ihracat ise büyümeyi sınırlamıştır.

2026 yılının ilk çeyreğine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette ivme kaybına işaret etmekte, talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin sürdürülmesini ima etmektedir. Söz konusu dönemde, altın hariç perakende satışların büyümesi bir önceki çeyreğin sınırlı üzerinde gerçekleşmiş; ancak satışlar uzun dönem eğiliminin altında seyretmeye devam etmiştir. Beyaz eşya ve otomobil satışları ilk çeyrekte azalmıştır. Aynı dönemde kartla yapılan harcamalar çeyreklik bazda sınırlı bir artış göstermekle birlikte, harcamaların çeyreklik büyümesi yavaşlamıştır. Nisan ayına ilişkin veriler, kart harcamalarındaki zayıf seyri sürdürdüğüne işaret etmektedir. Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden elde edilen bulgular da yurt içi satışlarda yılın ilk çeyreğinde yavaşlama olduğunu ima etmektedir. Üretim tarafında ise sanayi üretimi ilk çeyrekte yataya yakın seyretmiştir. Tipik oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında sanayi üretimi çeyreklik bazda sınırlı olarak gerilemiştir. İktisadi Yönelim Anketi (İYA) ve PMI gibi anket bazlı göstergeler mart ayında jeopolitik gelişmeler kaynaklı sektör faaliyetinde gerileme ima ederken nisan ayında kısmen ayrılmıştır. İYA, üretim beklentilerindeki zayıflamanın ivme kaybetmekle birlikte devam ettiğine işaret ederken PMI üretim endeksi söz konusu zayıflamanın nisan ayında daha kuvvetli olduğunu ima etmektedir. Yılın ilk çeyreğinde hizmet üretim endeksi artış gösterirken ulaştırma ve konaklama gibi hanehalkı talebiyle daha yakından ilişkili olan alt kalemlerde görünüm daha zayıf olmuştur. İnşaat üretim endeksinin çeyreklik ve yıllık büyüme oranları gerilemiştir.

İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğine kıyasla daha az sıkıdır. Mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin ortalamalarına göre istihdam ilk çeyrekte yüzde 0,9 oranında (301 bin kişi) azalmıştır. Söz konusu dönemde işsizlik oranı çeyreklik bazda sınırlı gerilerken işgücüne katılım oranı azalmıştır. Âtıl işgücü oranının yüksek seviyesini sürdürmesi işgücü piyasasının, işsizlik oranının ima ettiği ölçüde sıkı olmayabileceğine işaret etmektedir. 2025 yılının dördüncü çeyreğinde kişi başı reel ücretlerdeki ılımlı artışı yanı sıra verimlilikteki azalışın etkisiyle tarım dışı reel birim ücretler sınırlı artmıştır.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı 2026 yılının ilk çeyreğinde artmıştır. İlk çeyrekte ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığındaki artışla cari açık yükselmiştir. Hizmetler dengesi fazlasındaki gerileme ve gelir dengesindeki bozulma da bu dönemde cari dengeyi olumsuz etkilemiştir. Yılın ilk çeyreğinde dış talep ılımlı seyrini korumuş ve ihracat fiyatlarındaki artış eğilimi sürmüştür. Buna karşın ihracat bir önceki çeyreğe göre sınırlı olarak azalmıştır. Savaşın başlamasıyla mart ayında ilgili bölge ülkelerine yapılan ihracatta düşüş olmakla birlikte toplam ihracatta aylık bazda azalış gözlenmemiştir. İthalat ise ilk çeyrekte altın ithalatındaki azalış kaynaklı gerilemiştir. Savaşın enerji fiyatlarında tetiklediği hızlı yükseliş, mart ayında enerji ithalatında belirgin artışa neden olmuştur. Mal grubu bazında bakıldığında, ilk çeyrekte yatırım ve tüketim malı ithalatı bir önceki çeyreğe göre azalmış, ara malı ithalatı ise artmıştır. Geçici veriler nisan ayında ihracatta artışa, ithalatta ise gerilemeye işaret etmektedir. Böylelikle, dış ticaret açığı ilk çeyrek ortalamasının altında bir görünüm sergilemiştir. İhracattaki artışta jeopolitik gelişmelerin ve artan lojistik maliyetlerinin talebi arızı olarak Türkiye'ye kaydırmasının rol oynadığı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, savaşın gidişatına dair belirsizliğin sürmesi ve enerji fiyatlarının yüksek seviyelerde oynak seyretmesi yılın geri kalanında dış ticaret açığı üzerinde yukarı yönlü riskleri artırmaktadır. Finansman tarafına bakıldığında ise ilk çeyrekte sermaye girişlerinin azaldığı görülmektedir. Ocak ve şubat aylarında sermaye girişleri gözlenirken söz konusu girişler portföy, kısa ve uzun vadeli yatırım kalemleri arasında dengeli dağılmıştır. Savaş belirsizliğinin gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarına neden olduğu mart ayında hem portföy hem kısa vadeli yatırım kalemlerinden çıkışlar yaşanmıştır. Öncü veriler nisan ayında sermaye girişlerinin tekrar başladığına işaret etmektedir.

Tüketici enflasyonu nisan ayında yüzde 32,37 olarak gerçekleşmiş ve bir önceki Rapor döneminde sunulan tahmin aralığının üzerinde kalmıştır. Son üç aylık dönemdeki gelişmeler alt kalem bazında değerlendirildiğinde, yıllık enflasyona enerji ve gıda grupları artırıcı yönde katkıda bulunurken temel mallar ile alkol-tütün-altın gruplarının katkısı azaltıcı yönde olmuştur. Rapor döneminde yaşanan jeopolitik gelişmeler hem belirsizliğe hem de arz şoklarına yol açarak enflasyonist baskıları artırmıştır. Yurt içi enerji fiyatları küresel enerji emtia fiyatlarındaki gelişmeler sonucu önemli ölçüde yükselmiştir. Ham petrol fiyatlarındaki artışların tüketici fiyatlarına olan etkisini sınırlamak üzere akaryakıt ürünlerinde eşel mobil sistemi uygulanmaya başlanmıştır. Diğer taraftan, söz konusu küresel gelişmelerin tetiklediği maliyet artışları ve mevcut sübvansiyon yükü çerçevesinde, yönetilen fiyatlar kapsamındaki elektrik ve doğal gaz tarifelerinde güncellemeye gidilmiştir. Doğal gazda, elektrik fiyatlarına benzer şekilde, meskenler için fazla tüketim yapan hanelerin daha yüksek ödediği kademeli fiyat uygulamasına geçilmesinin de etkisiyle fiyat artışı belirgin olmuştur. Enerji ve hammadde akışındaki kesintiler, enerji harcamalarını artırmasının yanı sıra nakliye, plastik, ambalaj, kimyasallar ve tarımsal girdi maliyetlerini de yükselterek küresel ölçekte maliyet baskısı oluşturma riski taşımaktadır. Rapor döneminde Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi tarihsel ortalamasının üzerinde seyrederken Hürmüz Boğazı'ndaki gelişmeler, alternatif rota arayışları nedeniyle teslimat sürelerini uzatmış, artan güvenlik riskleri sigorta primleri ve navlun maliyetlerini yükseltmiştir. Diğer taraftan, Türk lirasında dönem boyunca gözlenen istikrarlı seyir maliyet baskılarını sınırlamıştır. Bu görünüm altında emtia kanalının etkisiyle üretici fiyatları kaynaklı maliyet baskıları güçlenmiştir. İlk çeyrek verileri iktisadi faaliyette yavaşlama sinyali verirken önümüzdeki dönemde talep koşullarının dezenflasyona verdiği desteğin artacağı değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, küresel tedarik zincirindeki sorunların önümüzdeki dönemde yurt içine yansımalarının belirginleşmesi durumunda maliyet yanında tedarik kaynaklı fiyat artışı baskısı da görülebilecektir. Mevcut Rapor döneminde enflasyon beklentilerinde bozulma izlenirken jeopolitik gelişmelerin enflasyon görünümü üzerindeki olası ikincil etkileri önem taşıyacaktır.

Enflasyon ara hedefleri 2026, 2027 ve 2028 yılları için sırasıyla yüzde 24, yüzde 15 ve yüzde 9 olarak güncellenmiştir. Son dönemde yaşanan olağandışı jeopolitik gelişmeler varsayım setinde olağanüstü güncellemelere neden olmuş, ER 2025-III'te paylaştığımız çerçeve dikkate alındığında ara hedeflerde güncelleme ihtiyacı doğmuştur. Bu bağlamda, enflasyon tahminlerinde de değişikliğe gidilmiş ve küresel görünüm kaynaklı yüksek oynaklıklar nedeniyle tahmin aralığı iletişimine ara verilmiştir.

Enflasyon tahmini 2026 yıl sonunda yüzde 26, 2027 yıl sonunda ise yüzde 15 olarak yukarı yönlü güncellenmiştir. Enflasyonun, 2028 yıl sonunda yüzde 9'a geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 enflasyon hedefi etrafında istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Tahmin patikasının yukarı yönlü güncellenmesinde, son dönemde jeopolitik gelişmelerin etkisiyle artan enerji fiyatları öne çıkmaktadır. Büyük ölçüde petrol ve diğer enerji fiyatları kaynaklı TL cinsi ithalat fiyatları varsayımlarının belirgin şekilde yukarı yönlü güncellenmesi enflasyon tahminlerinin yükselmesinde belirleyici olmuştur. Buna ek olarak, gerçekleştirmeler kaynaklı olarak gıda enflasyonu varsayımında yapılan güncelleme de yıl sonu tahminini yukarı çekmiştir. Ayrıca, enerji kalemleri öncülüğünde yönetilen-yönlendirilen fiyat ayarlamalarının ve enflasyon ana eğiliminin öngörülenden yüksek olması, enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesinde etkili olmuştur. Para politikasının ER 2026-I'dekine göre daha uzun süre daha sıkı durması arz şoklarının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki etkisini sınırlayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Diğer yandan, küresel belirsizliklerin de etkisi ile önümüzdeki dönemde talep koşullarının zayıflayacağı değerlendirilmektedir.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasının ER 2026-I'e göre daha uzun süre daha sıkı olacağı ve ekonomi politikalarında eşgüdümün korunacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Jeopolitik gelişmelerin enflasyon görünümü üzerinde oluşturabileceği riskleri sınırlamak amacıyla bir hafta vadeli repo ihalelerine ara verilerek ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin yüzde 40'ta gerçekleşmesi sağlanmış ve parasal sıkılık makroihtiyati politikalarla güçlendirilmiştir. Tahminler, ara hedefler gözetilerek para politikasının enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir çerçeve baz alınarak oluşturulmuştur. Sıkı parasal duruş altında arz şoklarının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki etkisinin sınırlı kalacağı ve ana eğilimin önümüzdeki dönemde gerileyeceği öngörülmektedir. Ayrıca, para politikasının gecikmeli etkileri ve yapılan düzenlemelerin katkısıyla kira ve eğitim gibi ataleti yüksek olan hizmet kalemlerinde fiyat artış hızında yavaşlama ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışında zayıflama beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde jeopolitik gerilimin seyri ve süresi, dezenflasyon süreci açısından kritik önem arz etmektedir. Tahmin döneminde diğer ekonomi politikalarının para politikasıyla eşgüdüm içinde sürdürülmesinin de dezenflasyon sürecini destekleyeceği değerlendirilmektedir.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, şubat ayı sonundaki jeopolitik gelişmeler neticesinde parasal duruşu sıkılaştıran ve parasal aktarım mekanizmasını destekleyen adımlar atmıştır. Jeopolitik gelişmelere bağlı olarak belirsizlikler artmış, küresel risk iştahında bozulma ve enerji fiyatlarında yükseliş gözlenmiştir. Söz konusu unsurların enflasyon görünümü üzerinde oluşturabileceği riskleri sınırlamak amacıyla TCMB, mart ayı PPK kararı öncesinde sıkı para politikasını destekleyici tedbirler almıştır. Bu kapsamda, 2 Mart tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihalelerine ara verilmiş ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin TCMB gecelik vadede borç verme faiz oranı seviyesinde oluşması sağlanmıştır. Buna ilave olarak, 2-13 Mart döneminde 4 hafta vadeli TL depo alım ihalesi açılmış ve sterilizasyonun ortalama vadesi uzatılmıştır. Ayrıca, likidite araçlarının çeşitliliğini artırmak amacıyla likidite senetleri ihraç edilmeye başlanmıştır. Tahvil piyasasındaki likidite koşullarını desteklemeye yönelik olarak 2 Mart tarihinden itibaren doğrudan tahvil alımlarına başlanmıştır. Türk lirası piyasalarına ilişkin atılan adımlara ilave olarak döviz piyasasının sağlıklı çalışması, döviz kurlarında gözlenebilecek oynaklıkların engellenmesi ve döviz likiditesinin dengelenmesi amacıyla Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım işlemlerine başlanmıştır.

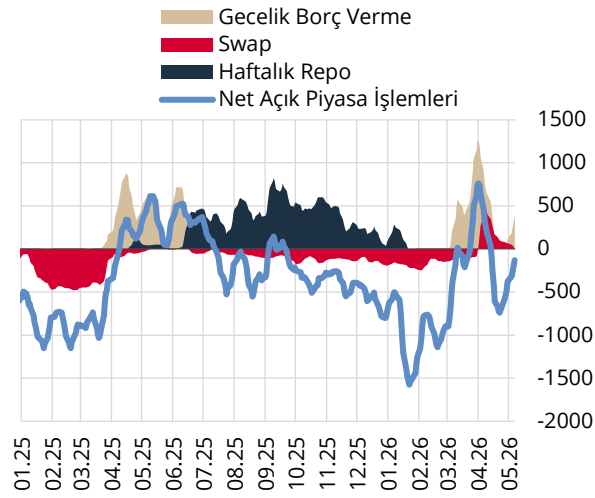
TCMB, politika faizini mart ve nisan aylarında sabit tutmuştur. Enflasyonun ana eğiliminin şubat ayında yataya yakın seyrettiğini değerlendiren TCMB, jeopolitik gelişmelerin maliyet kanalı ve iktisadi faaliyet üzerinden enflasyon görünümüne etkilerini yakından takip ettiğini vurgulayarak mart ayında politika faizini yüzde 37 seviyesinde sabit bırakmıştır. TCMB, nisan ayı toplantısında enerji fiyatlarında yüksek seyir ve belirgin oynaklık gözlemlendiğini belirterek yurt içi enerji fiyatlarının maliyet kanalı ve iktisadi faaliyet üzerinden enflasyon görünümüne etkilerinin yakından takip edildiğinin altını çizmiştir. Nisan ayında da politika faizini değiştirmeyen TCMB, enflasyonun ana eğiliminin mart ayında gerilediğini, nisan ayında ise öncü verilerin ana eğilimin bir miktar yükseleceğine işaret ettiğini vurgulamıştır. Ayrıca TCMB, göstergelerin iktisadi faaliyette yavaşlamaya işaret ettiğini, yakın dönemdeki gelişmelerin enflasyon görünümü üzerindeki olası ikincil etkilerinin önem taşıyacağını ifade etmiştir.

TCMB, parasal aktarımı güçlendirmek amacıyla kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık uygulamasında değişiklikler yapmıştır. Buna göre, deprem bölgesine kullandırılan TL kredilere ilişkin istisnalar kaldırılmış, istisna krediler arasında yer alan esnaf kredilerinin kapsamı daraltılmıştır.

Mevcut Enflasyon Raporu döneminde likidite fazlası gerilemiş ve bir süre sistemde geçici likidite açığı oluşmuştur. Piyasadaki likidite, ağırlıklı olarak TCMB kaynaklı döviz işlemlerinin etkisiyle dalgalı bir seyir izlemiştir. Şubat ayı sonlarından itibaren jeopolitik gelişmeler neticesinde artan belirsizlikler, riskten kaçınma eğiliminin belirginleşmesine ve Türk lirası varlıklarda satış baskısı oluşmasına neden olmuştur. Bu süreçte TCMB'nin döviz kurlarındaki oynaklıkları sınırlamaya yönelik işlemleri ile döviz pozisyonunda gerileme gerçekleşmiştir. TCMB'nin döviz işlemleri neticesinde piyasadaki fazla likidite düzeyi azalış eğilimine girmiş ve 23 Mart-10 Nisan dönemi boyunca sistemde likidite açığı oluşmuştur (Grafik 1.1.1). Rapor dönemi boyunca Hazine ve Maliye Bakanlığının (HMB) TL hesap bakiyesinin seyri ile zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemesi de likidite koşulları üzerinde etkili olmuştur. TCMB, piyasada likidite açığı oluşmasının ardından bankaların Türk lirası ve döviz likidite yönetimlerine katkıda bulunmak amacıyla 31 Mart tarihinden itibaren geleneksel yöntemle alım yönlü swap ihaleleri ile Türk lirası fonlama yapmaya başlamıştır. Swap kanalıyla yapılan TL fonlama tutarı 6 Nisan tarihinden itibaren likidite ihtiyacına bağlı olarak azalış eğilimine girmiştir.

Mevcut Rapor döneminin büyük bir bölümünde sistemin fonlama ihtiyacı TCMB gecelik borç verme faiz oranı üzerinden karşılanmıştır. 2 Mart tarihinden itibaren TCMB fonlaması ve gerçekleştirilen sterilizasyon işlemlerinin TCMB gecelik borç verme faiz oranından gerçekleşmesi ile piyasadaki gecelik faiz oranları da TCMB üst koridoruna yakın düzeylerde seyretmiştir (Grafik 1.1.2). Likidite fazlasının sterilizasyonu gecelik vadedeki TL depo alım ihaleleri kanalıyla yapılmaktadır. Rapor döneminde, sterilizasyon amacıyla ayrıca, bir hafta vadeli altın karşılığı ters swap ihaleleri düzenlenmeye devam edilmiştir. Fazla likiditenin sınırlı bir kısmı ise TCMB gecelik borç alma faiz oranından gerçekleşen gecelik kotasyon işlemleri ve bir hafta vadeli depo alım ihaleleri ile çekilmiştir.

Grafik 1.1.1: TCMB APİ ve Swap İşlemleri
(1 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar Türk Lirası)



Grafik 1.1.2: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)

