

EKONOMİ BÜLTENİ

AĞUSTOS
2026



KUVEYTÜRK

Öne Çıkanlar

Hürmüz'deki Gerilim Enerji Piyasalarını Baskılamaya Devam Ediyor

Ağustos ayında küresel ekonomik gündem, Orta Doğu'daki çatışmaların yeniden yoğunlaşması ve enerji arzındaki aksaklıkların büyüme ve enflasyon üzerindeki etkileri çerçevesinde şekillendi. Uluslararası Enerji Ajansı'nın Ağustos raporuna göre küresel petrol arzı Temmuz'da günlük 2,4 milyon varil artarak 101,5 milyon varile yükselmiştir. Ancak Körfez'deki günlük 8,3 milyon varillik üretim kapasitesi devre dışı kalmaya devam etmiştir. Petrol fiyatları jeopolitik gelişmelere bağlı olarak Temmuz boyunca yaklaşık 40 dolarlık geniş bir bantta hareket etmiş, North Sea Dated ay içinde 25,67 dolar yükselerek ay sonunda 96,80 dolar/varile ulaşmıştır. Rafineri kapasitesindeki kesintiler ham petrol ile rafine ürün fiyatları arasındaki ayrışmayı derinleştirmiş, ABD'de rafineri marjları 16 Temmuz'da 70 dolar ile tarihi zirveye çıkmıştır. Küresel gözlenen petrol stokları Temmuz'da 69 milyon varil azalmıştır. IMF'nin Temmuz ayı Dünya Ekonomik Görünüm güncellemesinde küresel büyüme tahmini 2026 için düşürerek %3,0'a, enflasyon tahmini ise yükselterek %4,7'ye revize edilmiştir.

Temmuz'da Enflasyon Aylık Bazda Hız Kazandı, Yıllık Gerileme Sürdü

Temmuz ayında tüketici fiyat endeksi aylık bazda %1,78 artarak Haziran'daki %0,99'luk artışın belirgin şekilde üzerinde gerçekleşmiştir. Yıllık TÜFE enflasyonu ise %32,11'den %31,75'e gerileyerek düşüş eğilimini sürdürmüştür. Yılın ilk yedi ayındaki kümülatif artış %19,86'ya ulaşmıştır. Ana harcama grupları içerisinde sağlık fiyatları aylık %10,74 ile dikkat çekici bir artış kaydederken, aylık enflasyona en yüksek katkılar ulaştırmadan 0,44, gıda ve alkolsüz içeceklerden 0,40 ve sağlıktan 0,32 yüzde puan gelmiştir. Yıllık enflasyona katkıda gıda ve alkolsüz içecekler 8,94 yüzde puanla ilk sırada yer alırken, ulaştırma 5,22 ve konut 5,21 yüzde puan katkı sağlamıştır. Çekirdek C endeksi yıllık %29,91 olarak gerçekleşmiştir. Üretici fiyatlarında yıllık Yİ-ÜFE enflasyonu %27,83'e gerilerken, TCMB Temmuz ayında enerji fiyatlarındaki yeniden artışa dikkat çekmiştir. Bu gelişmeler ışığında TCMB, 13 Ağustos'ta açıkladığı üçüncü Enflasyon Raporu'nda 2026 yıl sonu enflasyon tahminini %26'dan %28'e yükseltmiştir.

Cari Açık Genişlemeye Devam Ederken Hizmet Gelirleri Tampon Görevi Görüyor

Haziran ayında cari işlemler hesabı 4,2 milyar dolar açık verirken, altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı 1,5 milyar dolar fazla kaydetmiştir. 12 aylık kümülatif cari açık 38,9 milyar dolara yükselmiş, yıllıklandırılmış dış ticaret açığı ise 76,5 milyar dolara ulaşmıştır. Hizmetler dengesinden sağlanan net girişler 6,9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş, yıllıklandırılmış hizmetler dengesi fazlası 63,7 milyar dolara ulaşarak dış ticaret kaynaklı açığın önemli bir bölümünü dengelemeyi sürdürmüştür. Finansman tarafında yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi, yatırım fonu ve DİBS piyasalarına net alım yapması dikkat çekmiştir.

Piyasalarda Mevduat Öne Çıktı, Ağustos'ta Altında Sert Yükseliş Yaşandı

Temmuz ayında reel getiri sıralamasında mevduat faizi (%1,29) ve DİBS (%0,89) öne çıkarken, BIST 100 (-%2,61) ve külçe altın (-%4,79) en sert reel gerilemeyi yaşayan araçlar oldu. Küresel altın piyasasında Temmuz ayı boyunca fiyatlar 4.000-4.100 dolar bandında büyük ölçüde yatay bir seyir izledi. Asıl hareketlilik Ağustos ayında yaşandı. ABD Hazinesi'nin 10 ve 30 yıllık tahvillere yönelik geri alım programını genişletmesi, kamu borcunun 40 trilyon dolara yaklaşmasıyla derinleşen mali sürdürülebilirlik endişeleri ve zayıflayan dolar, altın fiyatlarını Ağustos ortasında 4.600 doların üzerine taşımıştır. Bu gelişme, fiyat hareketinin kaynağının FED'in faiz kararlarından ziyade ABD'nin mali görünümüne ilişkin kaygılardan kaynaklandığını göstermektedir. TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi'nde yıl sonu enflasyon beklentisi %29,43'e, dolar/TL beklentisi ise 51,66'ya yükselmiştir. Konut piyasasında nominal artışlar sürerken TCMB Konut Fiyat Endeksi'nde reel değer kaybı %5,1 olmuştur.

Beklentiler

Küresel Ekonomi

Önümüzdeki dönemde küresel ekonomik görünümün, Orta Doğu'daki diplomatik sürecin kırılganlığı ile FED'in yeni başkanlık döneminde para politikası duruşuna ilişkin belirsizliğin ortak etkisi altında şekillenmeye devam etmesini bekliyoruz. Katar, Umman ve Pakistan'ın arabuluculuğunda sürdürülen görüşmelere karşın taraflar arasında henüz somut bir ilerleme kaydedilmemiş olması ve Hürmüz Boğazı'ndan geçen petrol sevkiyatlarının savaş öncesi seviyenin yaklaşık dörtte birinde seyretmeye devam etmesi, enerji arzındaki kırılganlığın yakın vadede sürebileceğine işaret etmektedir. ABD Enerji Enformasyon İdaresi'nin Orta Doğu'da günlük yaklaşık 5,5 milyon varillik üretimin devre dışı kaldığını belirtmesi, ticaret yollarının 2027 başına kadar normale dönmesi hâlinde dahi günlük yaklaşık 600 bin varillik kapasitenin 2027 sonuna kadar devre dışı kalabileceğini öngörmesi, rafineri ve ham petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü baskının bir süre daha gündemde kalacağına işaret etmektedir. Para politikası tarafında ise tablo Ağustos ayı içinde belirgin şekilde değişmiştir. FED'in 29 Temmuz toplantısında politika faizini sabit tutmasına karşın üç üyenin faiz artışı yönünde muhalif oy kullanması, komitenin son on yılın en şahin ayrışmalarından birine sahne olduğunu göstermektedir. ABD işgücü piyasasında Temmuz ayında istihdamın beklenmedik şekilde gerilemesi ve önceki iki aya ilişkin verilerin toplam 103 bin kişi aşağı revize edilmesi, FED üzerindeki gevşeme baskısını artıracak unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Bu çerçevede, IMF'nin öngördüğü %3,0 küresel büyüme ve %4,7 küresel enflasyon seviyelerinin gerçekleşmesi hâlinde başta FED olmak üzere önde gelen merkez bankalarının yakın vadede gevşeme adımı atmasının güçleşeceğini düşünüyoruz. Enerji fiyatları ve jeopolitik gelişmelerin yılın geri kalanına yön veren temel değişken olmayı sürdüreceğini öngörüyoruz.

Enflasyon

Önümüzdeki dönemde enflasyon görünümünün, TCMB'nin 13 Ağustos'ta açıkladığı üçüncü Enflasyon Raporu'nda ortaya koyduğu çerçeveye uyumlu biçimde şekillenmesini bekliyoruz. TCMB, yıl sonu enflasyon tahminini %26'dan %28'e yükseltmiştir. Bu revizyonun temel gerekçesi olarak akaryakıt, doğal gaz ve enerji dışı emtia fiyatlarındaki yüksek seyri göstermiştir. Banka, aynı raporda 2026 yılı için petrol fiyatı varsayımını 89,4 dolardan 87,8 dolara indirmiş, buna karşılık 2027 varsayımını 75,4 dolardan 76,4 dolara yükseltmiştir. Bu durum, enerji kaynaklı fiyat baskısının kısa vadede hafiflemekle birlikte orta vadede sürebileceğine işaret etmektedir. TCMB Başkanı Karahan'ın dezenflasyon sürecinde yaşanan yavaşlamaya ilişkin değerlendirmeleri ve sıkı para politikası duruşunun sürdürüleceğini vurgulaması, bankanın enflasyonla mücadelede kararlılığını koruduğunu göstermektedir. TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi'nin Ağustos turunda yıl sonu enflasyon beklentisinin %29,43'e yükselmesine karşın 12 ay sonrası beklentisi %23,69'a gerilemiştir. Bu durum, piyasa katılımcılarının kısa vadeli risklere rağmen orta vadeli dezenflasyon sürecine ilişkin beklentilerini büyük ölçüde koruduğuna işaret etmektedir. Bu çerçevede, enerji fiyatlarında belirgin bir yukarı yönlü hareket yaşanmaması hâlinde dezenflasyon eğiliminin korunacağını ancak hizmet enflasyonundaki katılık ve mevcut yukarı yönlü risklerin etkisiyle yıl sonu enflasyonunun TCMB'nin %28'lik tahmininin üzerinde, %30 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Ödemeler Dengesi

Önümüzdeki dönemde cari dengenin, TCMB'nin Haziran ayı ödemeler dengesi istatistiklerinde ortaya çıkan yapısal eğilimler doğrultusunda şekillenmeye devam etmesini bekliyoruz. Haziran ayında cari işlemler hesabı 4,2 milyar dolar açık verirken, altın ve enerji hariç cari işlemler hesabının 1,5 milyar dolar fazla kaydetmesi, temel dengesizliğin büyük ölçüde enerji ithalatı kaynaklı olduğunu doğrulamaktadır. TCMB verilerine göre 12 aylık kümülatif cari açığın 38,9 milyar dolara, yıllıklandırılmış dış ticaret açığının ise 76,5 milyar dolara ulaşması dış ticaret cephesindeki baskının sürdüğüne işaret etmektedir. Buna karşılık hizmetler dengesinin yıllıklandırılmış bazda 63,7 milyar dolar fazla vermesi, turizm ve taşımacılık gelirlerinin cari dengeyi destekleyici rolünü korumaya devam ettiğini göstermektedir. Bu çerçevede, Hürmüz Boğazı'ndaki gerilimin sürmesi hâlinde enerji ithalat faturasının dış ticaret açığını genişletici yönde etkilemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ancak turizm sezonunun desteğiyle hizmet gelirlerinin bu genişlemenin önemli bir bölümünü dengelemeyi sürdüreceğini öngörüyoruz. Portföy tarafında yurt dışı yerleşiklerin TL varlıklara yönelik ilgisinin, reel faizin pozitif seyrini koruması hâlinde devam edebileceğini değerlendiriyoruz.

Piyasa Görünümü

Önümüzdeki dönemde finansal piyasalarda varlık fiyatlarındaki dalgalı seyrin sürmesini bekliyoruz. Dünya Altın Konseyi'nin 1 Temmuz 2026 tarihli orta yıl değerlendirme raporunda altının yılın ikinci yarısında 4.100 dolar civarında ve yüzde 5'lik bir bant içinde seyretmesi öngörülmüştü. Ancak Ağustos ayında altının bu bandın üst sınırını aşarak 4.600 doların üzerine çıkması, fiyatlamaların artık yalnızca merkez bankası talebi ve para politikası beklentileriyle değil, ABD'nin mali sürdürülebilirliğine yönelik artan endişelerle de şekillendiğine işaret etmektedir. Hazine'nin uzun vadeli tahvillere yönelik geri alım programını genişletmesi ve kamu borcunun 40 trilyon dolara yaklaşması, altını güvenli liman ve borç riskine karşı koruma aracı olarak öne çıkarmıştır. Bu çerçevede, merkez bankalarının yapısal talebinin altına desteği korumaya devam edeceğini düşünüyoruz. Fakat ABD mali politikasına ilişkin gelişmelerin ve FED'in yeni başkanlık döneminde izleyeceği iletişim tarzının fiyat oynaklığını FED'in faiz kararlarından daha belirleyici şekilde etkileyebileceğini değerlendiriyoruz. Petrol cephesinde, Hürmüz Boğazı'ndaki kısıtların sürmesi ve Körfez rafinerilerinin tam kapasiteye dönmemesi nedeniyle rafineri kâr marjlarındaki yüksek seviyelerin korunmasını bekliyoruz. Türkiye özelinde, TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu sürdürmesi ve reel faizin pozitif seyrini koruması nedeniyle kısa vadede sabit getirili araçların üstünlüğünü koruyacağını değerlendiriyoruz.

Dünya Ekonomisi

Ağustos ayı itibarıyla küresel ekonomik görünüm, Orta Doğu'daki çatışmaların yeniden yoğunlaşması ve enerji arzında devam eden aksaklıkların büyüme ve enflasyon üzerindeki etkileri çerçevesinde şekillenmektedir. Haziran ortasında sağlanan geçici ateşkesin ardından petrol arzında kısmi bir toparlanma görülmüş olsa da Temmuz başında çatışmaların yeniden şiddetlenmesi ve Hürmüz Boğazı'ndaki geçişlerin tekrar aksaması, enerji piyasalarındaki belirsizliği artırmıştır. Uluslararası Enerji Ajansı'nın (IEA) Ağustos raporuna göre küresel petrol arzı Temmuz ayında günlük 2,4 milyon varil artarak 101,5 milyon varile yükselmiş, ancak Körfez bölgesinde günlük 8,3 milyon varillik üretim kapasitesi devre dışı kalmaya devam etmiştir. Petrol fiyatları da jeopolitik gelişmelere bağlı olarak Temmuz boyunca 30 doları aşan oldukça geniş bir bantta hareket etmiş; North Sea Dated petrolü ay sonunda 96,8 dolar/varil seviyesine yükselmiştir.

Arz tarafındaki sıkıntılar rafine ürün piyasalarında daha belirgin hissedilmektedir. Küresel rafineri üretimi Temmuz ayında bir önceki aya göre günlük 1,8 milyon varil artmasına rağmen 80,9 milyon varil ile geçen yılın yaklaşık 5 milyon varil altında kalmıştır. Orta Doğu'daki ürün ihracatındaki kesintiler ve Rus rafinerilerine yönelik saldırılar, benzin, motorin ve jet yakıtı piyasalarında arzı sınırlarken Atlantik Havzası'ndaki rafineri marjlarını tarihi yüksek seviyelere taşımıştır. Küresel gözlenen petrol stokları ise Temmuz ayında 69 milyon varil azalarak 7,9 milyar varilin altına gerilemiştir. IEA, mevcut arz kısıtlarının ve yüksek yakıt

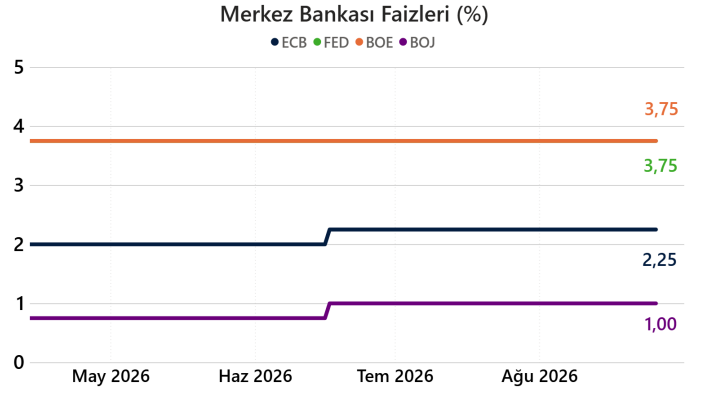
fiyatlarının etkisiyle küresel petrol talebinin 2026 genelinde günlük 1,6 milyon varil azalmasını, 2027'de ise günlük 2,4 milyon varil artmasını beklemektedir.

Uluslararası Para Fonu'nun Temmuz ayında yayımladığı Dünya Ekonomik Görünüm güncellemesi de küresel ekonominin enerji şoku ile teknoloji yatırımlarının zıt yönlü etkileri altında seyrettiğine işaret etmektedir. IMF, küresel büyümenin 2026 yılında %3,0 seviyesinde gerçekleşmesini, 2027'de ise %3,4'e yükselmesini beklemektedir. Yapay zekâ ve teknoloji yatırımlarının küresel aktiviteyi desteklemesine karşılık, yüksek enerji maliyetleri özellikle enerji ithalatçısı ekonomiler üzerinde baskı oluşturmaktadır. Enflasyon tarafında ise 2024 başından itibaren devam eden düşüş eğiliminin sektöre uğradığı değerlendirilmiştir. Küresel manşet enflasyon tahmini 2026 için %4,7'ye yükseltilirken 2027 için %3,9 olarak belirlenmiştir. IMF, Orta Doğu'daki çatışmaların yeniden şiddetlenmesini, ticari parçalanmanın hızlanmasını ve teknoloji yatırımlarına ilişkin beklentilerde yaşanabilecek sert bir düzeltmeyi küresel görünüm açısından başlıca aşağı yönlü riskler arasında değerlendirmektedir.

ABD'de Temmuz ayına ilişkin veriler enflasyonda ılımlı bir görünüm ortaya koyarken işgücü piyasasında ivme kaybına işaret etmiştir. Temmuz ayında tüketici fiyatları aylık bazda %0,1 artarken yıllık enflasyon Haziran'daki %3,5 seviyesinden %3,4'e gerilemiştir. Enerji fiyatlarının aylık %1,5 düşmesi manşet enflasyonu sınırlarken gıda ve enerji hariç çekirdek TÜFE aylık %0,2 yıllık bazda ise %2,5 artmıştır. Aynı dönemde tarım dışı istihdam 23 bin kişi azalırken işsizlik oranı %4,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ayrıca Mayıs ve Haziran aylarına ilişkin istihdam artışlarının toplam 103 bin kişi aşağı yönlü revize edilmesi, işgücü piyasasındaki yavaşlama sinyallerini güçlendirmiştir.

FED, söz konusu Temmuz ayı enflasyon ve istihdam verilerinin yayımlanmasından önce gerçekleştirilen 29 Temmuz toplantısında politika faizini %3,50-%3,75 aralığında sabit tutmuştur. Karar 3'e karşı 9 oyla alınırken üç üye 25 baz puanlık faiz artışı yönünde oy kullanmıştır. FED açıklamasında ekonomik aktivitenin sağlam bir hızda büyümeye devam ettiği, ancak enflasyonun %2 hedefinin üzerinde kaldığı ve enerji başta olmak üzere arz şoklarının fiyatlar üzerinde baskı oluşturduğu belirtilmiştir. Toplantının ardından açıklanan daha zayıf istihdam ve ılımlı tüketici enflasyonu verileri, para politikasının önümüzdeki dönemde büyüme ve enflasyon görünümündeki değişime daha duyarlı seyredeceğine işaret etmektedir.

Euro Bölgesi'nde Temmuz ayında yıllık tüketici enflasyonu Haziran'daki %2,8 seviyesinden %2,9'a yükselerek ECB'nin %2'lik orta vadeli hedefinin üzerinde kalmıştır. Yıllık enflasyona en yüksek katkı 1,55 yüzde puan ile hizmetlerden gelirken enerji grubunun katkısı 0,94 yüzde puan olmuştur. Ekonomik aktivite tarafında ise Euro Bölgesi ekonomisi 2026'nın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %0,4 büyüyerek pozitif görünümünü sürdürmüştür.



Avrupa Merkez Bankası, 23 Temmuz toplantısında üç temel politika faizini değiştirmemiştir. ECB, enerji fiyatlarının çatışma öncesi seviyelerin üzerinde ve oldukça oynak seyrettiğine dikkat çekerken enerji şokunun enflasyon üzerindeki nihai etkisinin henüz tam olarak ortaya çıkmadığını belirtmiştir. Banka, para politikası kararlarının gelen ekonomik veriler, enflasyon görünümü ve parasal aktarımın gücü dikkate alınarak toplantı bazında belirleneceğini yinelemiştir. Temmuz ayında enflasyonun yeniden sınırlı biçimde yükselmesi, enerji fiyatlarının Euro Bölgesi fiyat görünümü açısından önemini koruduğunu göstermektedir.

İngiltere'de Temmuz ayında tüketici enflasyonu yeniden yükseliş göstermiştir. Yıllık TÜFE enflasyonu Haziran'daki %2,6 seviyesinden %2,9'a çıkarken tüketici fiyatları aylık bazda %0,3 artmıştır. Gıda ve enerji başta olmak üzere oynak kalemlerin dışlandığı çekirdek TÜFE yıllık bazda %2,6 seviyesinde sabit kalırken hizmet enflasyonu %3,6'dan %3,4'e gerilemiştir. Konut ve hanehalkı hizmetleri ile mobilya grupları yıllık enflasyondaki yükselişe en güçlü katkıyı verirken ulaştırma kalemi artışı kısmen sınırlamıştır.

İngiltere Merkez Bankası ise Temmuz ayı enflasyon verisinin açıklanmasından önce, 30 Temmuz'da yayımlanan kararıyla politika faizini %3,75 seviyesinde sabit tutmuştur. Karar 3'e karşı 6 oyla alınırken üç üye faizin %4'e yükseltilmesini tercih etmiştir. Banka, enerji fiyatlarının çatışma öncesine göre yüksek seyretmesinin kısa vadeli enflasyon görünümünde yukarı yönlü risk oluşturduğunu, buna karşılık zayıflayan işgücü piyasası ve iç talebin orta vadede fiyat baskılarını sınırlayabileceğini değerlendirmiştir.

Japonya Merkez Bankası (BoJ) ise 31 Temmuz toplantısında politika faizini %1,00 seviyesinde sabit tutmuştur. Karar 1'e karşı 8 oyla alınırken, Banka enflasyon görünümüne bağlı olarak para politikasındaki normalleşmenin devam edebileceği mesajını vermiştir.

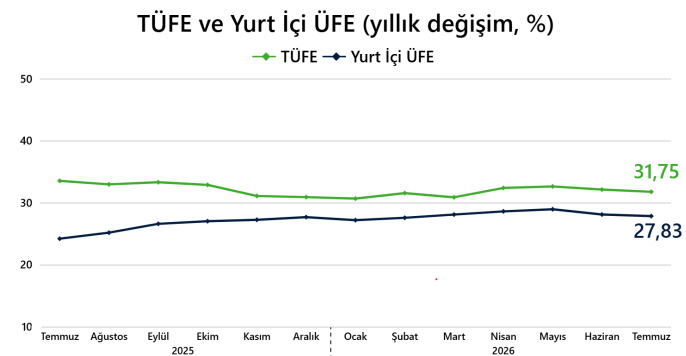
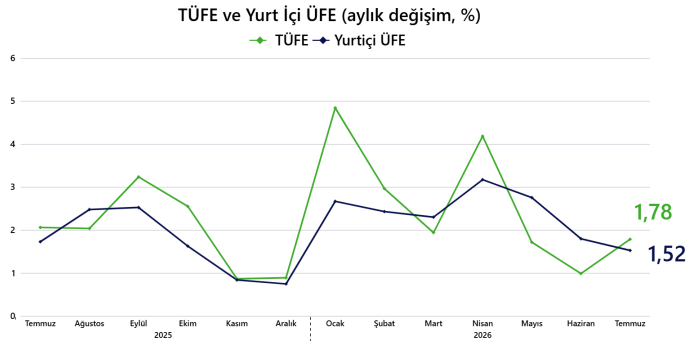
Çin ekonomisinde ise Temmuz ayı verileri üretim ile iç talep arasındaki ayrışmanın sürdüğünü işaret etmektedir. Tüketici fiyatları Temmuz ayında yıllık bazda %0,5 artarken aylık bazda %0,1 gerilemiş, gıda ve enerji hariç çekirdek enflasyon yıllık %0,9 olarak gerçekleşmiştir. Üretici fiyatları yıllık bazda %3,5 yükselmesine karşın aylık %0,7 gerilemiştir.

Böylece üretici fiyatlarındaki yıllık yüksek görünüm ile kısa vadeli fiyat hareketleri arasında belirgin bir ayrışma oluşmuştur.

Aktivite göstergeleri de iç talebin görece zayıf kaldığını göstermektedir. Temmuz ayında sanayi üretimi yıllık %4,5 artarken perakende satışlardaki yıllık artış %0,6 ile sınırlı kalmıştır. Ocak–Temmuz döneminde sabit sermaye yatırımları ise karşılaştırılabilir bazda yıllık %6,7 gerilemiştir. Çin Merkez Bankası 20 Ağustos'ta bir yıllık kredi ana faiz oranını %3,00, beş yıl ve üzeri vadeli oranı ise %3,50 seviyesinde sabit tutmuştur. Genel görünüm, sanayi üretiminin büyümeyi desteklemeye devam etmesine karşılık tüketim ve yatırımlardaki zayıflığın Çin ekonomisi açısından temel kırılganlık alanlarından biri olmayı sürdürdüğüne işaret etmektedir.

Enflasyon

Temmuz ayında tüketici fiyat endeksi aylık bazda %1,78 artarak Haziran ayındaki %0,99'luk artışın üzerinde gerçekleşmiştir. Yıllık TÜFE enflasyonu ise %32,11'den %31,75'e gerileyerek düşüş eğilimini sürdürmüştür. Böylece yılın ilk yedi ayında tüketici fiyatlarındaki kümülatif artış %19,86 seviyesine ulaşmıştır. Üretici fiyatları tarafında ise TCMB, fiyat artışlarının son iki ayda yavaşlama eğilimi gösterdiğini ve yıllık Yİ-ÜFE enflasyonunun %27,83 seviyesine gerilediğini belirtmektedir.

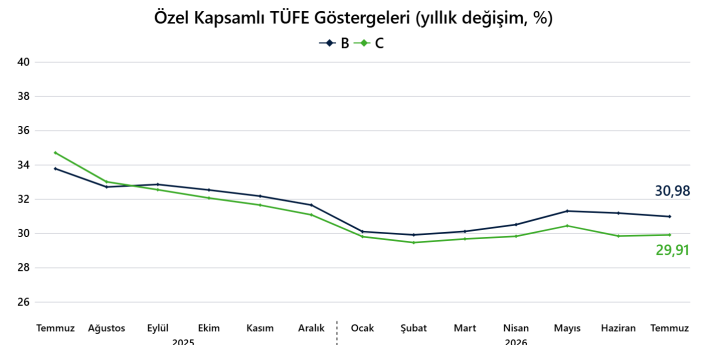


TÜFE'nin alt kalemleri incelendiğinde Temmuz ayında ulaştırma %2,59, konut %2,25 ve gıda ve alkolsüz içecekler %1,61 artış göstermiştir. Bu üç grubun aylık enflasyona katkısı sırasıyla 0,44; 0,27 ve 0,40 yüzde puan olmuştur. Lokanta ve konaklama grubunda aylık artış %2,28, alkollü

içecekler ve tütün grubunda ise %1,93 seviyesinde gerçekleşmiştir. TCMB, Temmuz ayında enerji kalemi grubu fiyatlarının jeopolitik gelişmeler ve akaryakıt fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle yeniden arttığına dikkat çekmektedir.

Temmuz 2026	Aylık	Yılbaşından Beri	Yıllık
TÜFE	1,78	19,86	31,75
Gıda ve alkolsüz içecekler	1,61	21,83	37,53
Alkollü içecekler ve tütün	1,93	16,29	29,38
Giyim ve ayakkabı	-3,93	2,76	16,48
Konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar	2,25	25,92	40,32
Mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetl...	1,70	14,93	22,41
Sağlık	10,74	37,45	43,89
Ulaştırma	2,59	23,18	30,83
Haberleşme	2,04	15,66	23,97
Eğlence ve Kültür	1,24	16,23	23,36
Eğitim	1,32	19,22	44,18
Lokanta ve oteller	2,28	21,26	31,65
Sigorta ve finansal hizmetler	1,01	27,73	25,64
Kişisel bakım, sosyal koruma ve çeşitli ...	1,11	12,79	21,74
Çekirdek TÜFE: C endeksi	1,80	18,66	29,91
Yurt içi ÜFE	1,52	17,86	27,83
Dayanıklı tüketim	0,40	14,22	26,57
Enerji	4,83	23,92	26,62
İmalat	1,06	18,39	28,96

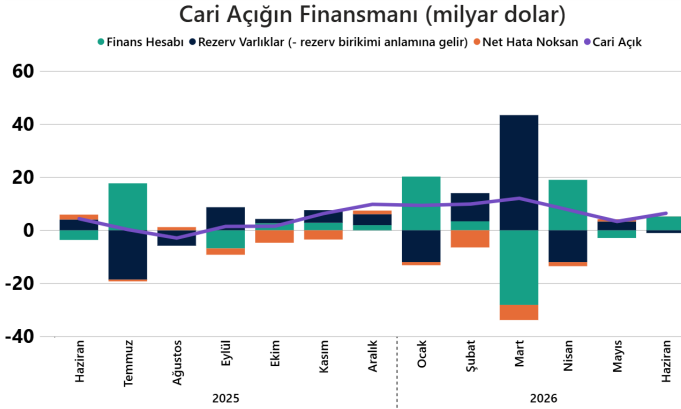
Yıllık bazda konut %40,32 gıda ve alkolsüz içecekler %37,53 ve ulaştırma %30,83 artış göstererek manşet enflasyona yüksek katkı vermeyi sürdürmüştür. Söz konusu grupların yıllık enflasyona katkıları sırasıyla 5,21 8,94 ve 5,22 yüzde puan seviyesinde gerçekleşmiştir. Çekirdek göstergelerden B endeksi yıllık %30,98, C endeksi ise %29,91 artarken; aylık artışlar sırasıyla %1,66 ve %1,80 olmuştur. TCMB, enflasyonun ana eğiliminin Temmuz ayında gerilediğini, bununla birlikte hizmet enflasyonunun yüksek seviyesini koruduğunu değerlendirmektedir.



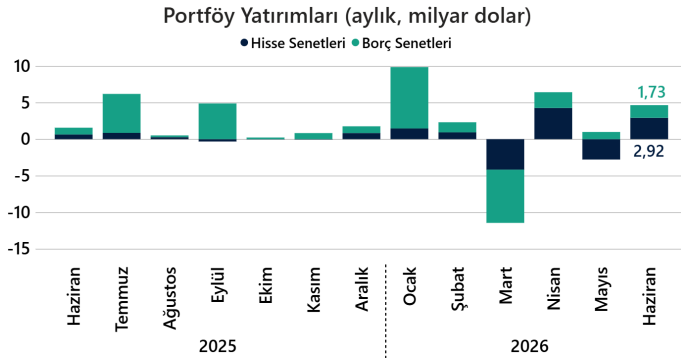
Önümüzdeki dönemde yurt içi talepteki zayıf seyrin dezenflasyon sürecini desteklemeye devam etmesi beklenirken, enerji ve gıda fiyatları ile yönetilen/yönlendirilen fiyatlarındaki gelişmeler enflasyon görünümü açısından önemini korumaktadır. TCMB, bu unsurlardaki gelişmeleri dikkate alarak 2026 yıl sonu enflasyon tahminini %26'dan %28'e yükseltmiştir. Raporda sıkı finansal koşulların korunmasıyla iç talebin zayıf seyrini sürdürmesinin ve enflasyonun ana eğilimindeki gerilemenin devam etmesinin beklendiği belirtilmektedir. Bu çerçevede, dezenflasyon eğiliminin yılın geri kalanında sürmesini beklemekle birlikte, mevcut risklerin etkisiyle yıl sonu enflasyonunun %30 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Ödemeler Dengesi

Haziran ayında cari işlemler hesabı 4,2 milyar dolar açık verirken, altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı 1,5 milyar dolar fazla kaydetmiştir. Aynı dönemde ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığı 8,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece 12 aylık kümülatif cari açık 38,9 milyar dolar seviyesine yükselirken, yıllıklandırılmış dış ticaret açığı 76,5 milyar dolar olmuştur.



Cari denge üzerinde hizmet gelirlerinin destekleyici etkisi Haziran ayında da devam etmiştir. Hizmetler dengesinden sağlanan net girişler 6,9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşirken, bunun 4,9 milyar doları seyahat, 2,6 milyar doları taşımacılık kalemlerinden kaynaklanmıştır. Yıllıklandırılmış bazda hizmetler dengesi fazlası ise 63,7 milyar dolara ulaşarak dış ticaret kaynaklı açığın önemli bölümünü dengelemeyi sürdürmüştür.

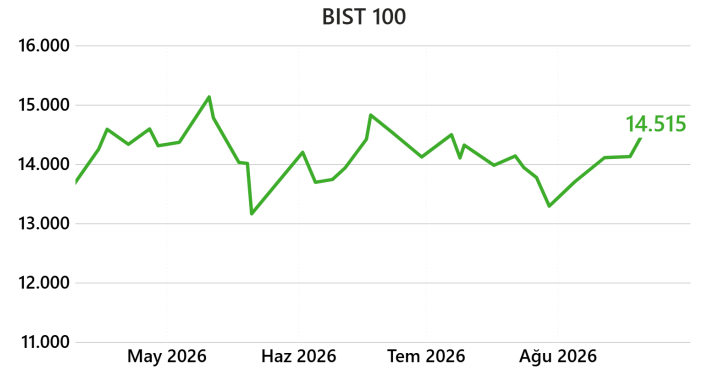


Finansman tarafında portföy yatırımları Haziran ayında 2,5 milyar dolar net giriş kaydederken, doğrudan yatırımlarda 899 milyon dolar net çıkış gerçekleşmiştir. Yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi ve yatırım fonu piyasasında 2,9 milyar dolar, DİBS piyasasında ise 1,2 milyar dolar net alış yaptığı görülmüştür. Aynı ay resmi rezervler 1 milyar dolar artmıştır. Genel görünüm, hizmet gelirlerinin cari dengeyi desteklemeye devam ettiğine, buna karşılık dış ticaret açığının cari görünüm üzerindeki temel baskı unsuru olmayı sürdürdüğüne işaret etmektedir.

Piyasalar

Temmuz ayında finansal yatırım araçlarının reel getiri performansında kısa vadede sabit getirili araçların öne çıktığı görülmüştür. TÜFE ile indirgendiğinde aylık bazda en yüksek reel getiri %1,29 ile mevduat faizinde (brüt) gerçekleşirken DİBS %0,89 reel getiri sağlamıştır. Amerikan doları %0,03 Euro %0,87 BIST 100 %2,61 ve külçe altın ise %4,79 oranında reel kayıp kaydetmiştir. Böylece Haziran ayında DİBS'in öne çıktığı görünümün ardından Temmuz'da mevduat faizi aylık bazda ilk sıraya yükselmiştir.

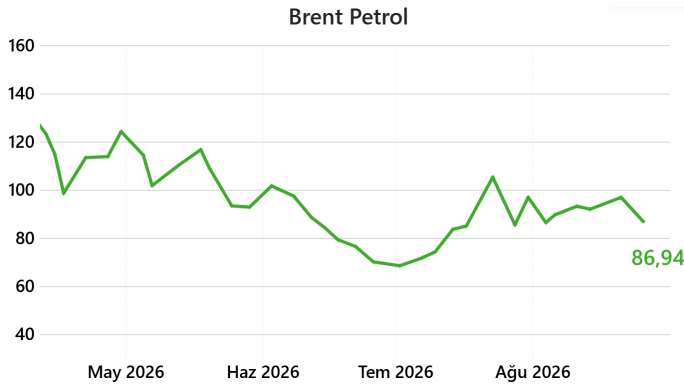
Üç aylık değerlendirmede de mevduat faizi %4,70 ile en yüksek reel getiriyi sağlarken DİBS %2,72 ve Amerikan doları %0,58 ile pozitif bölgede kalmıştır. Aynı dönemde külçe altın %13,61 ile en yüksek reel kaybı vermiştir. Altı aylık görünümde mevduat faizi %1,99 ile reel getiri sağlayan tek yatırım aracı olurken külçe altındaki reel kayıp %20,22'ye ulaşmıştır. Yıllık perspektifte ise görünüm tersine dönmüş; külçe altın %8,05 ile en yüksek reel getiriyi sağlarken BIST 100 %2,73 ve DİBS %1,16 reel getiri sunmuştur. Mevduat faizi yıllık bazda %1,28, Amerikan doları %11,16 ve Euro %13,15 oranında reel kayıp kaydetmiştir. Bu görünüm, kısa vadede mevduatın öne çıktığı ancak daha uzun vadede altının reel getiri avantajını koruduğu bir tabloya işaret etmektedir.



Küresel altın piyasasında Temmuz ortasındaki dip seviyelerin ardından Ağustos başından itibaren belirgin bir toparlanma yaşanmıştır. Altın fiyatları Temmuz ortasındaki düşük seviyesinden yaklaşık %16 yükselerek ons başına 4.600 doların üzerine çıkmıştır. Temmuz FED toplantısında faizlerin sabit tutulması ile ABD istihdam ve enflasyon verilerinin daha ılımlı seyretmesi, FED'in ilave faiz artırımlarına yönelik beklentileri zayıflatırken spekülasyon pozisyonlarda ve faiz hassasiyeti yüksek altın ETF talebinde kısmi toparlanmayı desteklemiştir. Bunun yanında altın alım opsiyonlarına yönelik güçlü talep de fiyat hareketlerini destekleyen unsurlar arasında yer almıştır. Opsiyon piyasasındaki yüksek pozisyonlanma, fiyatların kritik kullanım seviyelerine yaklaşması durumunda piyasa yapımcıların riskten korunma amaçlı alımlarını artırarak yükselişi hızlandırabilecek bir mekanizma oluşturmaktadır. Bununla birlikte aynı mekanizma olası geri çekilmelerde satış baskısını da güçlendirebileceğinden, altın fiyatlarında çift yönlü oynaklığın yüksek kalması beklenmektedir. Güçlü merkez bankası talebi ile özel yatırımcı talebindeki

toparlanmanın sürmesi durumunda altının 2026 yıl sonuna doğru ons başına 4.900 dolar seviyesine yönelme potansiyelini koruduğu değerlendirilmektedir.

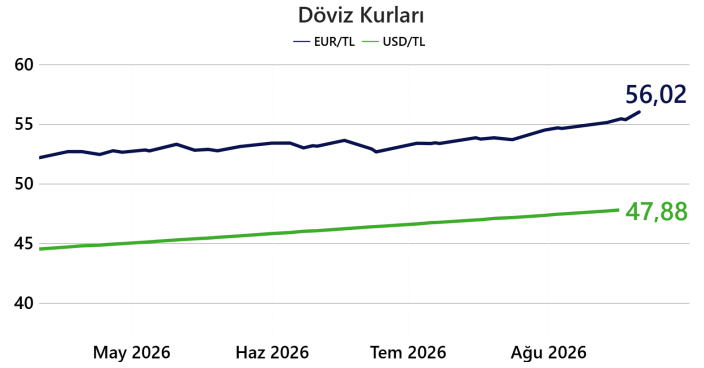
Ham petrol ile rafine ürün fiyatları arasındaki ayrışma ise enerji piyasalarında öne çıkan bir diğer gelişme olmuştur. Küresel rafineri üretiminin geçen yılın aynı dönemine kıyasla günlük yaklaşık 5 milyon varil gerilemesine karşın ürün marjlarının tarihi yüksek seviyelere yakın kalması, rafineri kapasitesindeki kesintilerin piyasadaki belirleyici rolünü ortaya koymaktadır. Orta Doğu ve Rusya'daki rafinerilerin saldırılar ve plansız kesintiler nedeniyle düşük kapasiteyle çalışması sonucunda küresel ölçekte günlük yaklaşık 10 milyon varil rafineri kapasitesinin devre dışı kaldığı tahmin edilmektedir. Buna ek olarak Çin'in rafine ürün ihracat kotaları ve bazı ülkelerde yüksek ham petrol fiyatlarının rafinerilerin alım iştahını sınırlaması da arz tarafındaki sıkılığı artırmaktadır. Rafineri kesintilerinin kalıcı hâle gelmesi durumunda özellikle motorin marjlarındaki yüksek seyrin korunması beklenmektedir. Hindistan ve Orta Doğu'da devreye girmesi planlanan yeni kapasitenin arz koşullarını bir miktar rahatlatması mümkün olmakla birlikte, mevcut kesintilerin sürmesi hâlinde söz konusu kapasite artışlarının açığı tamamen telafi etmekte yetersiz kalabileceği değerlendirilmektedir. Bu görünüm, rafine ürün fiyatlarının ham petrol fiyatlarından ayrılmaya devam edebileceğine işaret etmektedir.



TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi'nde ise kısa ve orta vadeli enflasyon beklentileri farklı yönlerde hareket etmiştir. 2026 yıl sonu TÜFE beklentisi bir önceki anket dönemindeki %29,21 seviyesinden %29,43'e yükselirken, 12 ay sonrası beklenti %23,95'ten %23,69'a gerilemiştir. 24 ay sonrası beklenti ise %17,83'ten %18,03'e sınırlı yükseliş göstermiştir. Böylece yıl sonu beklentilerinde yukarı yönlü güncelleme görülürken 12 aylık beklentilerde sınırlı bir iyileşme kaydedilmiştir.

Döviz cephesinde katılımcıların 2026 yıl sonu dolar/TL beklentisi 51,55'ten 51,66'ya, 12 ay sonrası beklentisi ise 56,69'dan 57,43'e yükselmiştir. Faiz tarafında, Ocak ayından bu yana %37 seviyesinde sabit tutulan politika faizine ilişkin Eylül Para Politikası Kurulu toplantısı beklentisi %37 seviyesinde gerçekleşirken, anketin ima ettiği yıl sonu politika faizi %35,25 seviyesindedir. Likidite yönetimi tarafında ise TCMB, 1 Mart 2026 tarihinde ara verdiği bir hafta vadeli

repo ihalelerine 23 Ağustos'ta yeniden başlanmasına karar vermiştir. Büyüme beklentilerinde 2026 yılı tahmini %3,1'de korunurken 2027 yılı beklentisi %4,1'den %4,0'a gerilemiştir.



Konut piyasasında Temmuz ayında nominal fiyat artışları devam ederken reel değer kaybı sürmüştür. TCMB Konut Fiyat Endeksi bir önceki aya göre %1,5 artarak 234,8 seviyesine yükselmiş; yıllık nominal artış %25,0 olurken TÜFE ile düzeltilmiş reel değişim -%5,1 olarak gerçekleşmiştir. İstanbul ve Ankara'da aylık fiyat artışları sırasıyla %2,7 ve %2,2 olurken İzmir'de fiyatlar aylık bazda %0,5 gerilemiştir. Yıllık nominal artışlar İstanbul'da %27,7, Ankara'da %26,6 ve İzmir'de %23,1 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Yeni Kiracı Kira Endeksi de Temmuz ayında aylık %1,9, yıllık nominal bazda %28,4 artarken reel olarak %2,6 gerilemiştir. Yeni kiracı kiralardaki yıllık artış İstanbul'da %32,4, Ankara'da %28,6 ve İzmir'de %26,3 olarak gerçekleşmiştir. Böylece hem konut fiyatları hem de yeni kiracı kiralari yıllık bazda tüketici enflasyonunun altında kalmaya devam ederken, kira endeksindeki reel gerilemenin konut fiyatlarındaki reel kayba kıyasla daha sınırlı olduğu görülmektedir.

Özel Dosya: Baumol Etkisi

Bir fabrika aynı sayıda çalışanla on yıl öncesine göre üretimini iki katına çıkarabiliyorsa, birim maliyetlerin düşmesini bekleriz. Peki aynı mantık neden bir öğretmenin verdiği derse, bir hemşirenin hastasına ayırdığı zamana ya da bir yaylı çalgılar dördlüsünün konserine aynı ölçüde işlemez? Daha da tuhafı, ekonominin bazı alanları verimlilik kazandıkça bu hizmetlerin diğer mal ve hizmetlere kıyasla pahalalanması mümkündür.

Bu fikir, William Baumol ve William Bowen'ın 1966'da sahne sanatlarının ekonomik sorunlarını inceledikleri çalışmadan doğdu. Baumol, ertesi yıl yayımladığı makalesinde mekanizmayı "dengesiz büyüme" modeliyle daha genel bir çerçeveye taşıdı. Çıkış noktası basitti: Ekonominin her sektöründe verimlilik aynı hızda artmaz. Sanayide teknoloji ve otomasyon bir çalışanın üretebildiği miktarı hızla artırabilirken bazı hizmetlerde insan emeğinin kendisi sunulan hizmetin önemli bir parçasıdır.

Klasik örnek bir yaylı çalgılar dördlüsüdür. Beethoven'ın bir eserini iki yüzyıl önce çalmak için dört müzisyen ve kırk dakika gerekiyorsa, bugün de aşağı yukarı aynı emek ve

süre gerekir. Dört müzisyenin yerine ikisini koyup eseri yirmi dakikada bitirmek "verimlilik artışı" değil, farklı bir performans olur. Buna karşılık bir otomobil fabrikasında aynı sürede üretilen araç sayısı teknoloji sayesinde katlanabilir.

Asıl mekanizma ücretlerde ortaya çıkar. Verimliliğin hızla arttığı sektörler zamanla daha yüksek ücretler ödeyebilir. Ancak emek piyasasında ücretler sektörler arasında tamamen kopuk ilerleyemez. Müzisyenlerin, öğretmenlerin veya hemşirelerin ücretleri ekonominin geri kalanından sürekli geride kalırsa bu meslekler çalışan kaybeder. Bu nedenle verimliliği daha yavaş artan sektörler de ücretleri artırmak zorunda kalır. Ücretlerdeki artışa aynı ölçüde verimlilik artışı eşlik etmeyince hizmet başına maliyet yükselir. Baumol'un maliyet hastalığı olarak bilinen mekanizma tam olarak budur.

Bu, sağlık ve eğitimdeki her maliyet artışının Baumol etkisinden kaynaklandığı anlamına gelmez. Nüfusun yaşlanması, hizmet talebi, yeni teknolojiler ve kamu politikaları da maliyetleri etkiler. Üstelik teknoloji bu alanlarda da verimlilik sağlayabilir. Uzaktan eğitim daha fazla öğrenciye ulaşabilir, bazı sağlık işlemleri otomasyonla hızlanabilir. Yine de hizmetin niteliği doğrudan insan zamanına bağlıysa verimlilik artışının sınırı daha erken ortaya çıkar.

ABD'de 1948-2001 dönemini inceleyen William Nordhaus, verimliliği daha yavaş artan sektörlerde diğer sektörlerle kıyasla fiyatların daha fazla yükseldiğine dair güçlü bulgular elde etti. Fakat bu, söz konusu hizmetleri karşılayanın toplum için mutlaka daha güç hâle geldiği anlamına gelmez; ekonominin diğer bölümlerindeki verimlilik artışı gelirleri de yükseltebilir.

Baumol'un gösterdiği paradoks tam burada yatıyor. Bazı hizmetlerin pahalalanması, ekonominin verimsizleşmesinden değil, ekonominin geri kalanının çok daha verimli hâle gelmesinden kaynaklanabilir. Başka bir deyişle, makineler üretimi ucuzlattıkça, makinelerin kolayca ikame edemediği insan zamanı görece daha değerli hâle gelir.

Stratejik Araştırma ve Geliştirme

- **H. Yusuf Akşamoğlu / Strateji Planlama Müdürü**
yusuf.aksamoglu@kuveytturk.com.tr
- **Yusuf Işık**
yusuf.isik@kuveytturk.com.tr
- **M. Onur Çağhan**
muhammed_caghan@kuveytturk.com.tr
- **Faruk Kezer**
faruk_kezer@kuveytturk.com.tr

EKONOMİ BÜLTENİ

AĞUSTOS 2026

Açıklama

Bu rapor, Kuveyt Türk Strateji Planlama ve Kurumsal Performans Yönetimi departmanı tarafından TCMB, TÜİK, FRED, BloombergHT gibi kurumların yayın ve raporlarından elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Herhangi bir amaçla departmanın izni olmadan raporun tamamı veya bir kısmı başka bir yerde yeniden yayımlanamaz, dağıtımı yapılamaz. Tüm hakkı saklıdır ©.

Yukarıda sağlanan tüm veriler ve bilgiler yalnızca bilgilendirme amaçlıdır ve “olduğu gibi” sunulmaktadır. Bu veriler, alım-satım, yatırım, finans, vergi, hukuk veya muhasebe gibi konularda herhangi bir tavsiye niteliği taşımaz. Herhangi bir finansal işlemi yapmadan önce finansal kuruluşunuza veya mali danışmanınıza danışmanız önerilir.



KUVEYTTÜRK