

## Yönetim Yazıları 29

Mesut KOYUNCU Yönetim Danışmanlık & Vergi Hizmetleri | YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİR

# 2026 Yılı Bütçesi Hazırlanırken Dikkate Alınacak Hususlar

Geçen yıl da aynı konuda bir yazı kaleme almış, 2025 yılının zor geçeceğiinden bahsetmişim. Öyle de oldu.

2025 yılında enflasyonun altında seyreden kurlar nedeniyle oluşan ithalat baskısı karsız hale gelen ihracat, enflasyon ve Merkez Bankası politika faizi düşüşlerine paralel hareket etmeyen kredi faiz oranları, haliyle şirket karlarının dönem faiz giderlerini karşılamakta zorlanması, bu yılın sonuçlarıydı.

Yakından takip ettiğim kağıt ambalaj sektörü, genel zorluklar yanında, kapasite fazlasından kaynaklanan problemler de yaşadı.

Yılın son ayına geldiğimiz bu günlerde, özellikle bir bütçe hazırlayabilmek adına, gelecek yıl için genel ekonomi ve piyasa verileri sorgulanmaya, tahminler yapılmaya başlandı.

2026 yılı nasıl geçecek?

### Ders Aldık (!)

Geçen yılki yazıyı **“Hırsımızın aklımızın önüne geçmeyeceği bir yıl planlanmalıdır.”** cümlesiyle bitirmişim.

Bu cümleyi yazarken pandemiyle başlayan kolay para kazanma döneminin çoktan bittiğini, yılın akıllıca planlanması gerektiğini, satış yapmak yanında para kazanmanın da önemli olduğunu aktarmaya çalışmışım.

Peki öyle oldu mu?

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) verilerinden, birçok halka açık şirketin karlılıklarının faiz giderlerini dahi karşılayamadığını gördük.

Hele az çok fikir yürütebileceğimiz kağıt ambalaj sektörü kapasite fazlasından kaynaklanan ilave sorunları nedeniyle yılın zorluklarını diğer sektörlerden daha fazla hissetti. Bunun sonuçlarını tolere etmekte zorlandı.

Ekonomik verilerden yola çıkarak 2026 yılının bu yıldan daha iyi olacağını söyleyebilecek argümanlarım yok. Ancak, kapasite fazlası olan kağıt ve ambalaj sektörü gibi bazı sektörlerin, 2026 yılını 2025 yılından alınan acı dersler ile daha iyi yönetmesi gerektiğini/yöneteceğini düşünüyorum.

Çok satmak değil, karlı satmak, tahsil edilebilir olanı satmak, nakit dengesini iyi oluşturmak, optimal bir kapasite ve bu kapasiteyi tam olarak kullanmak esaslı bir planlama ve bütçe yapacaklarını umuyorum.

### **Gerçeğe Yakın Tahmin Önemlidir!**

Geçelim bütçe hazırlıkları ile ilgili söyleyeceklerimize. Bütçe hazırlanırken enflasyon, kur ve büyüme beklentilerinin gerçeğe yakın tahmin edilmesi gerekir. Ayrıca sektörün kapasite açısından değerlendirilmesi, sektör açısından gerek yurt içi ve gerekse yurt dışı değişkenlerin belirlenmesi önemlidir.

İş dünyası bir oyun teorisidir. Sizin yapmak istediklerinizin tedarikçileriniz, müşterileriniz ve en önemlisi rakiplerimiz nezdinde etkilerinin analiz edilmesi ve tepkilerinin iyi ölçülmesi gerekir.

### **2026 Yılı Enflasyon Beklentisi!**

TÜİK verilerine göre Kasım 2025 verilerine göre 12 aylık enflasyon (TÜFE) %31,07 olarak gerçekleşti. 2025-26 yıllarına ilişkin orta vadeli program 2025 yılı enflasyonunu %28,5 oranında tahmin etmektedir.

Maliye Bakanımız 29 Kasım tarihli konuşmasında, 2025 yılı enflasyonunu %31 oranında tahmin ettiğine göre, biz de yılın bu orana yakın/belki biraz üzerinde bir oran ile biteceğini kabul edebiliriz.<sup>1</sup>

2026 yılı için orta vadeli program %16 oranında bir enflasyon hedeflemektedir. Programlar, enflasyon beklentisini aşağıya çekerek, gelir/fiyat çekişmesinin daha aşağılarda oluşmasını hedefler.

30 Eylül 2025 tarihinde yayınlanan programda 2025 yılı enflasyonu %28,5 tahmin edilmişken Kasım sonu yıllık enflasyonu ( $\%31,07/\%28,5-1 =$ ) %9 oranında bir sapma ile %31,07 oranında gerçekleşmiştir. Aynı sapma orta vadeli program 2026 yılı hedefi %16 ya uyarlandığında ( $\%16*1,09=$ ) %17,04 oranında bir enflasyon tahmininden söz edilebilir. Bu oranı minimum tahmin olarak kullanabiliriz.

2025-27 yıllarına ilişkin bir önceki orta vadeli programda 2025 yılı enflasyon hedefi %17,5 olarak belirlenmişti. Kasım sonu itibarıyla 12 aylık enflasyon %31,07 oranında gerçekleşerek hedeften ( $\%31,07/\%17,5-1=$ ) %78 oranında sapmış oldu.

2026 yılı hedefi de aynı sapmayla gerçekleşirse 2026 yılında enflasyon ( $\%16*(1,78)=$ ) %28,4 olacaktır. Bu oranı maksimum tahmin olarak kullanabiliriz.

Bu saptamalardan hareketle 2026 yılı enflasyonunun %17,04 ile %28,4 arasında gerçekleşebileceğini kabul edebiliriz.

Maliye Bakanımız bahsedilen konuşmasında 2026 yılı için **%20 ve altında** bir enflasyon beklentisinin olduğunu ifade etti.

Biz de 2026 yılı için **%20 ve bir az üstünde** (maksimum %28,4) bir enflasyon tahminimizin olduğunu söyleyebiliriz.

---

<sup>1</sup> Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek, Londra'da Uluslararası Demokratlar Birliği (UID) tarafından düzenlenen İngiltere Halk Buluşması'nda küresel ve Türkiye ekonomisine ilişkin açıklamalarda bulundu.

Türkiye'nin önceliğinin şu anda fiyat istikrarını sağlamak olduğuna dikkati çeken Şimşek, "Yani enflasyonu tekrar tek haneye düşürmeyi amaçlıyoruz. Epey mesafe kat ettik. Enflasyon birkaç yıl önceki yüzde 64 seviyelerinden geçen yıl yüzde 44'lere geriledi. Enflasyon bu yıl sonunda yüzde 31 civarına inecek. Gelecek sene de enflasyonu çok büyük ihtimalle yüzde 20 ve 20'nin altına indirmeyi hedefliyoruz. Bir sonraki sene de tek haneye." şeklinde konuştu.

## Asgari Ücret Ne Olur?

Bu tahmini geçen yıl da yapmış, günde iki kez doğru zamanı gösteren duran saat misali tesadüfen tutturmuştuk.

Aynı yöntemle yine bir tahminde bulunmaya çalışalım.

Aşağıdaki tabloda ÜFE, TÜFE dolar ve eurodaki 12 aylık artış oranlarını ve orta vadeli programdaki enflasyon ve dolar hedefleri ile bizim enflasyona ilişkin minimum ve maksimum tahminlerimizden yola çıkarak bir tahminde bulunabiliriz.

Bu yolla yaptığımız hesaplamaya göre asgari ücretin %24 oranında artacağını ve net tutarının 27.500 TL olacağını söyleyebiliriz. Kuşkusuz bu oran ve tutar geçen yılın gerçekleştirmeleri ve hedeflerinden yola çıkarak ortaya konulan bir tahmin.

2025 Yılı Asgari Ücret		₺26.006	₺22.104
Veriler	Değişim Oranı	Brüt	Net
ÜFE Kasım 24-Kasım 25	27,23%	₺33.088	₺28.124
TÜFE Kasım 24-Kasım 26	31,07%	₺34.087	₺28.973
Otr. Euro Kuru Değişimi 2025	33,28%	₺34.661	₺29.461
Otr. Dolar Kuru Değişimi 2025	22,73%	₺31.918	₺27.129
Orta Vadedli Program TÜFE 2026 T	16,00%	₺30.166	₺25.641
Bizim 2026 Min Tüfe Tahminimiz	17,44%	₺30.542	₺25.960
Bizim 2026 Mak Tüfe Tahminimiz	28,41%	₺33.393	₺28.383
Otr. Dolar Kuru Değişimi 2026 T	17,58%	₺30.577	₺25.990
En Düşük	16,00%	₺30.166	₺25.641
En Yüksek	33,28%	₺34.661	₺29.461
<b>Ortalama</b>	<b>24,22%</b>	<b>₺32.304</b>	<b>₺27.457</b>

Asgari ücret artış oranları diğer ücretlerdeki yıllık artış oranlarını da belirlemekte. Ben ücret artışlarının %25 civarında gerçekleşeceğini tahmin ediyorum.

## Peki Ya Kurlar?

Nas ekonomi modelinde, düşük faiz yöntemiyle enflasyonla mücadele edilmeye çalışıldı. Sonrasında haliyle bu model terk edildi.

Yeni modelde reel faiz ile enflasyonla mücadele ediliyor. Lakin kurlar, her ne kadar serbest kur politikası uygulandığı söylense de birkaç yıldır enflasyonun altında seyrediyor. 2025 yılında euro, doların uluslararası piyasalardan kaynaklanan ters ivmesiyle, en azından 2025 yılında bu farkı kapattı. Son oniki ayda euro %33,28 artarken, dolar %22,73, TÜFE %31,07 artmış oldu.

Orta vadeli programa göre doların **2025 yılı ortalama değeri** 39,63 TL olarak tahmin edilmişken 2026 yılı ortalama değeri 46,60 TL olarak tahmin edilmiş. Bu tahminler dolarda %17,58 oranında bir artış olacağı anlamına geliyor.

Yukarıda da belirttiğimiz üzere 2026 yılı enflasyon beklentisi %16. Biz enflasyonun bunun üzerinde gerçekleşeceğini (%17,44-%28 arası), %20 leri geçeceğini tahmin etmiştik.

2026 yılında doların da bu oranlarda artacağını (42,5 "kasım sonu dolar kuru" \* 1,02 "1+aralık artış oranı" \* 1,2 "1+2026 yılı artış oranı"=52) yılı 50-55 TL arasında bitireceğini tahmin edebiliriz.

### Parite Ne Olur?

Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere euro/dolar paritesi yıla 1,028 seviyesinde başlamıştı. Yine LinkedIn'da yayınladığım, 2025 yılı kur tahmini ile ilgili yazımda (duran saat teorisi) paritenin 1,15lere gelebileceğini tahmin etmişim.<sup>2</sup> 30.11.2025 tarihli kurları dikkate aldığımızda parite 1.157 seviyesinde. Yıl içinde bu seviyenin de üzerine çıktı.

Tarih	Dolar	Euro	Parite
03.01.2025	35,3607	36,3472	1,028
30.11.2025	42,4310	49,0997	1,157

Peki 2026 yılında parite ne olur?

<sup>2</sup> **Kurlar Üzerine Bir Deneme** "Son 5-10 yıl içindeki krizler ile TL dolar karşısında %22, euro karşısında %36 aşırı değerlenmiştir. Bir diğer senaryo ise dolar ve euronun geçmiş yıllardan gelen farkı 2025 yılı içinde kapatması halinde parite ne olur? Bu senaryoda parite 1,15 lere kadar çıkacaktır."

Çok uzun döneme baktığımızda (2003-2025) her yılın başındaki ve en son 30.11.2025 tarihli parite oranları dikkate alındığında, euro/dolar paritesi ortalama 1.22 olarak gerçekleşmiş.

Aşağıdaki tabloda aynı yöntemle hesapladığımız (her yılın başındaki ve en son 30.11.2025 tarihli parite oranları dikkate alındığında) son beş yılın parite ortalaması 1,11 olarak gerçekleşmiş.

Tarih	Dolar	Euro	Parite
1.01.2021	7,38	9,07	1,23
7.01.2022	13,77	15,51	1,13
6.01.2023	18,77	19,75	1,05
5.01.2024	29,83	32,60	1,09
3.01.2025	35,36	36,35	1,03
30.11.2025	42,43	49,10	1,16
<b>Ortalama</b>			<b>1,11</b>

Pandemi sonrası aşağıdaki dört tarihin ortalaması 1,09 olmuş.

Tarih	Dolar	Euro	Parite
1.07.2023	25,87	28,20	1,09
5.01.2024	29,83	32,60	1,09
3.01.2025	35,36	36,35	1,03
30.11.2025	42,43	49,10	1,16
<b>Ortalama</b>			<b>1,09</b>

2025 yılında pariteyi 1,028 den 1,157 ye getiren trend aynı şekilde devam ederse parite  $(1,157/1,028 \times 1,157 =) 1.30$  ları bulabilir. Ben bu olasılığı çok düşük görüyorum.

Pandemi sonrası (1.07.2023) pariteyi 1,09 lardan 1,157 lere getiren trend devam ederse parite  $(1,157/1,09 \times 1,157 =) 1,23$  seviyelerini görebilir.

Pandemi başlangıcında paritenin 1,11/1,23 ler arasında olduğu düşünülürse aynı noktalarda bir hareketlenmenin 2026'da da olabileceği düşünülebilir.

Tarih	Dolar	Euro	Parite
3.01.2020	5,98	6,67	<b>1,11</b>
1.01.2021	7,38	9,07	<b>1,23</b>

Dolar/euro paritesi konusunda bence en önemli faktör Trump yönetimi. Aşağıdaki tabloda yer aldığı üzere, Trump'ın 2017-2021 arası başkanlık yıllarında parite ortalama 1,15 olmuş.

Tarih	Dolar	Euro	Parite
6.01.2017	3,63	3,84	1,06
5.01.2018	3,76	4,53	1,21
4.01.2019	5,43	6,19	1,14
3.01.2020	5,98	6,67	1,11
1.01.2021	7,38	9,07	1,23
<b>Ortalama</b>			<b>1,15</b>

Ben paritenin 1.15 seviyelerini koruyacağını, Trump'ın ülke yönetiminde bir CEO gibi davrandığında paritenin 1,2 lere; bir başkan gibi davrandığında ise 1,1 lere doğru hareket edebileceğini düşünüyorum.

Sonuç parite 1,1 ila 1,2 arasında oynayabilir. Duran saat teorisinin söylediği 1,15 lerden zaman zaman 1,2 lere doğru hareket edebileceğidir.

### Büyüme Beklentisi

Aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere orta vadeli programa göre 2026 yılı için büyüme beklentisi %3,8. Bu oranda bir büyümenin gerçekleşmesi olasılık dahilinde. Ancak enflasyonu düşürmeye yönelik politikalar büyüme oranını da sınırlayabilir. Hele enflasyon oranının altında değerlendirilen dolar ve euro kurları büyümeyi, özellikle sanayideki büyümeyi engelleyebilir.

Yıllar	Büyüme %
2024	3,3
2025 (T)	3,3
2026 (OVP)	3,8
2027 (OVP)	4,3
2028 (OVP)	5,0

### Sektör Analizi

Oluklu Mukavva Sanayicileri Derneği (OMÜD) verilerine göre oluklu mukavva ambalaj sektörü 2023 yılında %2,6; 2024 yılında %1,9 oranında **küçülmüştür**.

OLUKLU MUKAVVA (OM) AMBALAJ	2022	2023	2024
Toplam Oluklu Mukavva Satışları (Ton)	2.585.559	2.518.749	2.470.647
Değişim Oranı		-2,6%	-1,9%

Selüloz ve Kağıt Sanayicileri Vakfı (SKSV) Verilerine göre aynı dönemlerde oluklu mukavva **kağıt üretim** verileri ise aşağıdaki gibidir.

OLUKLU MUKAVVA (OM) AMBALAJ	2022	2023	2024
OM Kağıt Üretimi	2.916.812	2.914.520	3.266.479
Değişim Oranı		-0,1%	12,1%

SKSV verilerine göre 2025 yılının ilk dokuz ayında önceki yılın aynı dönemine göre **oluklu mukavva kağıt** üretimi %4, ihracat %81,3 artıp, ithalat %-29 oranında gerilemiştir.

Oluklu Mukavva Kağıt Verileri	2024/9	2025/9
Üretim (ton)	2.033.079	2.125.365
Değişim %		4,5%
İhracat (ton)	181.201	328.465
Değişim %		81,3%
İthalat (ton)	356.231	252.848
Değişim %		-29,0%
Yurtiçi Tüketim	<b>2.208.109</b>	<b>2.049.748</b>
Değişim %		-7,2%

Tablodan hareketle ilk dokuz aylık üretimlerden ihracat miktarları düşülüp ithalat miktarları eklendiğinde yurt içi kağıt tüketimine ulaşılabacaktır.

Bu yöntemle yayılan hesaplamada yurt içi oluklu mukavva kağıt tüketimi 2025 yılı ilk 9 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %7,2 oranında gerilemiştir.

İlk 9 ayda, ceteris paribus/diğer tüm durumlar sabitken yani oluklu mukavva sektöründe yer alan gerek kağıt üreticileri ve gerekse ambalaj fabrikalarındaki 1.1.2025/30.09.2025 tarihli stokların aynı kaldığı, üretimde ortalama gr/m<sup>2</sup> değerlerinin değişmediği, kağıt kullanımının ambalaj dışı kullanımlarda azalmadığından hareketle oluklu mukavva ambalaj üretiminin de bu oranda düşeceğini kabul etmek gerekir.



Bu çok ciddi bir gerileme demektir. (Ben yılın son çeyrekte gelecek ivme ile daha düşük oranlarda "%1-3" bir gerilemeyle biteceğini düşünüyorum.)

Dördüncü çeyrek üretim artışının ilk üç çeyrek ile aynı olacağı varsayımı ile oluklu mukavva **kağıt üretiminin** 2025 yılında %4,5 oranında bir artışla 3.400.000.- tonu geçeceğini hesaplıyoruz.

OLUKLU MUKAVVA (OM) AMBALAJ	2024	2024/9	2025/9	2025 T
OM Kağıt Üretimi	3.266.479	2.033.079	2.125.365	3.414.752
<b>Değişim Oranı</b>				<b>4,5%</b>

Kağıt üretiminin artması, artan üretimin iç tüketimden ziyade ihracata yönelmesi, hammadde olarak kullanılan atık kağıt talebini de artırmaktadır.

Atık Kağıt ve Geridönüşümcüler Derneği (AGED) verilerine göre 2025 yılının ilk 9 ayında kağıt üretimine yönelik hurda kağıt ithalatı %9 oranında artmıştır.

Atık Kağıt Tedariği	2024/9	2025/9
İthal	1.167.759	1.272.487
<b>Değişim</b>		<b>9,0%</b>

AGED'in ilk 9 aylık verilerinin yıla taşınması ile ithal atık kağıt tedariği 2023 yılında 1.150.000 tonun biraz üzerindeyken 1.700.000 tonu geçer hale gelecektir. Bu iki yıllık artış  $(1700/1150-1=)$  %48 oranında bir artışa tekabül etmektedir.

Atık Kağıt Tedariği	2023	2024	2025 T
İthal	1.162.765	1.563.668	1.703.902
<b>Değişim</b>		<b>34,5%</b>	<b>9,0%</b>

**Türkiye artan kağıt üretim kapasitesi ile hurda kağıt ithal edip kağıt ihraç eden, lakin gerek üretim maliyetleri ve gerekse hem yabancı para bazlı düşük ihracat fiyatları hem de düşük kur seviyeleri nedeniyle kar edemeyen bir üretim çemberinin içine girmiştir.**

Artan hurda ihtiyacı/ithalatı kuşkusuz ithal girdi hem de yurt içi tedarik fiyatlarını artırmaktadır.

Oluklu mukavva kağıt sektörü, 2026 yılında bu yılın sonlarında üretime giren kapasiteler, gelecek yıl girecek yeni kapasiteler, artacak verimlilik ve kapasite kullanım oranları ile 3.400.000 ton olan üretim kapasitesini 4.000.000 ton seviyelerine çıkaracaktır.

Artan bu kapasitenin ancak belli bir miktarı yurtiçi tüketime/üretime kayacak, ana kısım yine ihracata yönelecektir.

Çember daralacak, daha da düşecek ihracat fiyatları, artan hurda/hammadde maliyetleri, karsızlık olarak geri dönecektir.

### Son Söz

Bu yazının başında karsızlıktan dem vurarak özellikle kapasite fazlası olan sektörlerin 2025 yılından gerekli dersleri aldıklarını belirtmişim.

Tonaj/ciro, tahsilat, kar sacayağının dengede olacağı, karsız bir tonajın işe yaramayacağı yaşayarak öğrenildi. Karın pandemi döneminde olduğu gibi kolaylıkla edinilemeyeceği, verimlilik ve doğru satış stratejileri ile edinilebileceği daha iyi anlaşıldı.

Dönemin **EBİTDA değil faiz sonrası pozitif kar dönemi olduğunu, faiz ödemelerini karşılayamayan işletmelerin ayakta kalamayacaklarını** artık herkes ezberledi.

Kuşkusuz bir musibet bin nasihatten iyidir.

Geçen hafta sanayicilikte duayen dostlarımızla yemektydik. Söz dolanıp kapasite fazlasına ve yaşanan karsızlıklara geldi. Tecrübe, devenin çöldeki dikene olan aşkını anlattı.

Ben de Zülfü Livaneli'nin Huzursuzluk adlı kitabında da yer alan bilindik o hikayeyi Livaneli'nin kaleminden aktarmak istedim.<sup>3</sup>

"Harese nedir bilir misin oğlum?  
Bildiğin o hırs, haris, ihtiras, muhteris sözleri buradan türemiştir.  
Harese şudur evladım.

<sup>3</sup> Zülfü Livaneli, Huzursuzluk, "Kendi Kanıyla Sarhoş Olmak, sf.46

Develere çöl gemileri derler bilirsin, bu mübarek hayvan üç hafta yemeden içmeden, aç susuz çölde yürür de yürür; o kadar dayanıklıdır yani.

Ama bunların çölde çok sevdikleri bir diken vardır. Gördükleri yerde o diken koparıp çiğnemeye başlarlar. Keskin diken devenin ağzında yaralar açar, o yaralardan kan akmaya başlar.

Tuzlu kan dikenle karışınca bu tat devenin daha çok hoşuna gider. Böylece yedikçe kanar, kanadıkça yer, bir türlü kendi kanına doyamaz ve engel olunmazsa kan kaybindan ölür deve. Bunun adı haresedir.

Demin de söyledim, hırs, ihtiras, haris gibi kelimeler buradan gelir.

Bütün Ortadoğu'nun adeti budur oğlum, tarih boyunca birbirini öldürür ama aslında 'kendini öldürdüğünü' anlamaz.

Kendi kanının tadından sarhoş olur..."

Karsız satış peşinde koşmak "kendi kanıyla sarhoş olmak" demek değil midir?