

Aralık 2025

GENEL GÖRÜNÜM

2025 yılında enflasyon yüzde 21'lik hedefin oldukça üzerinde gerçekleşti. Enflasyonun 2026 yılını yüzde 31 civarında tamamlamasını bekliyoruz. Enflasyonun hedeflerden oldukça yüksek seyretmesinin temel nedenleri; kurların, kiralardan ve eğitim fiyatlarının öngörülenden yüksek artması oldu.

19 Mart 2025 tarihinde İstanbul Büyükşehir Belediyesi Başkanının tutuklanması, istikrar programının olumlu etkilerini geciktirdi. Esasında mart ayı öncesinde enflasyonda, kurlarda ve faizlerde olumlu bir süreç başlamıştı. Siyasi gerginlik sonrası kurlarda ve bekleyişlerde görülen bozulmalar enflasyon eğiliminin bozulmasına neden oldu.

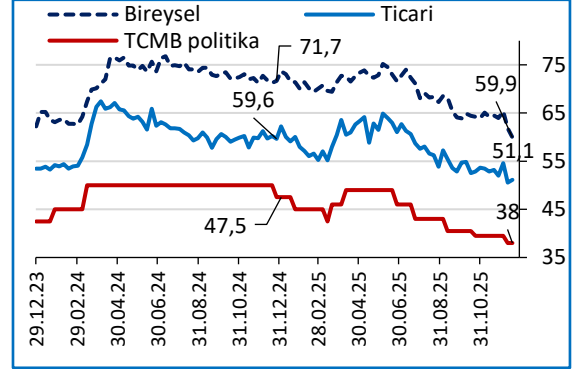
Mevcut küresel koşullar, 2026 yılında Türkiye açısından olumlu gözüküyor. FED'in Eylül ayında faiz indirimlerine tekrar başlaması ve petrol fiyatlarının çok düşük düzeyde seyri enflasyon ve faiz indirimleri açısından destekleyicidir. Bu olumlu koşulların devamı, 2026 yılında Türkiye açısından oldukça destekleyici olacaktır.

2026 yılında enflasyonun ve faiz oranlarının düşmeye devam etmesini bekliyoruz. Mevcut koşullardaki baz senaryomuzda; 2026 yıl sonunda enflasyonun yüzde 22, politika faizinin ise yüzde 30 civarına düşebileceğini değerlendiriyoruz. Ekonomik aktivitenin ise ilerleyen süreçte faiz indirimlerinin devamı ve bekleyişlerde kısmi iyileşme ile hafif toparlanmaya başlayabileceğini düşünüyoruz. Ancak, bu kısmi olumlu süreçte risklerin de olduğunun altı çizilmelidir. Dolayısıyla, baz senaryo tahminlerimiz açısından riskler yukarı yönlüdür.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Faizler oldukça yüksek seyretmiştir. 2026 yılında TCMB politika faizi basit yüzde 47,5'ten yüzde 38'e, ticari kredi faizleri bileşik yüzde 59,6'dan yüzde 51,1'e, bireysel kredi bileşik faizleri de yüzde 71,7'den yüzde 59,9'a düşmüştür. Ticari kredi bileşik faizlerinin 2026 yılında aşamalı olarak yüzde 35 civarına gerileyeceğini düşünüyoruz.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)

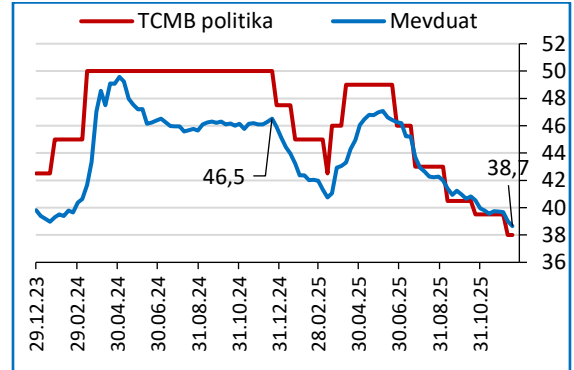


Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

2. Mevduat faizlerinde de sınırlı düşüş öngörmekteyiz. Nitekim, mevduat faizleri önemli ölçüde TCMB fiili politika faizine paralel hareket etmektedir.

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)

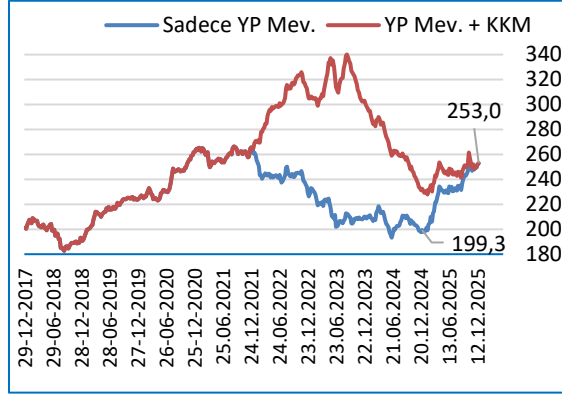


Kaynak: TCMB

Not: TCMB mevduat faizlerini bileşik faiz olarak ilan etmektedir. Grafikte politika faiziyle uyumlu yaklaşık basit faiz kullanılmıştır.

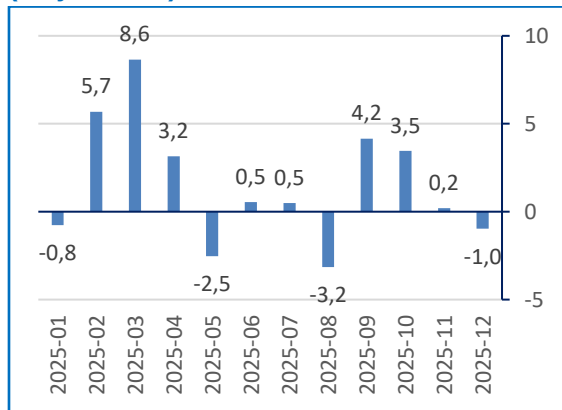
3. Yabancı para mevduatlar artsa da Kur Korumalı Mevduatlar (KKM) tasfiye edilmiştir. 2024 yılı sonunda 32,5 milyar ABD doları olan KKM hesapları 2025 yılında tasfiye edilmiştir. Buna karşın, altın hesapları dahil yabancı para mevduat hesapları 54 milyar ABD doları artış göstermiştir. Ancak, bu artışlar altın hesaplarındaki hem yeni artışlardan hem de altın fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Fiyat (parite) hariç tutulduğunda altın dahil yabancı para mevduatlardaki yeni artış sadece 19 milyar ABD doları düzeyinde kalmış, bu artış KKM hesaplarındaki artışın belirgin altında kalmıştır.

Grafik 3.a: Yabancı para mevduatlar ve KKM (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

Grafik 3.b: Parite etkisinden arındırılmış aylık yabancı para mevduat değişimi (milyar dolar)

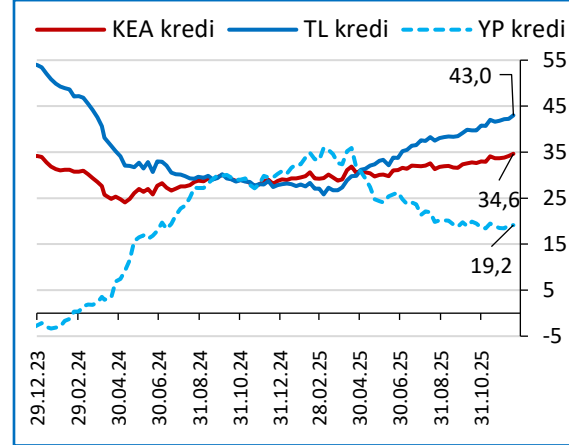


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

4. Toplam kredi artışı yavaş seyretse de 2024 yılına göre hızlanmıştır. Kredilerdeki yaklaşık yüzde 44,6'lık zayıf artış eğiliminde, TCMB'nin kredi kısıtlarının yanı sıra kredi faizlerinin aşırı

yüksek seyri ve ekonomideki kısmen yavaş seyir de belirleyici olmuştur. Ancak, KOBİ kredilerindeki TCMB kısıtlarının gevşetilmesi sonucu TL kredilerde hafif canlanma eğiliminin de (yüzde 43) altı çizilmelidir. Kredilerdeki yavaş artış eğiliminin 2026 yılında da devam etmesini ve kredi faizleri ve enflasyondaki düşüşe bağlı olarak yıllık artış oranının kısmen azalmasını beklemekteyiz.

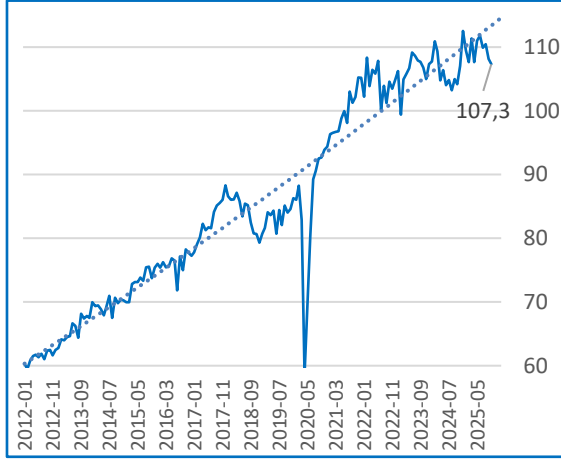
Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (%)



6. Sanayi üretimi (Ekim ayı itibarıyla) 2025 yılında zayıflama eğilimine girmiştir.

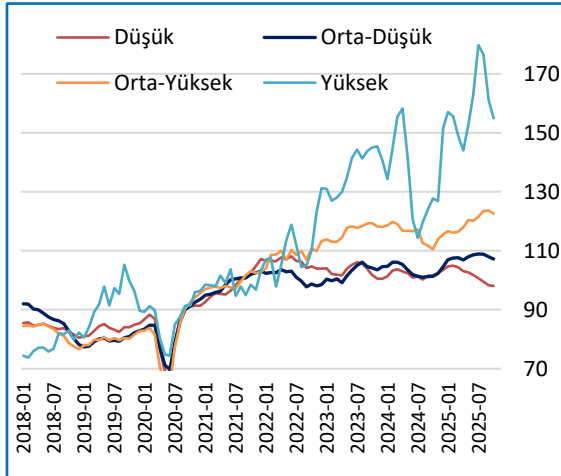
Sanayi üretimi 2025 yılında beklenen ölçüde olmasa da potansiyel eğilimin belirgin altına düşmüştür. Beklenen belirgin gerilemenin olmaması, yüksek teknolojlili savunma sanayi üretiminin canlılığından kaynaklanmıştır; yüksek teknolojlili sektörler güçlü üretimini sürdürürken, emek-yoğun düşük teknolojlili sektörlerde üretim azalmıştır. Sanayinin ve ekonominin genelini daha iyi yansıtan kapasite kullanım oranı ise oldukça düşük düzeylere inmiştir. Ancak kasım ve aralık aylarında kapasite kullanım oranlarında hafif toparlanma eğilimi de başlamıştır. Üretim tarafında, faiz oranlarındaki kısmi düşüğe bağlı olarak 2026 yılında hafif toparlanma bekliyoruz.

Grafik 6.a: Sanayi üretim endeksi (2021=100 mevsimsellikten arındırılmış)



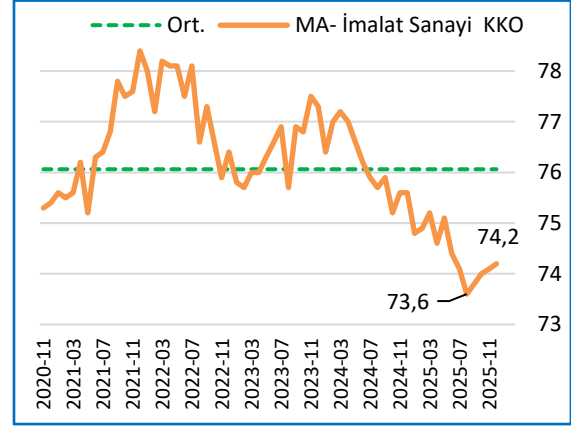
Kaynak: TÜİK

Grafik 6.b: Teknolojisine göre sanayi üretim endeksi (2021=100 mevsimsellikten arındırılmış)



Kaynak: TÜİK

Grafik 6.c: İmalat sanayi kapasite kullanım oranı (mevsimsellikten arındırılmış)

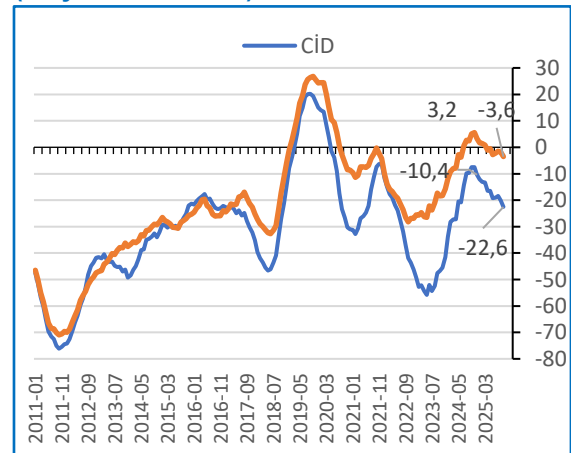


Kaynak: TCMB

7. Yıllık cari işlemler açığı sınırlı düzeyde, ancak artış eğiliminde olmuştur.

Ekonomideki kırılganlıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler açığı makul düzeydedir. Nitekim, son 12 aylık cari işlemler açığı, 2024 yılı sonuna göre hafif artarak Ekim ayında 22,6 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir. Türk lirasının önemli ölçüde reel değer kazanması ve ihracatın zayıf seyretmesi cari işlemler açığı üzerinde baskı oluştursa da yüksek faizler ve ekonominin yavaş toparlanması bu baskıyı sınırlandıracak faktörler olacaktır. Bu çerçevede, 2026 yılında da yıllık cari işlemler açığının hafif artış gösterse de sınırlı kalacağını öngörüyoruz.

Grafik 7: 12 aylık cari işlemler dengesi (milyar ABD doları)



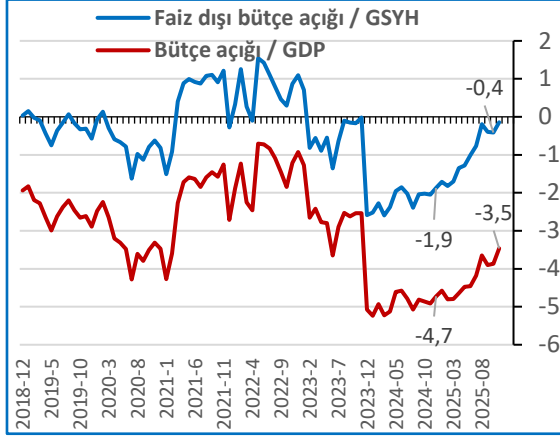
Kaynak: TCMB

8. Yüksek faiz ödemelerine karşın bütçe açığı azalmıştır.

Yüksek bütçe açığı, enflasyonu düşürmek için olması gerekenden daha yüksek politika faizini gerektirmektedir. 2024 yılında GSYH'nın yüzde 4,7'si olarak

gerçekleşen bütçe açığının 2025 yılı sonunda GSYH'nin yüzde 3'üne yakınsaması hedeflenmekteydi. Ancak, mevcut eğilim yüzde 3,5 civarı bir bütçe açığına işaret etmektedir. 2026 yılında bütçe açığındaki iyileşmenin durmasını, ancak kötüleşme de olmamasını bekliyoruz.

Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Küresel piyasalarda Fed'in parasal gevşeme sürecine ilişkin sinyallerin güçlenmesi ve yıl sonu risk iştahındaki artış, gelişmekte olan piyasalar genelinde olumlu bir atmosfer yaratmıştır. Yurt içinde ise enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin belirginleşmesi ve ekonomi yönetiminin uyguladığı programa duyulan güvenin pekişmesiyle birlikte ülke risk primi, düşüş eğilimini koruyarak aralık ayında 206 baz puan seviyelerine kadar gerilemiştir. Bu seviye, 2018 yılında yaşanan Rahip Brunson krizinden önceki dönemde görülen en düşük seviyelere işaret etmektedir. Risk primindeki bu belirgin geri çekilme, makroekonomik dengelenme sürecinin beklentilerle uyumlu seyrettiğini teyit ederken, Türkiye ekonomisine yönelik risk algısının önemli ölçüde iyileştiği yeni bir denge noktası olarak öne çıkmaktadır.

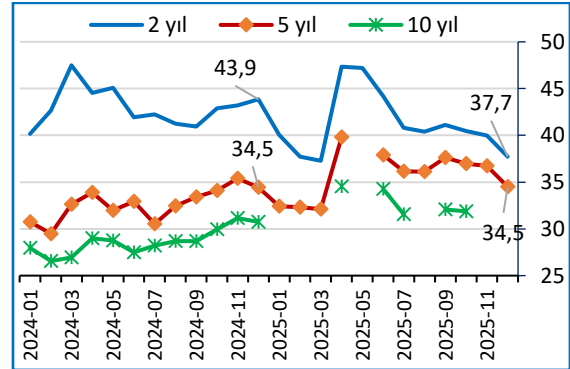
Grafik 9: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)



Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

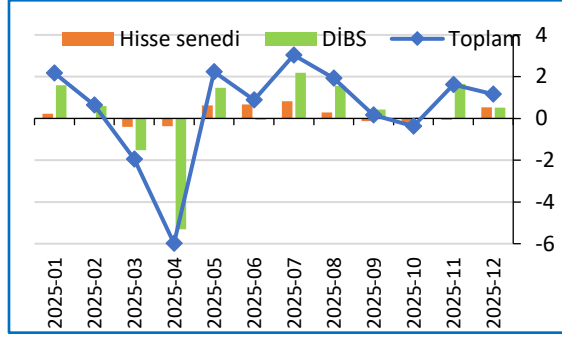
10. Hazine borçlanma faizleri oldukça yüksek seyretmiştir. Enflasyondaki düşüşe rağmen, siyasi belirsizlik algılaması nedeniyle Hazine borçlanma faizleri yüksek kalmaya devam etmiştir. Hazine borçlanma faizlerinin 2026 yılında TCMB faiz indirimlerine paralel olarak hafif düşme eğilimini sürdürmesini öngörüyoruz.

Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)



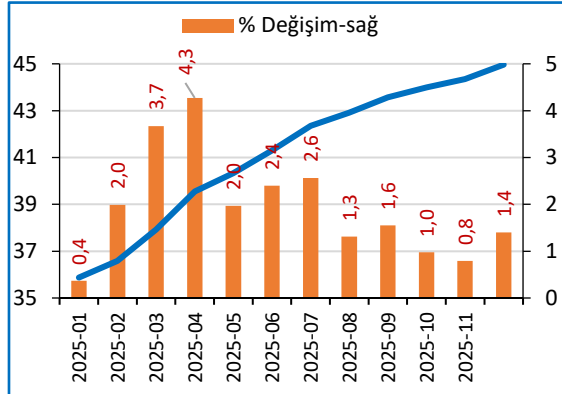
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

11. 2025 yılında yabancı portföy girişleri swap hariç işlemlerde sınırlı kalmıştır. 2025 yılında yabancıların net Hazine tahvil alımı 3,1 milyar, hisse senedi alımı 2 milyar ve reel sektör tahvili alımı 0,4 milyar olmak üzere toplamda sadece 5,5 milyar ABD doları düzeyinde kalmış, asıl yabancı girişleri kısa vadeli swap işlemlerinde yoğunlaşmaya devam etmiştir.

Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)

Kaynak: TCMB

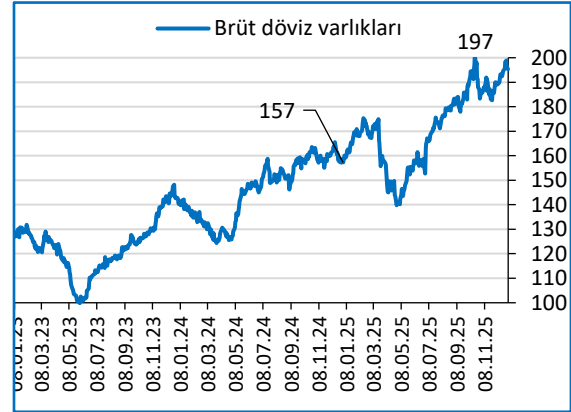
12. Kurlar, 19 Mart sonrası siyasi gerginliğin etkisiyle mart-haziran döneminde yüksek artsa da, ağustos ayı ve sonrasında daha istikrarlı seyir izlemiştir. Kurlardaki istikrar, enflasyonun düşmesi için ön şart oluşturmaktadır. Bu çerçevede, olağanüstü bir gelişme olmadıkça, TCMB'nin 2026 yılında kur istikrarına özen göstereceğini ve yüzde 20 civarında bir enflasyon oranıyla uyumlu olarak aylık ortalama yüzde 1,2-1,3 civarında bir sepet kur artışı hedefleyeceğini düşünüyoruz.

Grafik 12: Sepet kur (TL) ve değişimi (%)

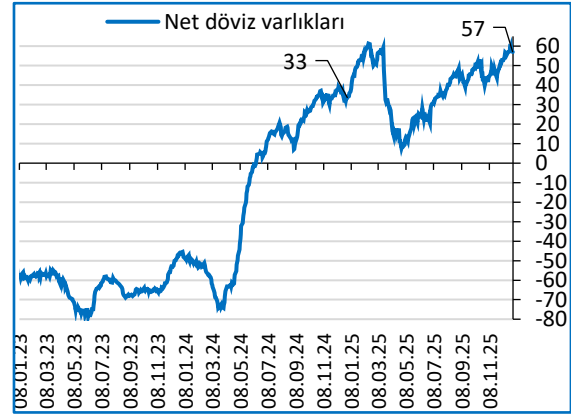
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

Not: Sepet kur, yüzde 67 ABD doları ve yüzde 33 Euro'dan oluşmaktadır.

13. TCMB'nin rezervleri, altın fiyatlarındaki artışın da desteği ile tarihi yüksek düzeylere çıkmıştır. Ancak, brüt ve net rezervlerdeki artış önemli ölçüde altın fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Döviz rezervleri siyasi gelişmelerden de önemli ölçüde etkilenmektedir. Brüt ve net döviz rezervlerinin tarihi yüksek düzeylerdeki seyri, TCMB'nin kur istikrarını sürdürebileceği algısını desteklemesi nedeniyle, olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

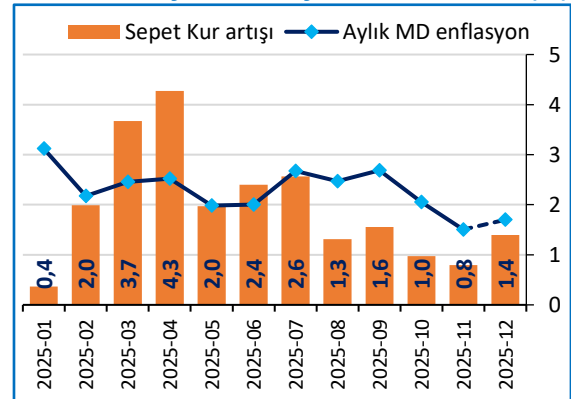
Grafik 13.a: Brüt döviz varlıkları (milyar USD)

Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

Grafik 13.b: Net döviz varlıkları (milyar USD)

Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

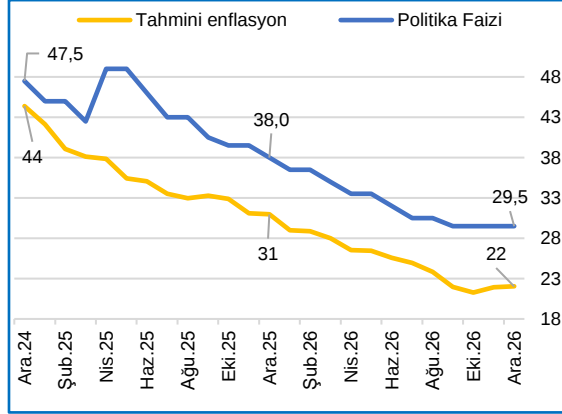
14. Son aylardaki kur istikrarı enflasyon eğilimine olumlu yansımaya başlamıştır. TCMB'nin faiz indirimi için mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon eğiliminin kalıcı olarak yüzde 2'nin altında kalması gerekmektedir. Aylık kur artışı yüzde 1,2-1,3 civarında kaldıkça enflasyonun da düşük seyretme olasılığı artmaktadır.

Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)

Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Enflasyon, arzu edilen ölçüde olmasa da belirgin düşüş eğilimindedir. 2026 yılında TÜFE enflasyonunun yüzde 22, politika faizinin de yüzde 30 civarına inebileceğini düşünüyoruz. Mevcut enflasyon düşüş eğilimi, yüzde 16'lık resmi enflasyon hedefi ile uyumlu değildir. Bu çerçevede, TCMB'nin enflasyon hedefini yüzde 19'a çıkartma olasılığını yüksek görüyoruz.

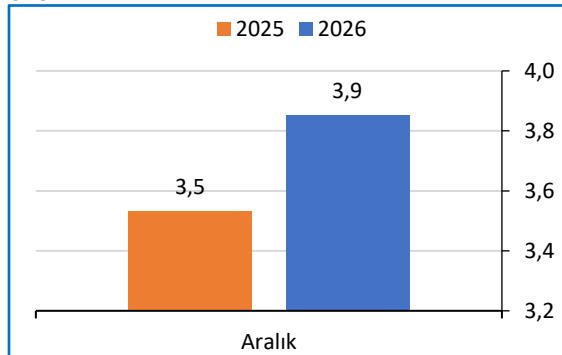
Grafik 15: Enflasyon tahminlerimiz (%)



Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri.

16. Piyasalar ekonomide canlanma beklemektedir. Ekonomi, 2025 yılında beklenenden biraz daha iyi büyüme göstermektedir. Piyasalar 2025 yılında yüzde 3,5, 2026 yılında ise yüzde 3,9 büyüme beklemektedir. Söz konusu büyüme oranlarının, Türkiye'nin yüzde 4,7 olan tarihsel büyüme oranının oldukça altında olduğunu, ekonomide belirgin bir yavaşlama anlamına geldiğinin de altı çizilmelidir.

Grafik 16: 2025 ve 2026 büyüme beklisi (%)

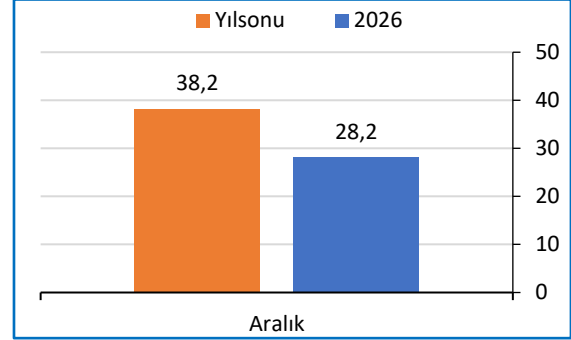


Kaynak: TCMB

17. Piyasalar, enflasyon beklilerinin yüzde 16'lık hedefin belirgin üzerinde olmasına rağmen, TCMB'nin faiz indirimine devam edeceğini tahmin etmektedir.

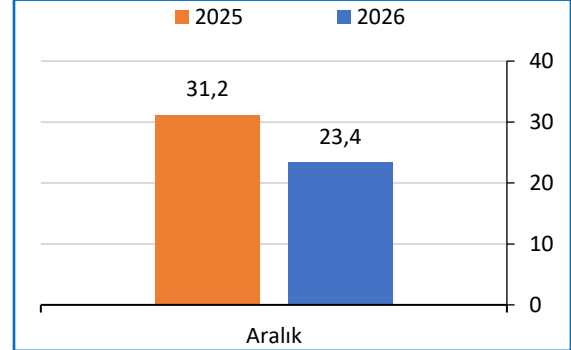
Piyasalar, 2026 yılında enflasyonun yüzde 16'lık hedefin belirgin şekilde üzerinde kalarak yüzde 23,4, politika faizinin ise yüzde 28 civarına gerileyeceğini düşünmektedir. Ancak, enflasyonda belirgin düşüş olmadıkça, 2026 yılında da indirimlerin piyasa beklentilerine göre daha sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz.

Grafik 17.a: Politika faizi beklentileri (%)



Kaynak: TCMB

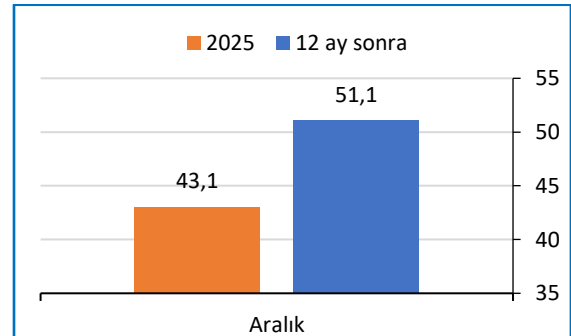
Grafik 17.b: Enflasyon beklentileri (%)



Kaynak: TCMB

18. Piyasalar, orta vadede, kurlarda aylık yüzde 1,4'e yakın artış beklemektedir. TCMB'nin enflasyonu 2026 yılında yüzde 20'ye yakınsatabilmesi için aylık kur artışlarının yüzde 1,4'ün de altında kalması gerekmektedir.

Grafik 18: Kur (ABD doları) beklentileri (TL)



Kaynak: TCMB

SONUÇ

3. Mevcut gelişmeler çerçevesinde;
 - a. Ekonomik aktivite, savunma sanayi hariç, durgunlukta gözükmektedir. Politika faizi ve kredi faizleri oldukça yüksektir; maliyetleri ve ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemektedir.
 - b. TCMB, kur artışlarının enflasyon üzerindeki olumsuz etkisini dikkate alarak, aylık kur artış oranını Ağustos ayından itibaren belirgin azaltmıştır.
 - c. TCMB döviz rezervleri, altın fiyatlarındaki artışın desteği ile oldukça güçlüdür, gerektiğinde kur istikrarını devam ettirmek için ölçülü müdahalede bulunabilecek imkânı vardır.
 - d. Ekim-aralık dönemi mevsimsellikten arındırılmış enflasyon oranları yüzde 2'nin altında seyretmektedir.
 - e. Petrol fiyatlarının düşük seyri ve FED faiz indirimleri enflasyon ve kur istikrarı açısından destekleyicidir.
 - f. **Sayılan bu koşullar TCMB'nin aralık ayında faiz indirimine imkân sağlamaktadır.**
 - g. Mevcut eğilimler dikkate alındığında, 2026 yılı enflasyonun ise yüzde 16 olan enflasyon hedefine yakınsama bir yana, yüzde 20'ye yakınsamasının dahi güç olacağını düşünüyoruz.
 - h. TCMB'nin önümüzdeki dönemde temkinli bir faiz indirim stratejisi uygulaması gerektiğini düşünüyoruz. Aksi halde, ilerleyen süreçte kur baskısının artma olasılığı yükselebilecektir.
 - i. Diğer yandan, faiz indirim süreci kredi faizlerine de önemli ölçüde yansımıştır. Ancak, reel faizler yüksek düzeyini önemli ölçüde koruyacaktır. Belirsizliklerin ve reel faizlerin yüksek seyri, kısmi toparlanma olsa da iç talebin zayıf seyrini sürdürmesine yol açabilecektir.
 - j. **Bu çerçevede, dışsal bir şok olmadıkça, 2026 yılında;**
 - i. Kur istikrarının önemli ölçüde devam edeceğini,
 - ii. Enflasyonun arzu edilen ölçüde olmasa da yüzde 22 civarına gerileyebileceğini,
 - iii. Ekonominin ise hafif toparlanma eğilimine girerek büyümenin yüzde 4'e yaklaşabileceğini değerlendiriyoruz.