

## GENEL GÖRÜNÜM

2025 yılında enflasyon, yüzde 30,89 ile yüzde 21 olan orijinal hedefin oldukça üzerinde gerçekleşti. Enflasyon 2026 yılına da oldukça olumsuz başladı. Enflasyon, ocak ayında özellikle gıda fiyatları kaynaklı yüzde 4,84 olarak gerçekleşti. Öncü göstergeler enflasyonun şubat ayında yine gıda fiyatları kaynaklı yüzde 3 civarı ilan edilebileceğine işaret etmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2026 yılı enflasyon tahminini yüzde 16'dan yüzde 18'e, tahmin aralığının üst bandını da yüzde 19'dan yüzde 21'e çıkarttı. Her ne kadar yüzde 16'lık hedefi korunsa da, mevcut gidişat hem hedefin hem de tahminin ilerleyen aylarda daha da yükseltilmek zorunda kalınacağına işaret etmektedir.

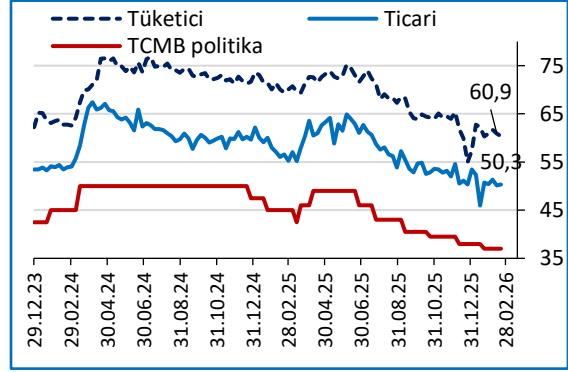
Enflasyondaki yükseliş bir ölçüde sebze-meyve fiyatları kaynaklı geçici nitelikte olsa da petrol fiyatlarının 70 ABD dolarının üzerine çıkması önemli bir sorun haline gelmiştir. Bu yıl yağışların iyi olmasının 2026 yılında tarımsal üretimi destekleyeceğini, dolayısıyla ilk iki ayda aşırı yükselen gıda fiyatlarının normalleşeceğini değerlendiriyoruz. Ancak, özellikle ABD-İran gerginliği nedeniyle normalde 60 ABD doları civarında seyredeceği öngörülen petrol fiyatlarındaki ve bazı metal fiyatlarındaki artış enflasyondaki düşüşü sınırlayacak gözükmektedir.

İlk iki aylık gelişmeler, baz senaryomuzu yukarı yönlü güncellememize neden oldu. Mevcut koşullardaki baz senaryomuzda; 2026 yıl sonunda enflasyonun yüzde 24, politika faizinin ise yüzde 31 civarına düşebileceğini değerlendiriyoruz. Ekonomik aktivitenin ise ilerleyen süreçte faiz indirimlerinin devamı ve bekleyişlerde kısmi iyileşme ile hafif toparlanmaya başlayabileceğini düşünüyoruz.

## EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Faizler oldukça yüksek seyretmeye devam etmektedir. Ticari kredi bileşik faizleri yüzde 50,3, bireysel kredilerde ise yüzde 60,9 düzeyindedir. Ticari kredi faizlerinin 2026 yılında da yüksek seyredeceğini, politika faizindeki gerilemeye paralel, aşamalı olarak yüzde 40'ın altına doğru gerileyeceğini düşünüyoruz.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)

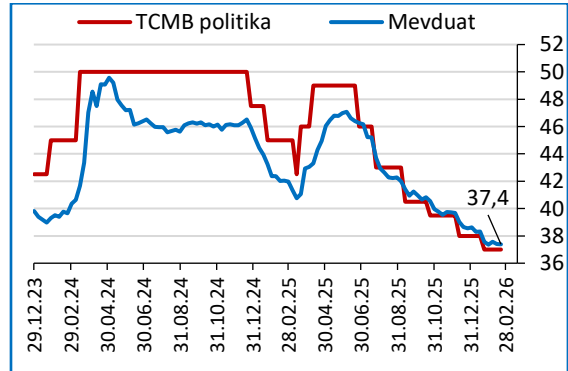


Kaynak: TCMB

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 (%)

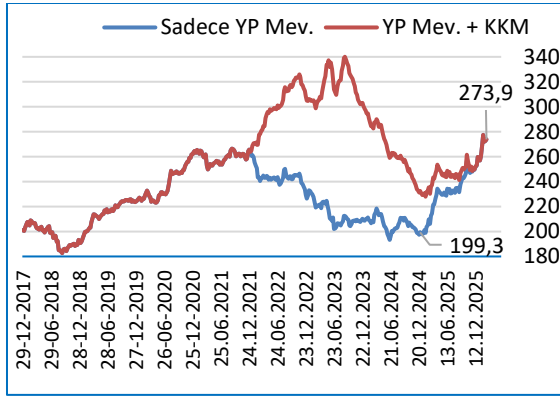


Kaynak: TCMB

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

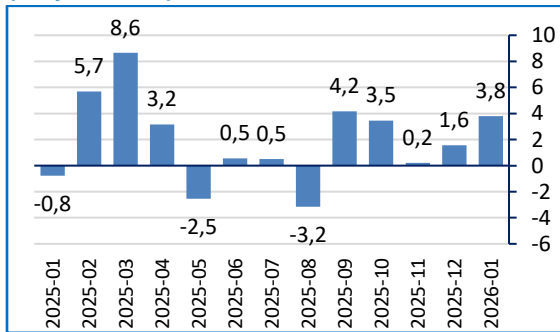
**3. Yabancı para mevduatlar artsa da Kur Korunmalı Mevduatlar (KKM) tasfiye edilmiştir.** 2024 yılı sonunda 32,5 milyar ABD doları olan KKM hesapları 2025 yılında tasfiye edilmiştir. Buna karşın, altın hesapları dahil yabancı para mevduat hesapları artış eğilimindedir. Ancak bu yükseliş hem altın hesaplarındaki artıştan hem de altın fiyatlarındaki yükselişten kaynaklanmıştır. Fiyat (parite) hariç tutulduğunda altın dahil yabancı para mevduatlardaki yeni artış sınırlıdır ve tamamen altın hesaplarından kaynaklanmaktadır. Esasında, döviz mevduatlarından altın hesaplarına yönelme gözlenmektedir.

**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)**

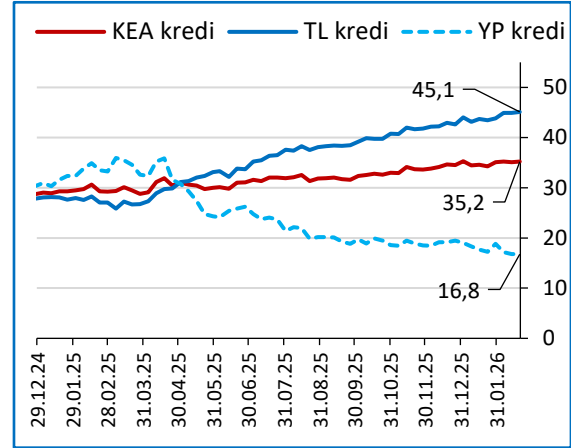


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

**4. TL kredi artışı kuvvetli iken, YP krediler yavaş seyretmektedir.** TL Krediler yaklaşık yüzde 45, YP krediler yüzde 16,8 artarken, Kur etkisinden arındırılmış toplam kredi artışı yüzde 35,2 düzeyindedir. TL ticari kredilerdeki artış hızı yüzde 43,1 düzeyindedir. Bu artışlar

enflasyon oranının üzerinde olmakla birlikte önemli ölçüde TL kredilerin yüksek faizlerinden kaynaklanmaktadır. Kredilerdeki yıllık artış oranının 2026 yılının kalanında kredi faizleri ve enflasyondaki düşüşe bağlı olarak biraz azalmasını beklemekteyiz.

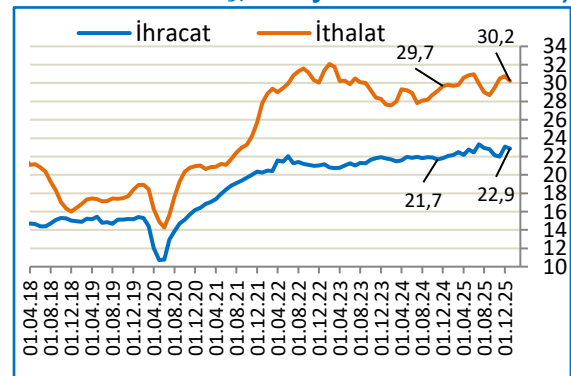
**Grafik 4: Yıllık kredi<sup>1</sup> artış oranı (%)**



Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

**5. İhracat ve ithalatta belirgin bir eğilim değişikliği gözlenmemektedir.** Emek-yoğun bazı sektörlerde önemli sorunlar gözlenirse de ocak 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 seyretmektedir.

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



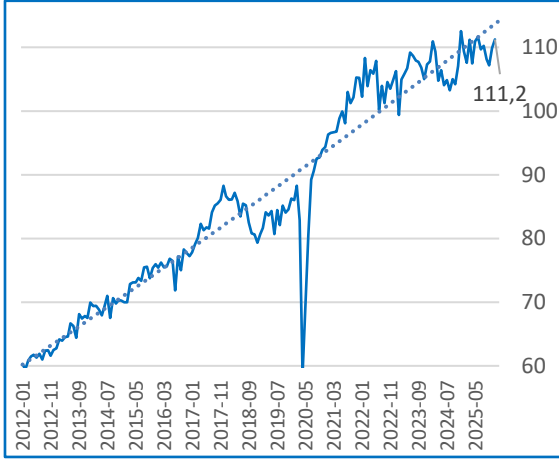
Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

**6. Sanayi üretimi aralık ayı itibarıyla potansiyel düzeyinin belirgin altında, ancak hafif toparlanma eğilimindedir.** Sanayi üretimi 2025 yılında beklenen ölçüde olmasa da potansiyel eğilimin belirgin altına düşmüştür.

<sup>1</sup> KEA, kur etkisinden arındırılmış yabancı para dahil toplam kredi artış eğilimini göstermektedir.

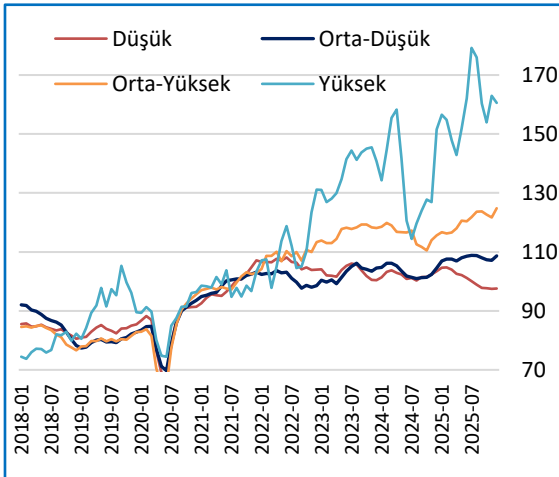
Beklenen belirgin gerilemenin olmaması, yüksek teknolojlili savunma sanayi üretiminin canlılığından kaynaklanmış; yüksek teknolojlili sektörler güçlü üretimini sürdürürken, emek-yoğun düşük teknolojlili sektörlerde üretim azalmıştır. Sanayinin ve ekonominin genelini daha iyi yansıtan kapasite kullanım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

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



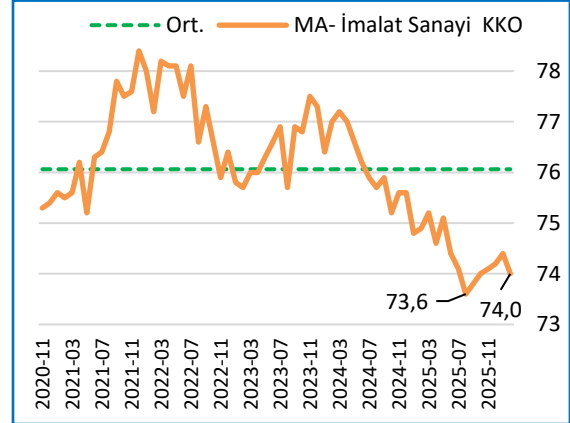
Kaynak: TÜİK

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



Kaynak: TÜİK

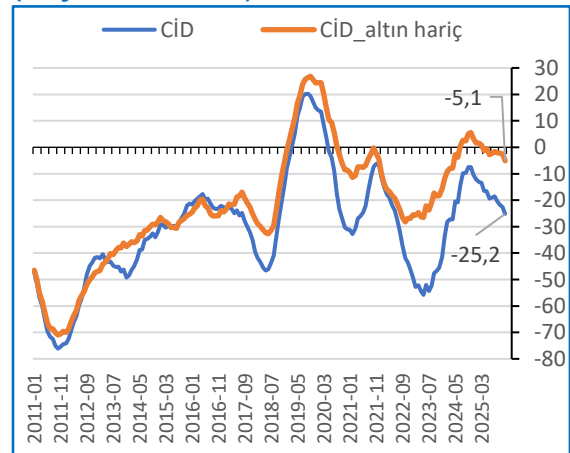
**Grafik 6.c: İmalat sanayi kapasite kullanım oranı (mevsimsellikten arındırılmış)**



Kaynak: TCMB

**7. Yıllık cari işlemler açığı sınırlı düzeyde, ancak artış eğilimindedir.** Ekonomideki kırılmalıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler açığı makul düzeydedir. Nitekim, son 12 aylık cari işlemler açığı, 2024 yılı sonuna göre hafif artarak Aralık ayında 25,2 milyar ABD doları gerçekleşmiştir. Türk lirasının kısmen reel değer kazanması ve ihracatın zayıf seyretmesi cari işlemler açığı üzerinde baskı oluştursa da yüksek faizler ve ekonominin yavaş toparlanması bu baskıyı sınırlayacak 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)**

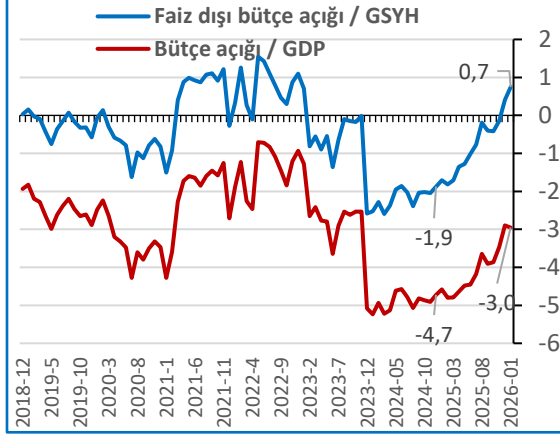


Kaynak: TCMB

**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. Ocak 2026 itibarıyla faiz dışı fazlanın GSYH'ya oranı yüzde 0,7, faiz dışı açığın oranı ise yüzde 3 düzeyindedir. 2026 yılında bütçe açığındaki iyileşmenin durmasını, kısmi bir bozulma yaşanmasını bekliyoruz.

**Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)**

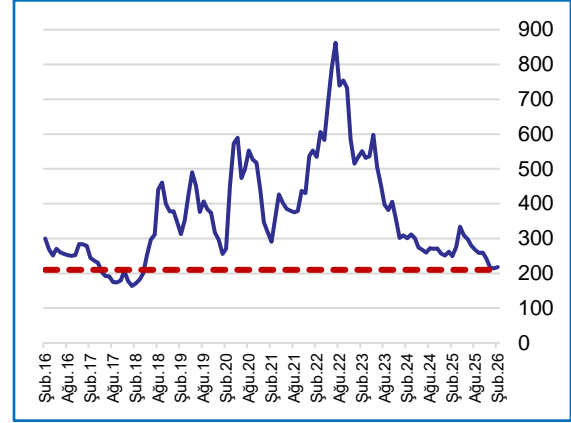


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

**9. Türkiye'nin 5 yıllık CDS risk primi, Ekim 2025'ten bu yana koruduğu düşüş eğilimini Şubat 2026 itibarıyla sonlandırarak yönünü yeniden yukarı çevirmiştir.** Ekim ayında 259 baz puan seviyesinden başlayarak Ocak 2026'da 214,3 baz puana kadar gerileyen aylık ortalama risk primi, şubat ayında 217,9 baz puana yükselmiş; verisi bulunan son iş günü olan 25 Şubat 2026 itibarıyla ise 224,8 baz puana ulaşmıştır. Risk priminde gözlemlenen bu ivme kaybı, salt iç piyasa dinamiklerinden ziyade küresel belirsizlik algısındaki yeni kırılmalarla yakından ilişkilidir. Nitekim son bir aylık dönemde Avrupa ekonomilerinde genel bir iyimserlik gözlemlense de ABD, Güney Kore, Çin, İsrail, Endonezya ve Güney Afrika gibi majör ve gelişmekte olan ülkelerin CDS skorlarında belirgin bir yükseliş yaşanarak küresel risk iştahını baskılayan yeni bir patikaya girilmiştir. Risk algısının söz konusu ülkelerde yükselmesinin ardında ise spesifik makroekonomik ve jeopolitik nedenler yatmaktadır. ABD cephesinde inatçı seyreden enflasyonist baskılar ve buna bağlı olarak faiz indirim döngüsünün hızı ile kapsamına dair artan şüpheler piyasaları tedirgin etmektedir. Eş zamanlı olarak Asya piyasalarında, özellikle Güney Kore ve Çin'de, yapay zekâ ve yarı

iletken döngüsünün getirdiği aşırı ısınma ve ihracat bağımlılığına yönelik büyüme endişeleri CDS'leri yukarı taşıırken; İsrail gibi örneklerde süregelen ve kalıcılaşan jeopolitik çatışma riskleri fiyatlanmaktadır. Küresel piyasalardaki bu seçici bozulma ve artan volatilité, gelişmekte olan ülkelere yönelik genel risk iştahını daraltmakta; Türkiye de yön değiştiren bu küresel rüzgârların etkisiyle risk primindeki tarihi normalleşme sürecine şimdilik ara vermiş görünmektedir.

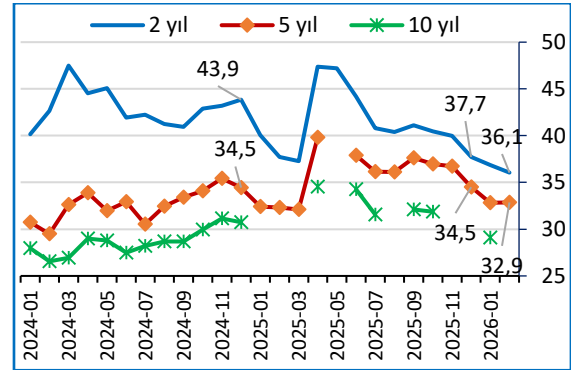
**Grafik 9: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)**



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.

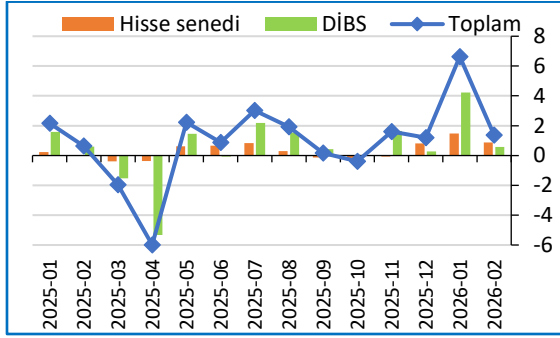
**Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)**



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'da girişler hızlanmış ve 6 milyar ABD dolarının üzerine çıkmıştır. Girişler İran-ABD gerginliği nedeniyle Şubat'ta azalsa da devam etmiştir.

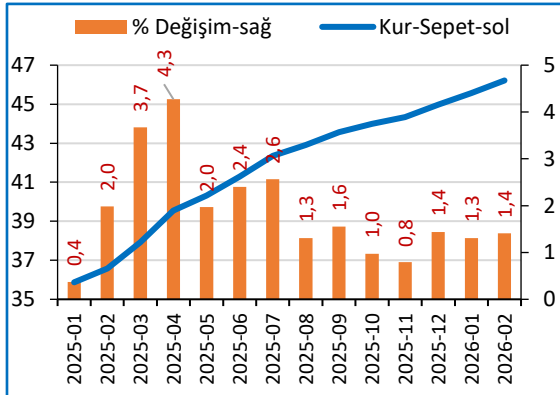
**Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)**



Kaynak: TCMB

**12. Kurlar, ağustos ayından itibaren istikrarlı bir seyir izlemektedir.** Kurlardaki istikrar, enflasyonun düşmesi için ön şart. Bu çerçevede, TCMB esas olarak ABD doları kurunun 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 (%)**

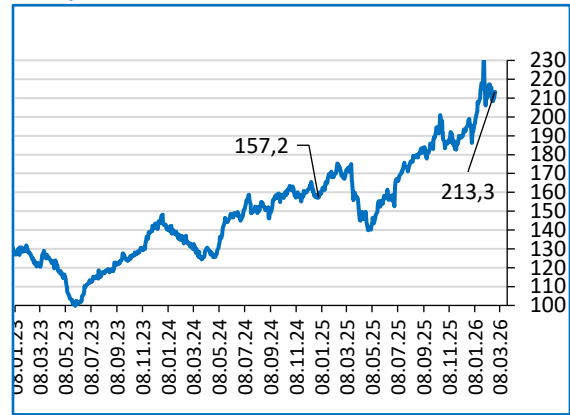


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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

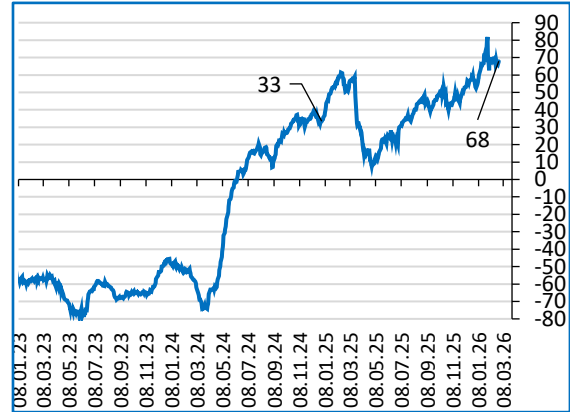
**13. TCMB'nin rezervleri, altın fiyatlarındaki artışın da desteği ile tarihi yüksek düzeylere çıkmıştır.** Ancak, brüt ve net rezervlerdeki artış altın fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. TCMB net döviz alım-satışının sınırlı olduğu tahmin edilmektedir. Döviz rezervleri siyasi gelişmelerden de 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)**

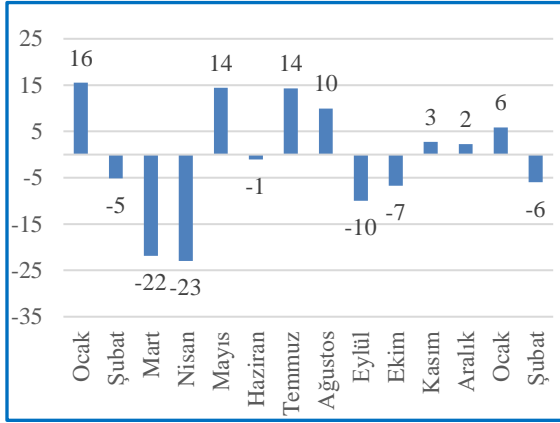


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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



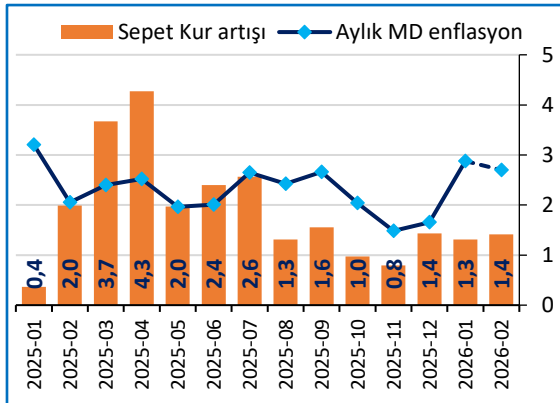
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

**Grafik 13.c: TCMB tahmini net döviz alış-satışı (milyar USD)**

Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

**14. Son aylardaki kur istikrarı enflasyon eğilimine olumlu yansımaya başlamıştır.**

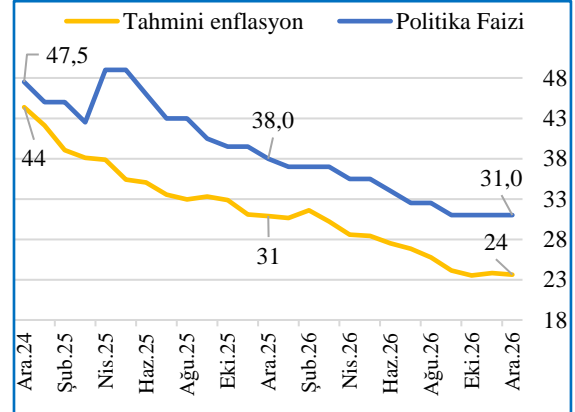
TCMB'nin faiz indirimi için mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon eğiliminin kalıcı olarak yüzde 2'nin altında kalması gerekmektedir. Aylık kur artışı yüzde 1,2-1,3 civarında kaldıkça enflasyonun da düşük seyretme olasılığı artmaktadır. Ancak, asıl sebze fiyat artışları kaynaklı olarak ocak ayından sonra, şubat ayında da enflasyonun 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 yüzde 24, politika faizinin de yüzde 31 civarına inebileceğini düşünüyoruz. Mevcut enflasyon düşüş eğilimi, yüzde 16'lık resmi enflasyon hedefi ve yüzde 18'lik TCMB tahmini ile uyumlu değildir. Bu

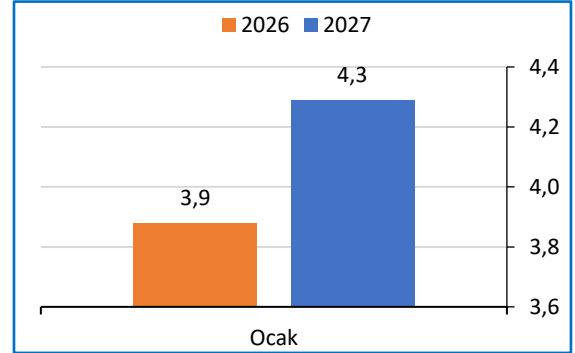
çerçeve, TCMB'nin enflasyon hedefinin yüzde 19'a artırılacağını düşünüyoruz.

**Grafik 15: Enflasyon tahminlerimiz (%)**

Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri.

**16. Piyasalar, ekonomide kısmi canlanma beklemektedir.**

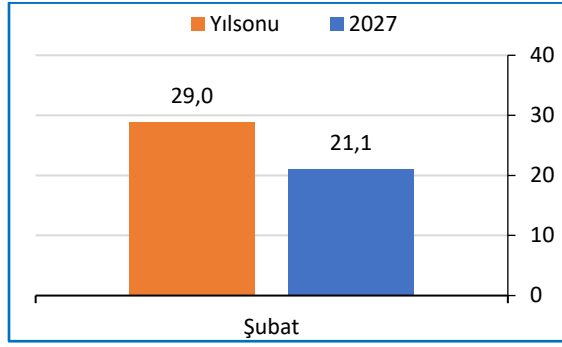
Ekonomi, 2025 yılında beklenenden biraz daha iyi büyüme göstermiş, yüzde 3,5 civarında büyüdüğü tahmin edilmektedir. Piyasalar 2026 yılında yüzde 3,9, 2027 yılında ise yüzde 4,3 büyüme beklemektedir. Söz konusu büyüme oranlarının, Türkiye'nin yüzde 4,7 olan tarihsel büyüme oranının altında olduğunun,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

**Grafik 16: Büyüme beklenti (%)**

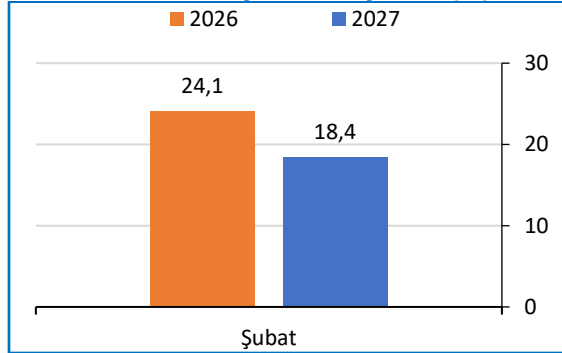
Kaynak: TCMB

**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 24,1, politika faizinin ise yüzde 29 civarına gerileyeceğini düşünmektedir. Ancak, enflasyonda belirgin düşüş olmadıkça, 2026 yılında indirimlerin piyasa beklentilerine göre daha sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz.

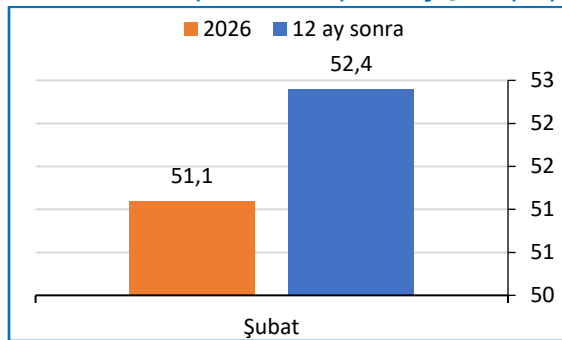
**Grafik 17.a: Politika faizi beklentileri (%)**

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

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 2,9'a çıkmış, şubat ayında da yüzde 2,7 civarında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
  - f. Petrol fiyatları, ABD'nin İran'a saldıracağı endişesiyle 70 ABD dolarının üzerine çıkmıştır.
  - g. **Enflasyon eğilimi ve petrol fiyatlarının yüksek seyri, TCMB'nin faiz indirimini desteklememektedir.**
  - 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 kısmen zayıf seyrini sürdürmesine yol açabilecektir.
  - k. **Bu çerçevede, Ocak-Şubat enflasyon eğilimlerini ve petrol fiyatlarındaki yükselişi dikkate alarak önceki öngörülerimizde sınırlı bir artış yaptık. Kalıcı etkileri olan dışsal bir şok olmadıkça, 2026 yılında;**
    - i. Kur istikrarının önemli ölçüde devam edeceğini,
    - ii. Enflasyonun arzu edilen ölçüde olmasa da yüzde 24, politika faizinin de yüzde 31 civarına gerileyebileceğini,
    - iii. Ekonominin ise hafif toparlanma eğilimine girerek büyümenin yüzde 4'ün hafif üzerine çıkabileceğini değerlendiriyoruz.