

GENEL GÖRÜNÜM

2025 yılında enflasyon, yüzde 30,89 ile yüzde 21 olan orijinal hedefin oldukça üzerinde gerçekleşti. Enflasyonun hedeflerden oldukça yüksek seyretmesinin temel nedenleri; kurların, kiralardan ve eğitim gibi hizmet sektörü fiyatlarının öngörülenden yüksek artması oldu.

Mevcut küresel koşullar, 2026 yılında Türkiye açısından genelde 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 olma ihtimali yüksektir. Ek olarak altın fiyatlarının yüksek seyri, geleneksel olarak tasarrufların yastık altı altın olarak tutulması, son yıllarda bankacılık sistemindeki altın hesaplarının oldukça yükselmesi ve TCMB'nin yüksek altın rezervleri Türkiye'nin riskini azaltan ve yüksek faize dayanıklılığını artıran bir faktör haline gelmiştir.

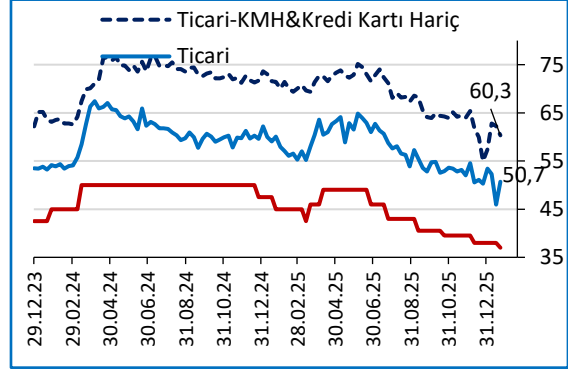
Ancak ABD kaynaklı riskler de mevcuttur. Son dönemde ABD'nin İran'a saldırı ihtimalinin yükselmesi, ABD'nin ticaret vergilerini tehdit olarak kullanması dışsal riskleri artırmaktadır.

2026 yılında baz senaryomuzu koruyarak; 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 beklentilerde kısmi iyileşme ile hafif toparlanmaya başlayabileceğini düşünüyoruz. Ancak, bu kısmi olumlu süreçte risklerin de olduğunun altı çizilmelidir. Dolayısıyla, baz senaryo tahminlerimiz açısından yukarı yönlü sapma ihtimali daha fazladır.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Faizler oldukça yüksek seyretmeye devam etmektedir. Ticari kredi bileşik faizleri yüzde 50,7, bireysel kredilerde ise yüzde 60,3 düzeyindedir. Ticari kredi faizlerinin 2026 yılında da yüksek seyredeceğini, politika faizindeki gerilemeye paralel, aşamalı olarak yüzde 35 civarına doğru gerileyeceğini düşünüyoruz.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)

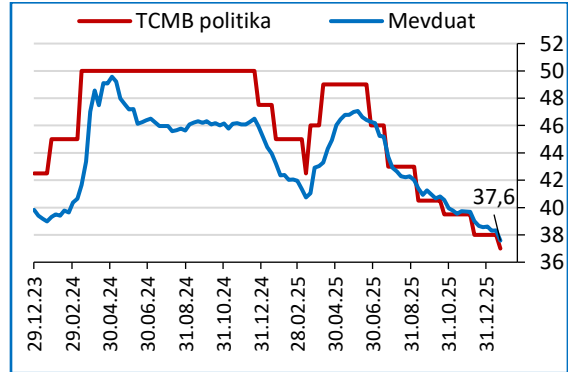


Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

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

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)

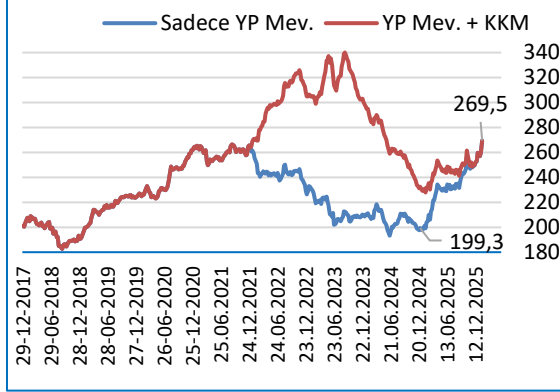


Kaynak: TCMB

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

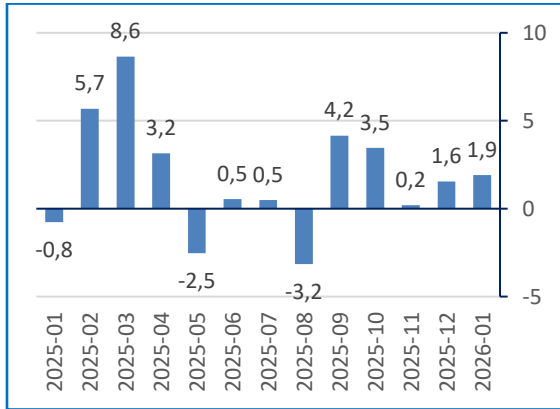
3. Yabancı para mevduatlar artsa da Kur Korumalı Mevduatlar (KKM) tasfiye edilmiştir. 2024 yılı sonunda 32,5 milyar ABD doları olan KKM hesapları 2025 yılında tasfiye edilmiştir. Buna karşın, altın hesapları dahil yabancı para mevduat hesapları artış eğilimindedir. Ancak, bu artışlar altın hesaplarındaki hem yeni artışlardan hem de altın fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Fiyat (parite) hariç tutulduğunda altın dahil yabancı para mevduatlarıdaki yeni artış sınırlıdır ve tamamen altın hesaplarından kaynaklanmaktadır.

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)

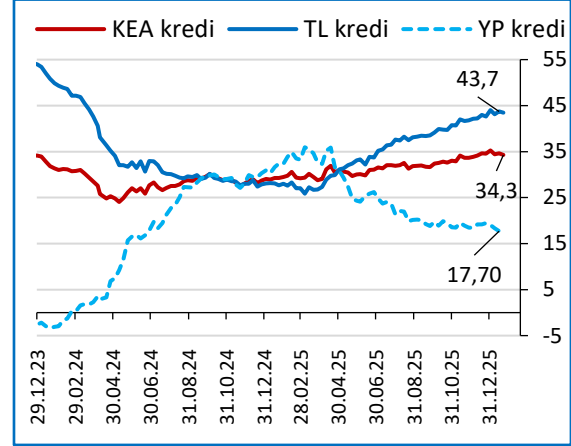


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

4. Toplam kredi artışı yavaş seyretse de 2024 yılına göre hızlanmıştır. Kredilerdeki yaklaşık yüzde 43,7'lik zayıf artış eğiliminde, TCMB'nin kredi kısıtlarının yanı sıra kredi faizlerinin aşırı

yüksek seyri ve ekonomideki kısmen yavaş seyirde belirleyici olmuştur. TL ticari kredilerdeki artış hızı yüzde 41 düzeyindedir. Kredilerdeki yavaş artış eğiliminin 2026 yılının kalanında da devam etmesini ve kredi faizleri ve enflasyondaki düşüşe bağlı olarak yıllık artış oranının biraz daha azalmasını beklemekteyiz.

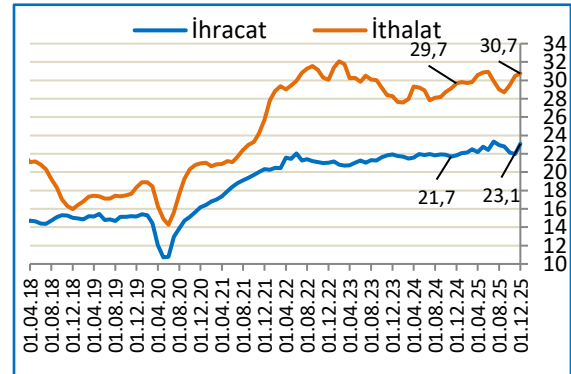
Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (%)



Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

5. İhracat ve ithalatta belirgin bir eğilim değişikliği gözlenmemiştir. Emek-yoğun bazı sektörlerde sorun gözlenirse de Aralık ayı itibarıyla toplam ihracatın Avrupa'daki durgunluğa rağmen Türk lirasının değerlendirilmesinden fazla etkilenmediği gözlenmiştir. İhracat ve ithalat yataya yakın, 2024 yılı sonu düzeylerinin hafif üzerinde seyretmiştir.

Grafik 5: Aylık ihracat-ithalat (milyar USD, mev. düzeltilmiş, 3-aylık hareketli ort.)



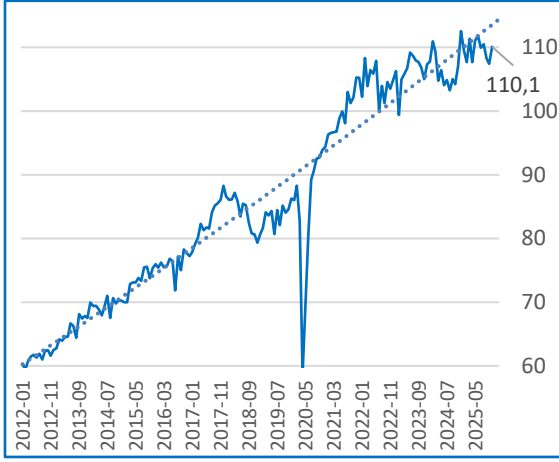
Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

6. Sanayi üretimi Kasım ayı itibarıyla potansiyel düzeyinin belirgin altındadır. Sanayi üretimi 2025 yılında beklenen ölçüde olmasa da potansiyel eğilimin belirgin altına

¹ KEA, kur etkisinden arındırılmış yabancı para dahil toplam kredi artış eğilimini göstermektedir.

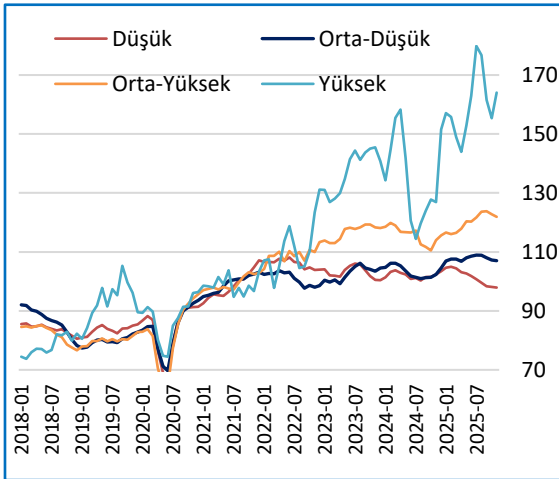
düşmüştür. Beklenen belirgin gerilemenin olmaması, yüksek teknolojiye savunma sanayi üretiminin canlılığından kaynaklanmış; yüksek teknolojiye sektörler güçlü üretimini sürdürürken, emek-yoğun düşük teknolojiye sektörlerde üretim azalmıştır. Sanayinin ve ekonominin genelini daha iyi yansıtan kapasite kullanım oranı ise oldukça düşük düzeylere inmiştir. Ancak, daha güncel veri olan imalat sanayi kapasite kullanım oranında Ekim ayında başlayan hafif toparlanma eğilimi Ocak ayı itibarıyla devam etmiştir. Üretim tarafında, faiz oranlarındaki kısmi düşüğe bağlı olarak 2026 yılında hafif toparlanma bekliyoruz.

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



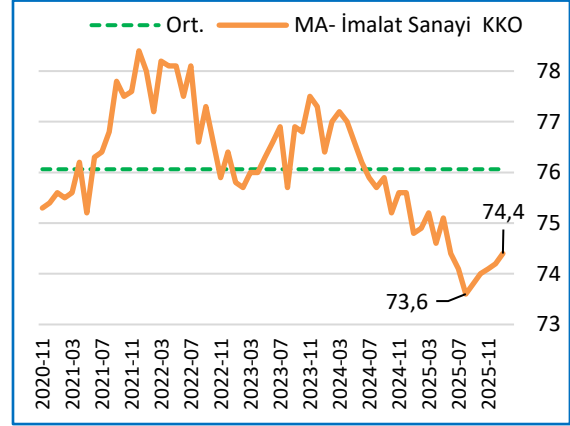
Kaynak: TÜİK

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



Kaynak: TÜİK

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

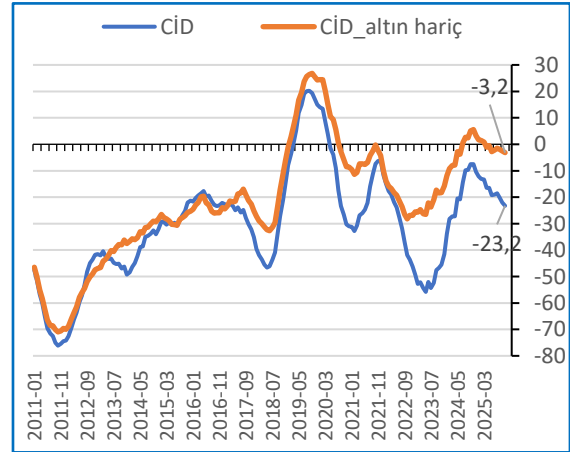


Kaynak: TCMB

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

Ekonomideki kırılmalardan dolayı en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler açığı makul düzeydedir. Nitekim, son 12 aylık cari işlemler açığı, 2024 yılı sonuna göre hafif artarak Kasım ayında 23,2 milyar ABD doları 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)

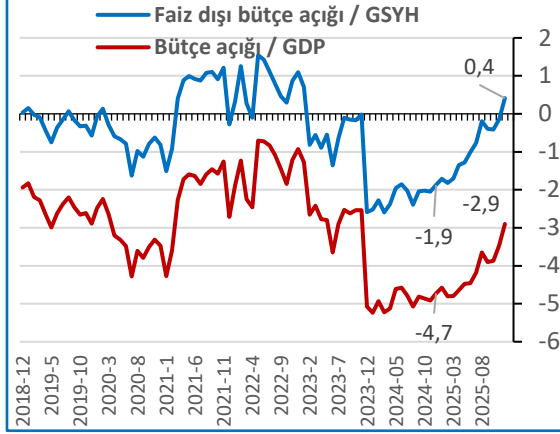


Kaynak: TCMB

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. Nitekim, yılın son aylarında bütçe açığında hızlı bir gerileme olmuştur. 2026 yılında bütçe açığındaki iyileşmenin durmasını, ancak önemli bir kötüleşme de olmamasını bekliyoruz.

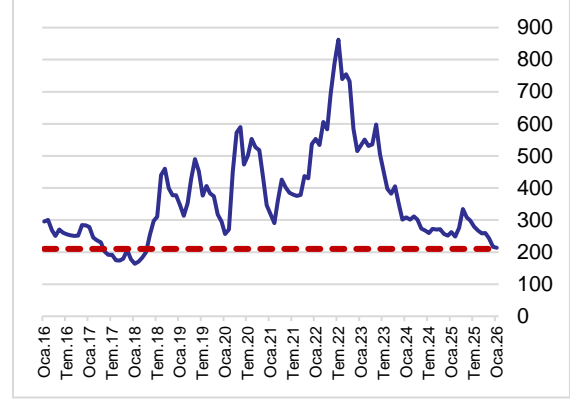
Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Türkiye'nin 5 yıllık CDS risk primi, Ekim 2025'ten bu yana koruduğu düşüş eğilimini Ocak 2026'da da sürdürerek aylık ortalama 213,9 seviyesine gerilemiştir. Risk priminin 2018 öncesi ortalaması olan 210 baz puana bu denli yaklaşması, iç piyasadaki dengelenmenin yanı sıra küresel belirsizlik algısındaki değişimle de yakından ilişkilidir. Nitekim Eylül 2025'te tepe noktasına ulaşan Dünya Belirsizlik Endeksi, yılın son çeyreğinde yönünü aşağı çevirerek küresel risk iştahını destekleyen bir patikaya girmiştir. Endeksin Aralık 2025 düzeyi, halen Haziran 2025 seviyesinin üzerinde seyretse de son üç aydaki istikrarlı gerileme trendi, piyasa oyuncularının geleceğe yönelik kaygılarının azaldığına işaret etmektedir. Küresel belirsizlikteki bu azalma, Asya ekonomileri (Çin, Endonezya, Hindistan, Japonya) hariç tutulduğunda gelişmekte olan ülkelere yönelik genel iyimserliği beslemekte; Türkiye de bu elverişli rüzgârı arkasına alarak risk primini tarihsel normaline yaklaştırmaktadır.

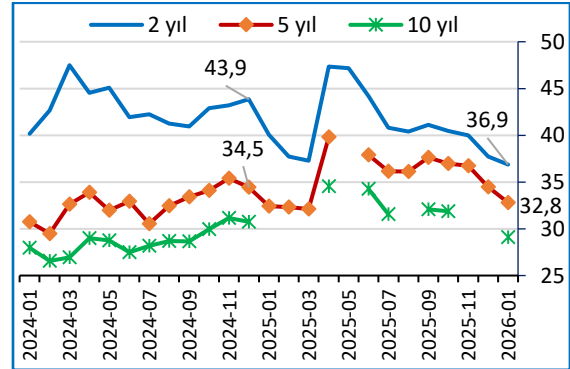
Grafik 9: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)



Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

10. Hazine borçlanma faizleri son dönemde düşmeye başlamıştır. Enflasyondaki düşüşe rağmen, siyasi belirsizlik algılaması nedeniyle Kasım ayına kadar yüksek seyreden Hazine borçlanma faizleri, Aralık ayından başlayarak yabancı yatırımcı ilgisinin artmasıyla düşüş eğilimine girmiştir. Hazine borçlanma faizlerinin 2026 yılında TCMB faiz indirimlerine paralel olarak hafif düşüş eğilimini sürdürmesini öngörüyoruz.

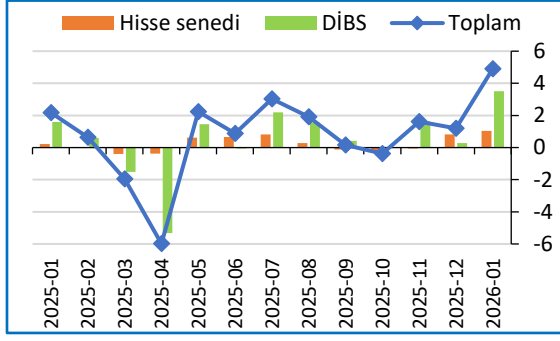
Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

11. Yabancı portföy girişleri 2026 yılına artışla başlamıştır. 2025 yılında yabancıların net Hazine tahvil alımı 3,1 milyar, hisse senedi alımı 2 milyar ve reel sektör tahvil 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. Ancak, Ocak 2026'nın ilk üç haftasında toplam yabancı portföy girişi DİBS ağırlıklı olmak üzere 4,9 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)

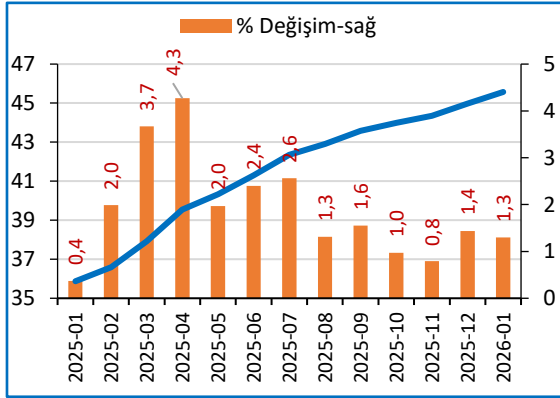


Kaynak: TCMB

12. Kurlar, Ağustos ayından beri istikrarlı bir seyir izlemektedir.

Kurlardaki istikrar, enflasyonun düşmesi için ön şart. Bu çerçevede, TCMB esas olarak ABD dolar kurunu istikrarına önem vermektedir. 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 (%)



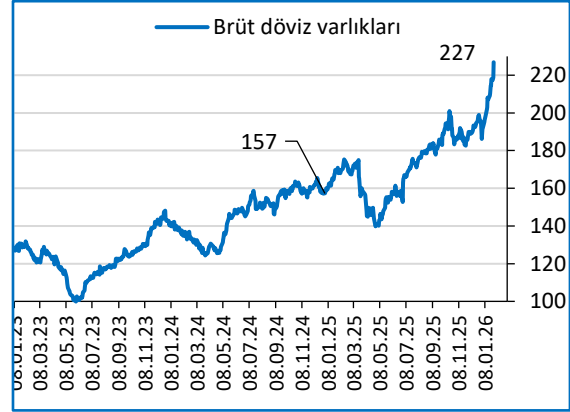
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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.

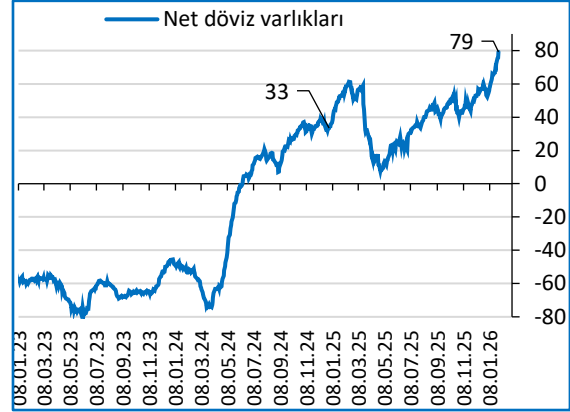
Ancak, brüt ve net rezervlerdeki artış önemli ölçüde altın fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Ancak, TCMB Ocak ayında 10 milyar ABD doları civarında net döviz alışı da yapmıştır. Döviz rezervleri siyasi gelişmelerden de önemli ölçüde etkilenmektedir. Brüt ve net döviz rezervlerinin tarihi yüksek 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)

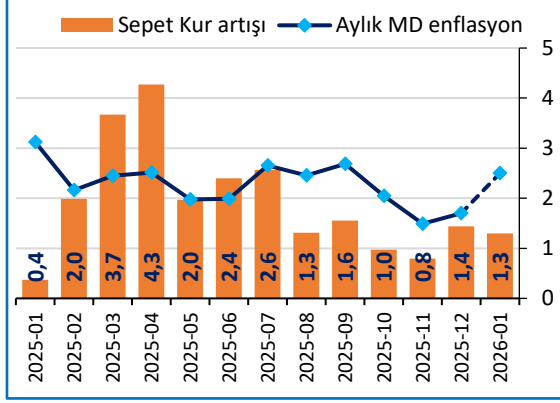


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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. Ancak, asıl sebze fiyat artışları kaynaklı olarak Ocak ayın enflasyonunun oldukça yüksek ilan edilmesi olasıdır. Ancak, bu artışın önemli ölçüde mevsimsel şartlardan kaynaklanması nedeniyle TCMB karar süreçlerinde ve enflasyon eğiliminde önemli bir kırılma yaratmasını beklemiyoruz.

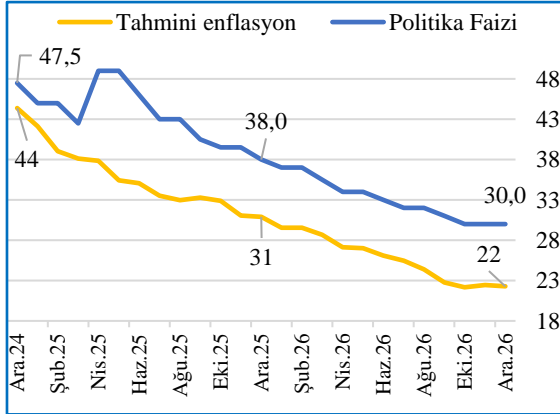
Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)



Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Enflasyon, arzu edilen ölçüde olmasa da belirgin düşüş eğilimindedir. 2026 yılında TÜFE enflasyonunun %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.

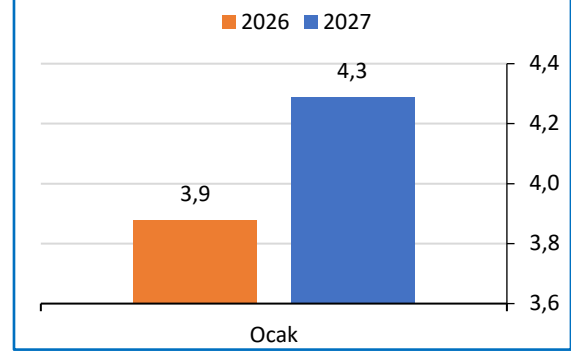
Grafik 15: Enflasyon tahminlerimiz (%)



Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri.

16. Piyasalar, ekonomide kısmi canlanma beklemektedir. Ekonomi, 2025 yılında beklenenden biraz daha iyi büyüme göstermiş, %3,5 civarında büyüdüğü tahmin edilmektedir. Piyasalar 2026 yılında yüzde 3,9, 2027 yılında ise yüzde 4,3 büyüme beklemektedir. Söz konusu büyüme oranlarının, Türkiye'nin yüzde 4,7 olan tarihsel büyüme oranının altında olduğunun, ekonomide belirgin bir toparlanma anlamına gelmeyeceğinin de altı çizilmelidir.

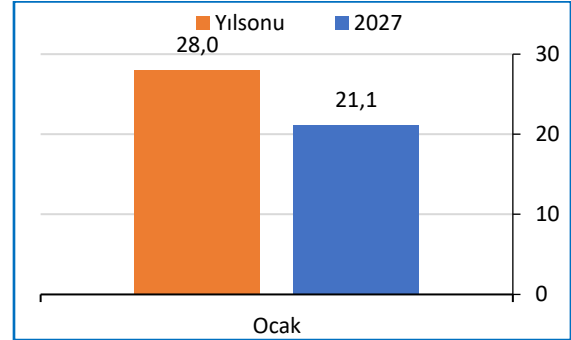
Grafik 16: Büyüme beklenti (%)



Kaynak: TCMB

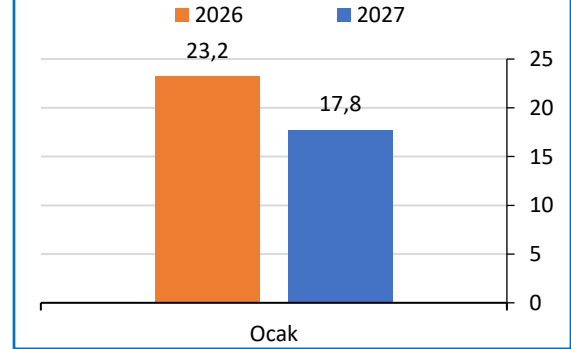
17. Piyasalar, enflasyon beklentilerinin yüzde 16'lık hedefin belirgin üzerinde olmasına rağmen, TCMB'nin faiz indirimine devam edeceğini tahmin etmektedir. Piyasalar, 2026 yılında enflasyonun yüzde 16'lık hedefin belirgin şekilde üzerinde kalarak yüzde 23,2, politika faizinin ise yüzde 28 civarına gerileyeceğini 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

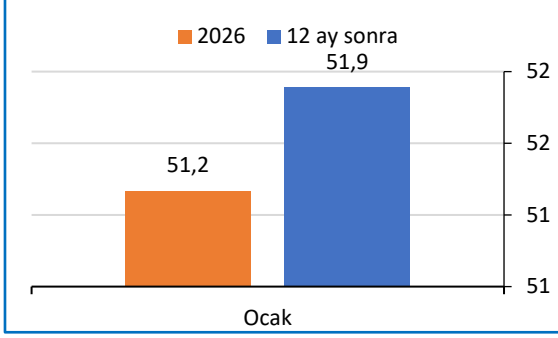
Grafik 17.b: Enflasyon beklentileri (%)



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) bekleyişleri (TL)



Kaynak: TCMB

SONUÇ

4. Mevcut gelişmeler çerçevesinde;
 - a. Ekonomik aktivite, savunma sanayi hariç, durgunlukta gözükmemektedir. Politika faizi ve kredi faizleri oldukça yüksektir; maliyetleri ve ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemektedir.
 - b. Ancak, faiz indirimlerinin ve altın fiyatlarının artışının da etkisiyle, ekonomide hafif toparlanma eğilimi de gözlenmektedir.
 - c. TCMB, kur artışlarının enflasyon üzerindeki olumsuz etkisini dikkate alarak, aylık kur artış oranını Ağustos ayından itibaren belirgin azaltmıştır. Dolar kuru aylık yüzde 1,2 civarında artırılmaktadır.
 - d. TCMB döviz rezervleri, altın fiyatlarındaki artışın desteği ile oldukça güçlüdür, gerektiğinde kur istikrarını devam ettirmek için ölçülü müdahalede bulunabilecek imkânı vardır.
 - e. Ekim-Aralık dönemi mevsimsellikten arındırılmış enflasyon oranları yüzde 2'nin altında seyretmiştir. Ancak, Ocak ayında mevsimsel şartlar nedeniyle gıda fiyatları artışı kaynaklı geçici olarak yüzde 2,5 düzeyine çıkacağını tahmin ediyoruz.
 - f. Petrol fiyatlarının, son günlerdeki ABD'nin İran'a saldıracağı endişesiyle artmakla birlikte, düşük seyri ve FED faiz indirimleri enflasyon ve kur istikrarı açısından destekleyicidir.
 - g. **Sayılan bu koşullar TCMB'nin faiz indirimine imkân sağlamaktadır.**
 - h. Mevcut eğilimler dikkate alındığında, 2026 yılı enflasyonun ise yüzde 16 olan enflasyon hedefine yakınsama bir yana, yüzde 20'ye yakınsamasının dahi güç olacağını düşünüyoruz.
 - i. TCMB'nin önümüzdeki dönemde temkinli bir faiz indirim stratejisi uygulaması gerektiğini düşünüyoruz. Aksi halde, ilerleyen süreçte kur baskısının artma olasılığı yükselebilecektir.
 - j. 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.
 - k. **Bu çerçevede, önceki öngörülerimizi koruyoruz ve kalıcı etkileri olan 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'ün hafif üzerine çıkabileceğini değerlendiriyoruz.