1. Genel Değerlendirme

ABD/İsrail-İran Savaşı'na ilişkin haber akışı değişkenlik gösterirken küresel ekonomik görünüme ilişkin belirsizlikler sürmektedir. Haziran ayında ateşkes konusunda anlaşmaya varılması ile Hürmüz Boğazı'ndan gemi geçişleri hızlanırken ham petrol fiyatları savaş öncesi düzeylere gerilemiştir. Ancak, temmuz ayında bölgede gerilimin tekrar artması ile fiyatların yeniden yükseldiği ve gemi geçişlerinin de azaldığı görülmektedir. Mevcut durumda enerji fiyatları savaş öncesi seviyenin belirgin şekilde üzerindedir. Haziran ayında girdi maliyetleri bir miktar azalırken tedarik zincirlerindeki aksamalar sınırlı olarak iyileşmiştir. Temmuz ayında bu görünümün tersine döndüğü görülmektedir. Bu bağlamda, savaş öncesi döneme kıyasla arz yönlü sıkıntılar sürmektedir. Buna bağlı olarak, küresel büyüme görünümündeki zayıf ve kırılgan görünüm devam etmiştir. Gerçekleşen ve beklenen enflasyonun birçok ülkede yükselmeye devam etmesi, küresel olarak daha sıkı para politikası beklentilerini de güçlendirmiştir. Belirsizlik sürecinin uzaması ve enerji fiyatlarındaki artışların daha kalıcı olması durumunda, beklentilerin çıpalanması ve ikincil etkilerin kontrol altına alınmasına yönelik olarak küresel ölçekte daha fazla parasal sıkılaşmanın gerekebileceği değerlendirilmektedir.

ABD/İsrail-İran arasındaki ateşkes görüşmelerinin etkisiyle finansal piyasalarda oynaklık azalırken jeopolitik belirsizlikler sürmektedir. Türkiye CDS primi bir önceki Rapor dönemine kıyasla GOÜ risk primlerine benzer şekilde gerileyerek 10 Ağustos itibarıyla 225 baz puan olmuştur. Rapor döneminde Türk lirasının ima edilen oynaklığı gerilemiştir. TCMB brüt uluslararası rezervleri, altın fiyatlarındaki düşüşün de etkisiyle 1,0 milyar ABD doları azalarak 164,5 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Mevcut Rapor döneminin başında jeopolitik risklerin azalmasıyla düşen DİBS getirileri; yakın dönemde artan savaş kaynaklı belirsizlikler ve enflasyon üzerinde olası riskler nedeniyle bütün vadelerde yükselmiştir.

Mevcut Rapor döneminde, jeopolitik gelişmeler karşısında TCMB'nin aldığı sıkı para politikasını destekleyici kararların etkisiyle finansal koşullardaki sıkılık sürmüştür. Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alınarak, 1 Mart tarihinde 1 hafta vadeli repo ihalelerine bir süreliğine ara verilmesi kararı sonrasında gecelik piyasa faizleri TCMB faiz koridorunun üst bandına oldukça yakın seviyelerde gerçekleşmeye devam etmektedir. Kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık uygulamasında sıkı parasal duruşu desteklemek ve makrofinansal istikrarı güçlendirmek amacıyla düzenlemeler yapılmıştır. Sıkı finansal koşulların etkisi mevduat ve kredi faizlerinde gözlenmektedir. Mevduat ve kredi faiz oranları bir önceki Rapor döneminin sonundaki seviyelerine oldukça yakındır. Mevcut Rapor döneminde para politikasındaki sıkı duruşun da etkisiyle jeopolitik belirsizliklere rağmen TL mevduat payı yüzde 62 seviyesine ulaşmıştır. Kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyümesi Rapor döneminde bir miktar gerilemiştir.

2026 yılının ilk çeyreğinde büyüme oranlarında yıllık ve çeyreklik bazda gerileme devam etmiş, iktisadi faaliyet potansiyelinin altında bir büyüme kaydetmiştir. İlk çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), yıllık bazda yüzde 2,5, çeyreklik bazda ise yüzde 0,1 oranında artmıştır. Özel tüketim ve toplam yatırımların yıllık büyümeye verdikleri pozitif katkı bir miktar azalmıştır. Çeyreklik bazda ise özel tüketim sınırlı olarak artarken toplam yatırımlar gerilemiştir. Söz konusu dönemde, mal ve hizmetlerin hem ithalatı hem de ihracatında düşüş gerçekleşmiştir. Bu doğrultuda, net ihracatın çeyreklik büyümeye negatif katkısı azalarak devam etmiştir. Bu çerçevede, iktisadi faaliyet, ilk çeyrekte yavaşlamaya devam ederek potansiyelinin altında bir büyüme sergilemiştir.

2026 yılının ikinci çeyreğine ilişkin mevcut göstergeler iktisadi faaliyetin ılımlı seyrettiğini ve yurt içi talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği desteğin belirginleştiğini ima etmektedir. Söz konusu dönemde, altın hariç perakende satışların büyümesi bir önceki çeyreğe kıyasla gerilemiş, satışlar uzun dönem eğiliminin altında seyretmeye devam etmiştir. İkinci çeyrekte beyaz eşya satışları artmakla birlikte ilk çeyrekteki azalışını telafi edememiştir. Otomobil satışlarında ilk çeyrekte görülen azalış ikinci çeyrekte ve temmuz ayında sürmüştür. İkinci çeyrekte, kartla yapılan harcamalar gerilemiştir. Temmuz ayına ilişkin veriler, kart harcamalarındaki zayıf seyrin sürdüğüne işaret etmektedir. Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden elde edinilen bulgular da yurt içi satışlardaki zayıf seyrin temmuz ayında sürdüğünü göstermektedir. Üretim tarafında ise sanayi üretimi ikinci çeyrekte artmıştır. Tipik oynaklık sergileyen sektörler dışlandığında da sanayi üretimi, ana endeksteki artışın bir miktar altında olmakla birlikte yükseliş kaydetmiştir. İktisadi Yönelim Anketi (İYA) ve PMI gibi anket bazlı göstergeler, temmuz ayında artışa işaret etmektedir. Mayıs ayı itibarıyla yılın ikinci çeyreğinde hizmet üretim endeksi yataya yakın seyretmiştir. Aynı dönemde, inşaat üretim endeksinin çeyreklik ve yıllık büyüme oranları ise negatif olmuştur.

İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğine kıyasla daha az sıkıdır. Mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin çeyreklik ortalamalarına göre istihdam yılın ikinci çeyreğinde 155 bin kişi artarak 32,5 milyon kişi düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı çeyreklik bazda 0,3 puan gerileyerek yüzde 7,9 olurken işgücüne katılım oranı yataya yakın seyretmiştir. Âtıl işgücü oranı yüksek seviyesini sürdürmekle birlikte ilk çeyreğe kıyasla 0,2 puan azalmıştır. 2026 yılının ilk çeyreğinde kişi başı reel ücretlerdeki artışın verimlilik artışından yüksek gerçekleşmesinin etkisiyle tarım dışı reel birim ücretler yükselmiştir.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı 2026 yılının ikinci çeyreğinde azalmıştır. Mayıs ayı itibarıyla ikinci çeyrekte ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığındaki gerilemeyle cari açık azalmıştır. Hizmetler dengesi fazlası ve gelir dengesindeki iyileşme bu dönemde cari dengeyi olumlu etkilemiştir. Yılın ikinci çeyreğinde yurt dışı talep, savaşın olumsuz etkilerine karşın önceki çeyreğe göre daha güçlü seyretmiş, ihracat fiyatlarındaki artış eğilimi de sürmüştür. TÜİK tarafından yayınlanan dış ticaret istatistikleri çerçevesinde ikinci çeyrekte, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat bir önceki çeyreğe göre artmıştır. İhracatta gerçekleşen artışta jeopolitik gelişmelerin ve artan lojistik maliyetlerin etkisiyle talebin kısmen Türkiye'ye kaymasının da rol oynadığı değerlendirilmektedir. İthalat ise savaşın enerji fiyatlarında tetiklediği hızlı yükselişle artan enerji ithalatı kaynaklı artmıştır. İkinci çeyrekte gerileyen altın fiyatlarıyla birlikte altın ithalatının yavaşlaması ve altın-enerji hariç ithalatın yatay bir görünüm izlemesi toplam ithalattaki artışı sınırlamıştır. Mal grubu bazında bakıldığında, ikinci çeyrekte yatırım ve tüketim malı ithalatı bir önceki çeyreğe göre azalmış, ara malı ithalatı ise artmıştır. Geçici dış ticaret istatistikleri, temmuz ayında ithalatta daha fazla olmak üzere hem ithalat hem de ihracatta azalışa işaret etmektedir. Böylelikle, ilgili ayda dış ticaret açığı ikinci çeyrek ortalamasının altında bir görünüm sergilemiştir. Önümüzdeki dönemde cari açık üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutan temel unsurun, önceki Rapor dönemine göre bir miktar gerilemekle birlikte, yüksek ve oynak seyreden enerji fiyatları kaynaklı net enerji ithalatında meydana gelebilecek artış olduğu değerlendirilmektedir. Finansman tarafına bakıldığında ise mayıs ayı itibarıyla ikinci çeyrekte sermaye girişleri görülmektedir. Söz konusu girişin önemli bir kısmı diğer yatırımlar kalemi üzerinden olmuştur. Temmuz ayına ilişkin veriler, yakın dönemdeki jeopolitik gelişmelere rağmen özellikle DİBS tarafında portföy girişlerinin devam ettiğine işaret etmektedir.

Tüketici enflasyonu temmuz ayında yüzde 31,75 ile bir önceki Rapor dönemi tahmininin üzerinde gerçekleşmiştir. Son üç aylık dönemdeki gelişmeler alt kalem bazında değerlendirildiğinde, yıllık tüketici enflasyonuna enerji ile alkol-tütün-altın grupları azaltıcı yönde katkıda bulunurken diğer alt grupların katkısı artırıcı yönde olmuştur. Rapor döneminde arz yönlü baskılar önceki döneme kıyasla bir miktar zayıflamakla birlikte dezenflasyon sürecini yavaşlatmıştır. Uluslararası emtia fiyatları, haziran ayında enerji öncülüğünde gerilese de temmuz ayında jeopolitik belirsizliklerin tırmanmasıyla yeniden yükselişe geçmiştir. Tarımsal emtia fiyatları ise arz endişeleri, jeopolitik gelişmeler ve elverişsiz hava koşullarının etkisiyle dalgalı seyrederek önceki Rapor dönemine kıyasla artmıştır. Akaryakıt fiyatlarında altı aylık Yİ-ÜFE artışının ima ettiği maktu vergi güncellemesinin temmuz ayı için uygulanmaması fiyat artışlarını sınırlarken yeniden yükseliş eğilimine giren ham petrol fiyatları ve eşel mobil sisteminin kademeli olarak sonlandırılması sürecinin etkileri enflasyon üzerinde baskı oluşturan unsurlar olmuştur. Mevcut Rapor döneminde jeopolitik gelişmelerin yanı sıra yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi düzenlemelerinin manşet enflasyon üzerindeki etkisi öne çıkmıştır. Yönetilen/yönlendirilen fiyatlar (YYF) tarafında, SUT (Sağlık Uygulama Tebliği) kapsamındaki muayene katılım paylarında yapılan güncellemenin temmuz ayında aylık tüketici enflasyonuna etkisi 0,22 puan olmuştur. Temmuz ayı itibarıyla YYF hariç hesaplanan F endeksinin yıllık enflasyon oranı yüzde 30,37 ile manşet enflasyondan düşük seyretmiştir. Vergi ayarlamaları kapsamında ise maktu vergi güncellemesinin de etkisiyle temmuz ayında alkollü içecek fiyatlarında artış gözlenmiştir. Tütün ürünlerinde nispi ÖTV oranı düşürülürken maktu verginin artırılmasının enflasyon üzerindeki yukarı yönlü etkisi ise ağustos ayında gözlenmektedir. Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi son iki ayda gerilemekle birlikte tarihsel ortalamasının üzerinde kalmış, teslimat sürelerinde ise mayıs ayından itibaren normalleşme eğilimi gözlenmiştir. Türk lirasının dönem genelinde sergilediği istikrarlı görünüm maliyet baskılarını hafifletmiştir. Bu çerçevede üretici fiyat artışları son iki ayda ivme kaybetmiş ve bu grupta yıllık enflasyon yüzde 27,83'e gerilemiştir. İkinci çeyrek verileri talep koşullarının dezenflasyonu destekleyici konumda olduğuna işaret etmektedir. Enflasyon beklentileri ise enflasyon tahmini ve ara hedefinin üzerinde seyretmeye devam etmektedir. Jeopolitik gelişmelerin maliyet kanalı, iktisadi faaliyet ve beklenti kanalı üzerinden enflasyon görünümüne etkileri yakından izlenmeye devam edilmektedir.

Enflasyon ara hedefleri, 2026, 2027 ve 2028 yılları için sırasıyla yüzde 24, yüzde 15 ve yüzde 9 olarak korunmuştur. TCMB, enflasyon gerçekleşmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini dikkate alarak ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği parasal sıkılığı sağlayacaktır.

Enflasyonun, 2026 yıl sonunda yüzde 28; 2027 yıl sonunda ise yüzde 15 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2028 yıl sonunda yüzde 9'a geriledikten sonra enflasyonun orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. 2026 yıl sonu enflasyon tahmininin yukarı yönlü güncellenmesinde motorin, doğal gaz ve diğer bazı emtia fiyatlarındaki görünüm dikkate alınarak TL cinsi ithalat fiyatları varsayımında yapılan artış etkili olmuştur. Eşel mobil uygulamasına yönelik düzenlemelerin etkisi de tahminlere yansıtılmıştır. Bunun yanı sıra, gerçekleşmeler kaynaklı olarak gıda enflasyonu varsayımında yapılan yukarı yönlü güncelleme ile yönetilen/yönlendirilen fiyatlarla ilgili düzenlemeler de enflasyon tahmininin artmasında etkili olmuştur. Çıktı açığı patikası bir önceki Rapor dönemine göre 2026 yılı için sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmekle birlikte dezenflasyonu destekleyici seviyede kalmaya devam etmektedir. Finansal koşullardaki sıkılığın korunmasıyla yurt içi talebin zayıf seyrini önümüzdeki dönemde sürdürmesi beklenmektedir.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun fiyat istikrarı sağlanana kadar kararlılıkla sürdürüleceği ve ekonomi politikalarında eşgüdümün korunacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Jeopolitik gelişmelerin oluşturduğu riskleri sınırlamak amacıyla ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti yüzde 40 düzeyinde tutulmuş ve makroihtiyati politikalarla parasal sıkılık desteklenmiştir. Tahminler, ara hedefler gözetilerek para politikasının enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir çerçevede oluşturulmuştur. Arz şoklarıyla yükselen enflasyonun ana eğilimi son dönemde gerilerken sıkı parasal duruşun beklenti ve fiyatlama davranışlarındaki iyileşmeyi desteklemesiyle bu gerilemenin önümüzdeki dönemde sürmesi beklenmektedir. Ayrıca, kira ve eğitim başta olmak üzere geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin güçlü olduğu hizmet kalemlerinde ataletin zayıflamasıyla hizmet enflasyonundaki düşüşün daha belirgin hale geleceği öngörülmektedir. Bununla birlikte enerji fiyatları enflasyon görünümü açısından önemli bir belirsizlik unsuru olmaya devam etmektedir. Jeopolitik gelişmelerin enerji fiyatlarında neden olduğu yüksek oynaklığın yanı sıra, eşel mobil uygulamasının önümüzdeki dönemdeki seyri uluslararası petrol fiyatlarının enflasyona yansımaları bakımından önem arz etmektedir.

1.1 Para Politikası Kararları

***TCMB, politika faizini haziran ve temmuz aylarında yüzde 37 seviyesinde sabit tutmuştur*.** Haziran ayı toplantısında, yılın ilk aylarındaki yükselişin ardından enflasyonun ana eğiliminin mayıs ayında bir miktar gerilediği değerlendirilmiştir. TCMB, ilk çeyreğe ait verilerin iktisadi faaliyetin yavaşlamaya devam ettiğine ve öncü göstergelerin iç talepteki zayıf seyrin sürdüğüne işaret ettiğini belirtmiştir. Bununla birlikte jeopolitik gelişmeler neticesindeki belirsizliklere bağlı olarak enerji fiyatlarında oynak ve yüksek seyrin devam ettiğine de dikkat çekilmiştir. Temmuz ayı toplantısında TCMB, iç talepteki zayıf seyrin belirginleştiğini ifade etmiştir. Jeopolitik gelişmelere ilişkin artan belirsizlikler nedeniyle enerji fiyatlarının yeniden yükseliş eğilimine girdiği vurgulanmıştır. TCMB, jeopolitik gelişmelerin maliyet kanalı ve iktisadi faaliyet üzerinden enflasyon görünümüne etkilerini yakından takip ettiğini vurgulayarak haziran ve temmuz aylarında politika faizini yüzde 37 seviyesinde sabit bırakmıştır.

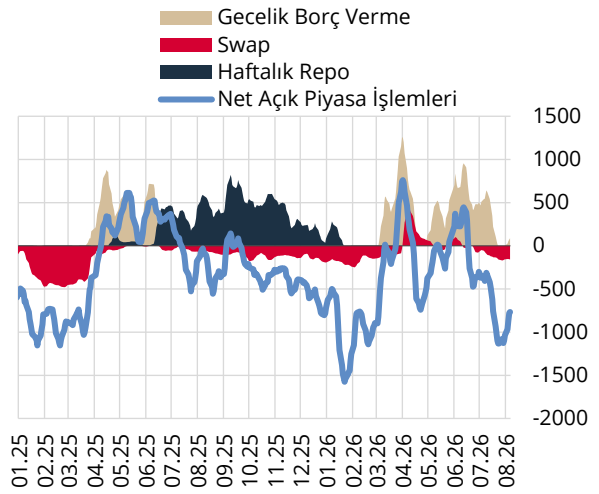
TCMB, sıkı parasal duruşu desteklemek ve makrofinansal istikrarı güçlendirmek amacıyla, kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık uygulamasında düzenlemeler yapmıştır. 23 Mayıs 2026 tarihinde yapılan değişiklikle, 17 Temmuz 2026 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere kredi büyüme sınırları sıkılaştırılmıştır. Bu kapsamda, ihtiyaç ve taşıt kredileri için aylık büyüme sınırı yüzde 4'ten yüzde 3'e, kredili mevduat hesabı limitleri için yüzde 2'den yüzde 1'e, TL ticari kredilerde KOBİ'ler için yüzde 5'ten yüzde 4,5'e ve büyük firmalar için yüzde 3'ten yüzde 2'ye düşürülmüştür. Ayrıca, yeniden yapılandırılan krediler ile tazmin edilen gayri nakdi kredi bedelleri kredi büyümesi hesaplamasına dâhil edilmiş, bilanço aktif büyüklüğü 2 trilyon Türk lirasının üzerinde olan bankalar için zorunlu karşılık indirim tutarı 500 milyon TL'den 2 milyar TL'ye çıkarılmıştır.

TCMB, makrofinansal istikrarı güçlendirmek ve parasal aktarım mekanizmasını desteklemek amacıyla yabancı para zorunlu karşılıklara yönelik sadeleşme adımları atmıştır. 2023 yılında yürürlüğe alınan ve mevcut durumda yüzde 2,5 oranında uygulanan döviz cinsinden mevduat/katılım fonu için Türk lirası cinsinden ilave zorunlu karşılık tesisi uygulaması yürürlükten kaldırılmıştır. Ayrıca, vadesiz ve 1 aya kadar vadeli ile daha uzun vadeli yabancı para mevduat/katılım fonlarına farklı düzeylerde uygulanmakta olan zorunlu karşılık oranları 2 yüzde puan artırılarak sırasıyla yüzde 32 ve yüzde 28 olarak değiştirilmiştir.

Mevcut Enflasyon Raporu döneminde piyasadaki likidite düzeyi dalgalı bir seyir izlemiş ve bir süre sistemde geçici likidite açığı oluşmuştur. Piyasadaki likidite düzeyi, TCMB kaynaklı döviz işlemleri, Hazine ve Maliye Bakanlığının (HMB) TL hesap bakiyesinin seyri ve bankaların TL cinsi zorunlu karşılık yönetimlerinin etkisiyle dalgalı bir seyir izlemiştir. 7-22 Mayıs döneminde bankaların zorunlu karşılık bakiyelerini artırmalarına ek olarak TCMB'nin döviz işlemleri, sistemde tekrar geçici likidite açığı oluşmasına neden olmuştur. Haziran ayı ile birlikte TCMB'nin döviz alımlarının etkisi ile sistemin fonlama ihtiyacı gerileme kaydetmiş ve 17 Haziran tarihi itibarıyla sistemde tekrar fazla likidite oluşmuştur. Takip eden dönemde TL cinsi zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemesi ile TCMB kaynaklı döviz işlemleri, piyasadaki fazla likidite düzeyinin yükselmesinde etkili olmuştur (Grafik 1.1.1). Mevcut Rapor döneminde swap kanalıyla yapılan TL fonlama tutarı 26 Mayıs tarihinde ulaştığı en yüksek seviye olan 3,7 milyar ABD doları düzeyinden likidite ihtiyacına bağlı olarak gerileme kaydederek 5 Ağustos tarihi itibarıyla sıfır düzeyine gelmiştir.

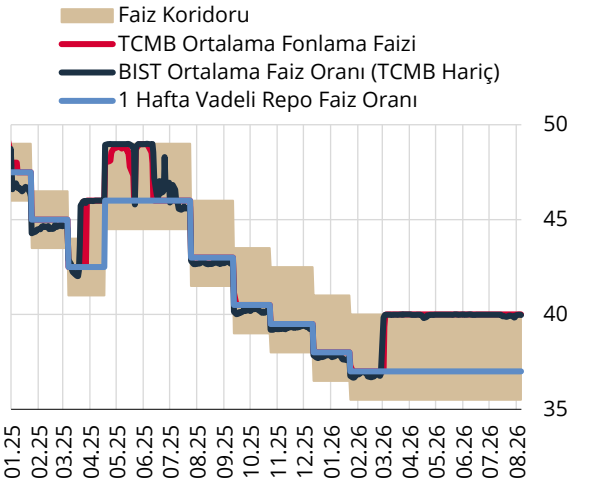
Rapor döneminin tamamında fonlama ve sterilizasyon işlemleri TCMB gecelik borç verme faiz oranı üzerinden karşılanmıştır. 2 Mart tarihinden itibaren TCMB, 1 hafta vadeli repo ihaleleri düzenlememekte ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti TCMB gecelik vadede borç verme faiz oranı seviyesinde oluşmaktadır. Mevcut Rapor döneminde TCMB fonlaması ve gerçekleştirilen sterilizasyon işlemlerinin TCMB politika faiz oranı yerine gecelik borç verme oranından gerçekleşmesi ile gecelik faiz oranları da TCMB üst koridoruna yakın düzeylerde seyretmiştir (Grafik 1.1.2). Fazla likiditenin sterilizasyonu ağırlıklı olarak gecelik vadedeki TL depo alım ihaleleri kanalıyla yapılmaktadır. Bu dönemde, sterilizasyon amacıyla ayrıca, bir hafta vadeli altın karşılığı ters swap ihaleleri düzenlenmeye devam edilmiştir. Haziran ayı ortalarından itibaren bir hafta vadeli depo alım ihaleleri ile yapılan sterilizasyon tutarı da artış kaydetmektedir.

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



Kaynak: TCMB.

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



Kaynak: BİST, TCMB.