

2026

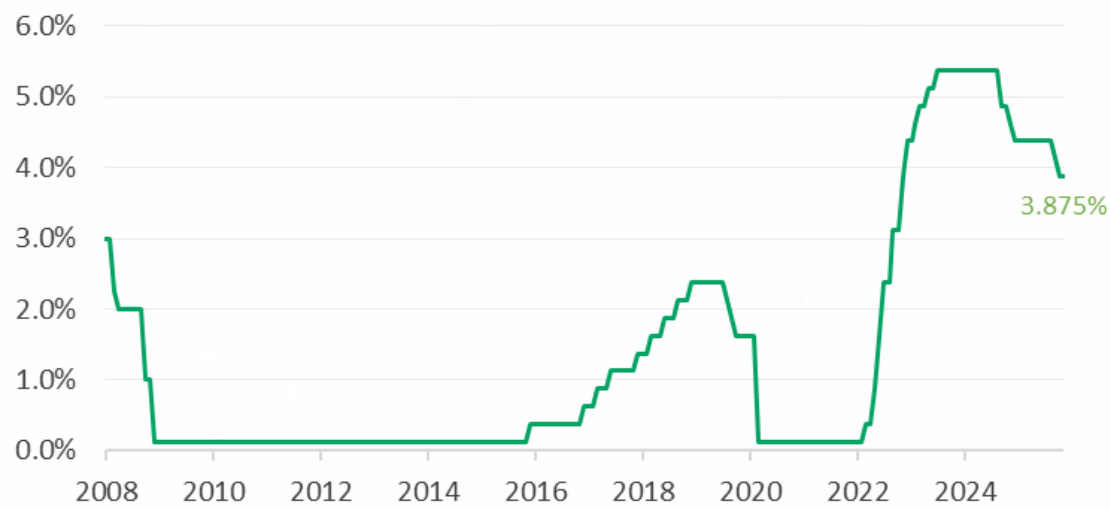
Ekonomik Görünüm ve Beklentiler

Aralık 2025

Dünya'ya Bakış

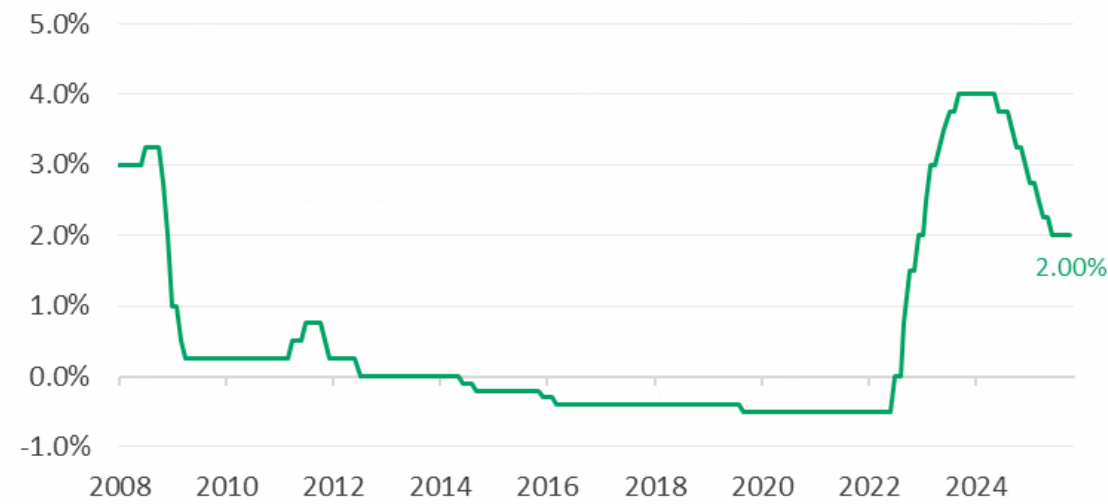
- **Gümrük Vergileri ve Yapay Zeka** Yeni ABD yönetiminin, yüksek dış ticaret açığı verdiği ülkelere yönelik gümrük vergisi artışlarını devreye alması ve bu düzenlemelere ilişkin müzakerelerin gölgesinde başlayan 2025 yılında, ticaret hacmindeki yavaşlamaya rağmen küresel ekonomi öngörülenden daha dirençli bir performans sergiledi. Üretim ve ticarete öne çekilmiş sipariş ve stoklama eğilimleri ile yapay zekâ sektöründeki güçlü yatırım iştahı küresel büyümeyi desteklerken, özellikle ABD'de enflasyonist baskılar görece sınırlı kaldı.
- **Fed'de Yeni Dönem** ABD'de zayıflayan işgücü piyasası ve nispeten kontrollü seyreden enflasyon görünümü, Amerika Merkez Bankası'nın (Fed) faiz indirimlerine başlamasının önünü açtı. Fed, Eylül–Kasım döneminde toplam 50 baz puan indirim yaparak politika faizini Kasım 2022'den bu yana görülen en düşük seviyeye, %3,75–4,00 aralığına çekti; Aralık ayında ise 25 baz puanlık ek bir indirimin fiyatlandığı görülüyor. Bununla birlikte, Fed Başkanı Jerome Powell'ın görev süresinin Mayıs 2026'da sona erecek olması ve Başkan Trump'ın göreve getirmesi beklenen yeni başkan adayının para politikasında nasıl bir duruş benimseyeceğine ilişkin belirsizlik, yılın son çeyreğinde piyasa beklentileri üzerinde belirgin bir etkiye bulunuyor. Fed üyelerinin Eylül ayı projeksiyonları 2026 yılı için yalnızca bir faiz indirimine işaret ederken, vadeli piyasa işlemleri gelecek yıl toplam üç indirim (75 baz puan) ihtimalini öne çıkarıyor. Enflasyonun %2 hedefi civarında seyrettiği Euro Bölgesi'nde ise, Avrupa Merkez Bankası'nın politika faizini 2026 yılı boyunca sabit tutacağı yönündeki beklentiler güç kazanmış durumda.
- **Riskler** ABD'de gümrük vergilerinin enflasyona olası etkilerinin giderek belirginleşmesi, enflasyonun hedefin üzerinde istikrar kazanması, Fed'in olası yeni başkanı olarak gösterilen Beyaz Saray Ekonomi Konseyi Direktörü Kevin Hassett yönetiminde daha “yumuşak” bir politika duruşu benimsenebileceğine yönelik beklentiler ve Merkez Bankası üzerinde oluşabilecek siyasi baskı algısı, 2026 yılına girilirken küresel piyasalar açısından önemli risk unsurları olarak öne çıkıyor. Bu çerçevede, Fed'in 2026 yılında mevcut üye tahminlerinin üzerinde, piyasa beklentileriyle uyumlu şekilde toplam 75 baz puan faiz indirimi yapma olasılığını daha güçlü görüyoruz. Öte yandan, Rusya–Ukrayna savaşı, Çin–ABD ticaret gerilimi ve diğer jeopolitik ile jeoekonomik kırılmalıklar, 2026 yılının risk görünümünde belirleyici olmaya devam ediyor.

Federal Fonlama Faizi
Hedef Aralığın Orta Noktası



Kaynak: Fed

ECB Mevduat İmkânı Faizi



Kaynak: ECB

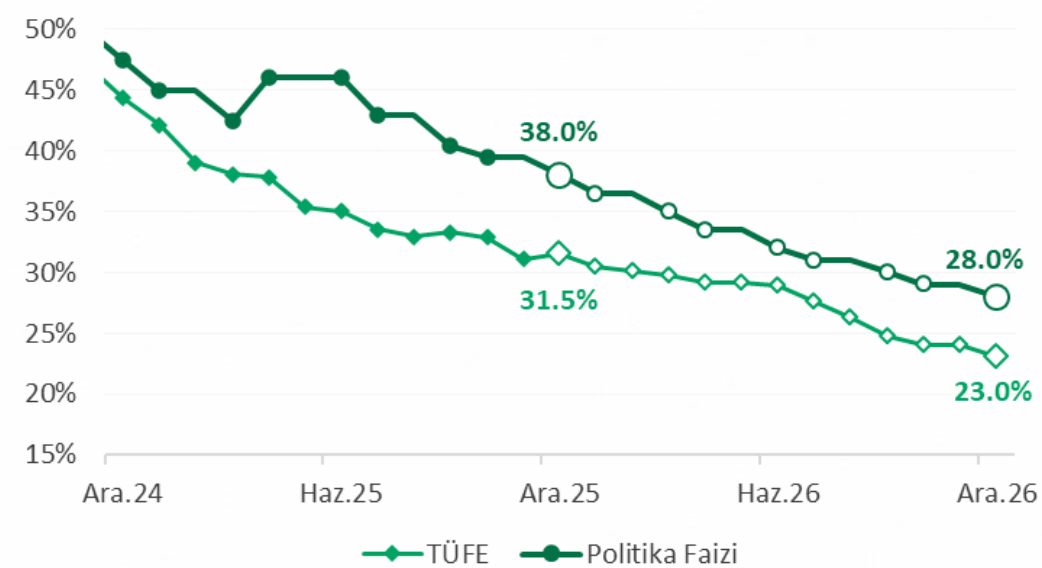
Türkiye'ye Bakış

- Ayrışan Ekonomik Büyüme** 2025 yılı, iç talepteki hız kaybına rağmen tüketim ve üretim büyümesi arasındaki ayrışmanın sürdüğü bir dönem oldu. Yılın ilk dokuz ayında sanayi üretimi yıllık bazda %3 artış gösterirken, perakende satışlardaki artış %13 seviyesinde gerçekleşti. Bu görünüm altında Türkiye ekonomisi ilk üç çeyrekte yıllık %3,7 büyüme kaydetti. TCMB faiz indirim döngüsünü kademeli olarak başlatmasının ardından, dördüncü çeyreğe ilişkin öncü göstergeler ekonomik aktivitede hafif bir hızlanmaya işaret ediyor. Böylece, 2024 yılında %3,3 büyüyen Türkiye ekonomisinin 2025 yılını daha yüksek bir büyüme oranıyla tamamlaması bekleniyor. 2026 yılına ilişkin baz senaryomuzda ise; maliye politikasının ekonomik büyümeye verdiği desteğin görece sınırlı kaldığı, faiz indirimlerinin dezenflasyon süreciyle uyumlu şekilde devam ettiği ve kredi büyümelerini sınırlayan makro-ihtiyati düzenlemelerin yılın ilk yarısında korunarak ikinci yarıdan itibaren kademeli olarak gevşetildiği bir görünüm öngörüyoruz. Bu çerçevede, GSYH büyümesinin 2026 yılında %4 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.
- Para Politikasında Gevşeme Alanı** Kasım itibarıyla yıllık enflasyon, 2024 yıl sonundaki %44,4 seviyesinden gerileyerek Kasım 2025 itibarıyla %31,1'e indi. 2025 yıl sonu enflasyon tahminimizi %31,5 düzeyinde korumakla birlikte, Aralık ayında işlenmemiş gıda fiyatlarında anlamlı bir düzeltme gerçekleşmemesi durumunda risklerin %31 seviyesine doğru aşağı yönlü olduğunu değerlendiriyoruz. Bu çerçevede, TCMB Temmuz ayından bu yana toplam 650 baz puan indirim gerçekleştirerek politika faizini önemli ölçüde aşağı çekti. Aralık ayında 150 baz puan ilave indirim öngörümüz ile, politika faizinin 2025 yılını %38 seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. 2026 yılına ilişkin baz senaryomuzda ise; maliye politikasının ve ücret dinamiklerinin dezenflasyon sürecine vereceği desteğin artacağı, ve Türk Lirası'nın reel olarak ılımlı değerlenme eğilimini sürdüreceği varsayımı ile, enflasyonun %23 düzeyine gerilemesini öngörüyoruz. Bu senaryoya paralel olarak, politika faizinin de 2026 yılında %28 seviyesine doğru kademeli biçimde uyarlanacağını tahmin ediyoruz.
- Riskler** Para politikasında beklenen gevşeme döngüsünü sekteye uğratabilecek başlıca riskler arasında; tüketimde öngörülenden hızlı bir canlanma, maliye ve ücret politikalarında hedeflenen sıkı duruşun korunamaması, olası bir anayasa referandumu süreci ve finansal istikrarı zayıflatabilecek iç siyasi gelişmeler öne çıkıyor. Bu anlamda, ilk aşamada 2026 yılı asgari ücret artış oranı ve Değerleme Oranı ile artan vergilerin tekrar değerlendirilmesi kararlarını takip ediyoruz.

Makroekonomik Tahminler

	2024	2025T	2026T
GSYH Büyüme oranı	%3,3	%4,0	%4,0
Enflasyon (yılsonu)	%44,4	%31,5	%23,0
Enflasyon (ortalama)	%58,5	%35,0	%27,5
TCMB Politika Faizi (yılsonu)	%47,5	%38,0	%28,0
TCMB Politika Faizi (ortalama)	%49,6	%42,8	%32,1
USDTRY (yılsonu)	35,14	42,75	51,75
USDTRY (ortalama)	33,00	39,75	48,50
EURTRY (yılsonu)	36,83	49,55	60,50
EURTRY (ortalama)	35,65	45,07	56,55

Enflasyon ve Politika Faizi Patikası



Kaynak: TÜİK, TCMB

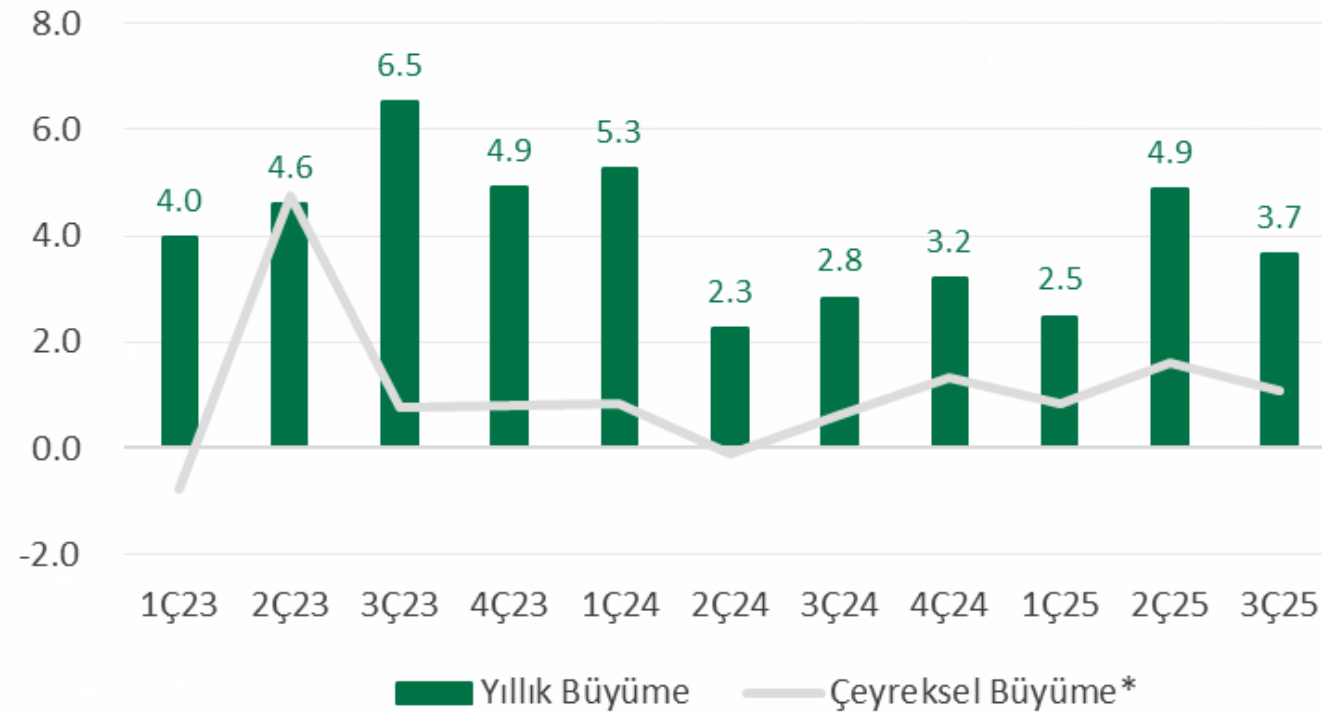
2025 yılında Türkiye ekonomisinin %4 ile geçen yılın üzerinde bir büyüme yakaladığı tahmin ediliyor.

Türkiye ekonomisi, üçüncü çeyrekte yıllık bazda %3,7 büyürken; çeyreklik veriler, bir önceki döneme göre bir miktar ivme kaybı olsa da %1,1'lik artışla ılımlı büyüme eğiliminin korunduğuna işaret etti.

Türkiye ekonomisinin cari GSYH büyüklüğü 2024 yılında 44,6 trilyon TL (1.358 milyar dolar) seviyesindeyken, 3. çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış GSYH (son dört çeyrek toplamı) dolar bazında 1.538 milyar dolara yükseldi.

3.çeyrekte inşaat sektörü yıllık %13,9 büyüme ile başı çekerken, bilgi ve iletişim faaliyetleri %10,1, finans ve sigorta faaliyetleri %10,8 büyüdü. Sanayi %6,5 ve hizmetler %6,3 büyüme sağladı.

GSYH: Büyüme Oranı, %



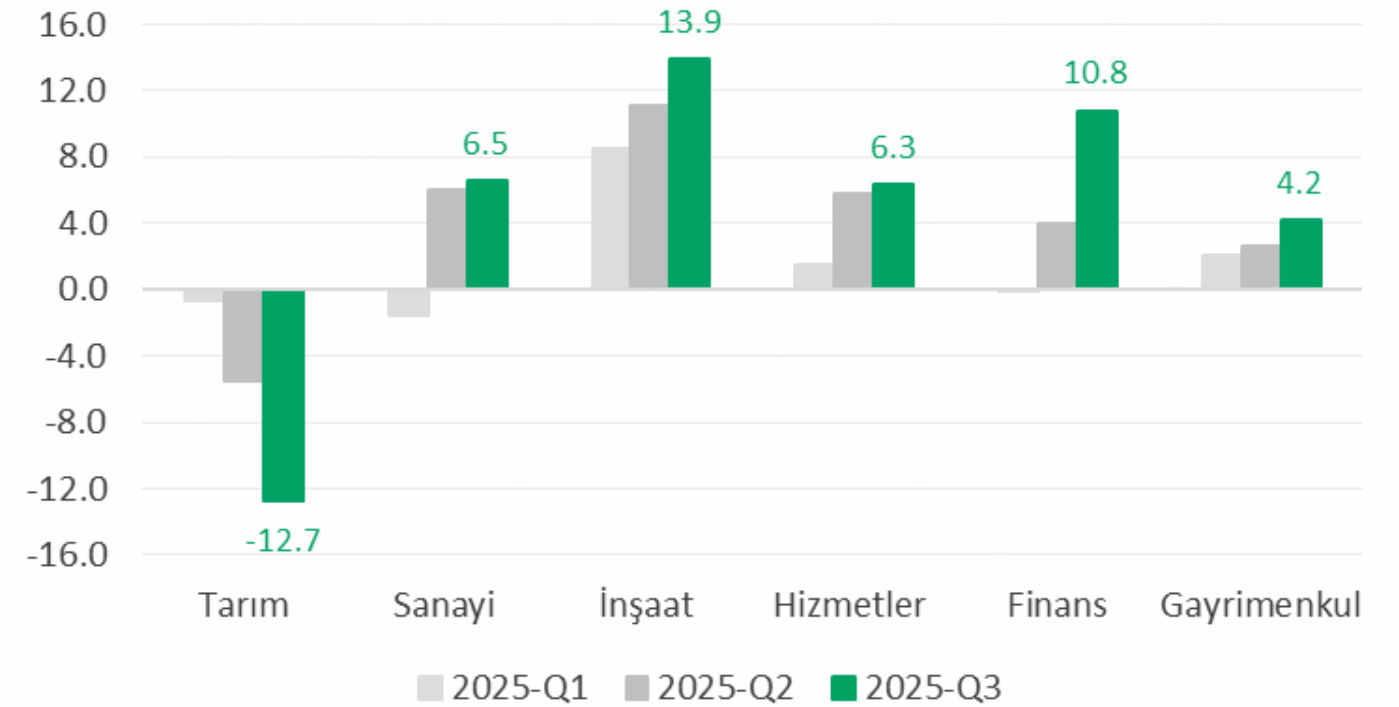
Kaynak: TÜİK, *mevsimsellikten arındırılmış

Harcamalar tarafında ise, 3.çeyrekte, yıllık bazda özel tüketim %4,8 ve yatırımlar %11,7 yıllık artış ile GSYH büyümesine en güçlü katkıları yaparken, devletin nihai tüketim harcamaları %0,8 ile sınırlı artış gösterdi. Mal ve hizmet ihracatındaki yıllık %0,7 düşüşe karşılık, mal ve hizmet ithalatındaki %4,3 artış ile beraber, net ihracatın büyüme katkısı negatif olmaya devam etti. Alt kalemlerde, makine ve teçhizat yatırımlarında %11,3 ve inşaat yatırımlarında %13,3 büyüme kaydedilirken, yatırımlardaki güçlü seyir dikkat çekti. Özel tüketim harcamalarındaki dengelenme eğiliminin ise 3.çeyrekte oldukça sınırlı kaldığı; ve 4.çeyreğe ilişkin öncü göstergelerdeki hızlanma ile, dezenflasyon sürecine katkısının azalacağı değerlendiriliyor.

Böylece, 2024 yılında %3,3 büyüyen Türkiye ekonomisinin 2025 yılında %4'e yakın bir büyüme yakalayacağı tahmin ediliyor.

GSYH: Sektörel Performans

Büyüme, yıllık %

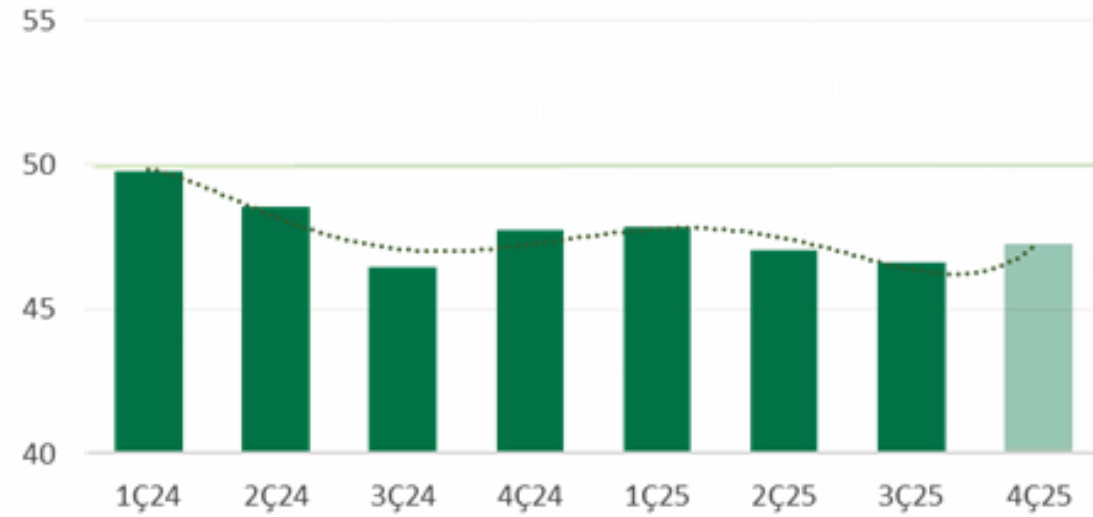


Öncü göstergeler, imalat sanayinde dördüncü çeyrekte ılımlı bir toparlanmaya işaret ediyor.

PMI (Satın Alma Yöneticileri) endeksi, Kasım'da 48 ile son dokuz ayın en yüksek seviyesine gelmekle birlikte, eşik değerin altında kalmaya devam ediyor. Veri, faaliyet koşullarındaki kötümserliğin Kasım'da hafiflediğini, ancak henüz genişleme bölgesine geçmediğini gösterdi.

Çeyrekssel olarak değerlendirildiğinde, reel kesim güveni, kapasite kullanımı ve PMI verilerinin Ekim-Kasım ortalamaları 2.çeyrek ortalamalarına göre hafif bir toparlanmaya işaret ediyor.

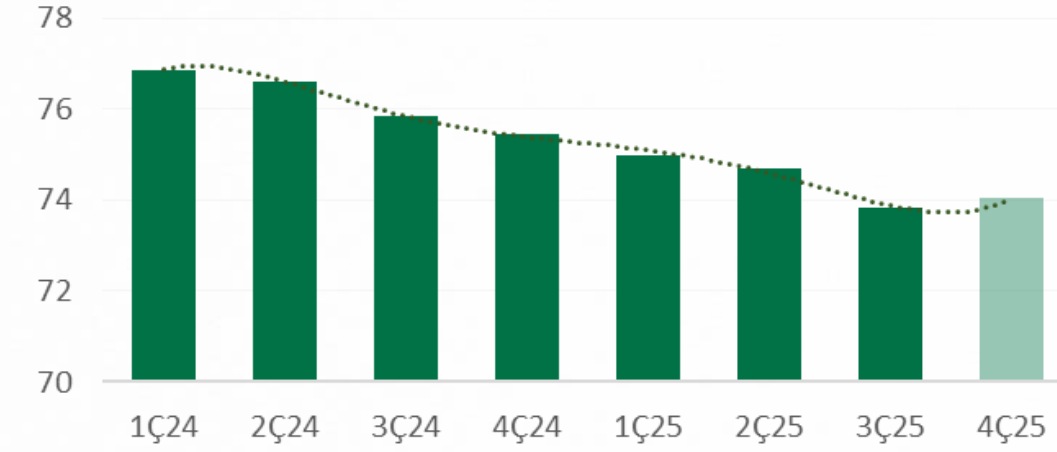
Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI)
çeyrekssel ortalama



Kaynak: S&P Global

Kapasite Kullanım Oranı, %

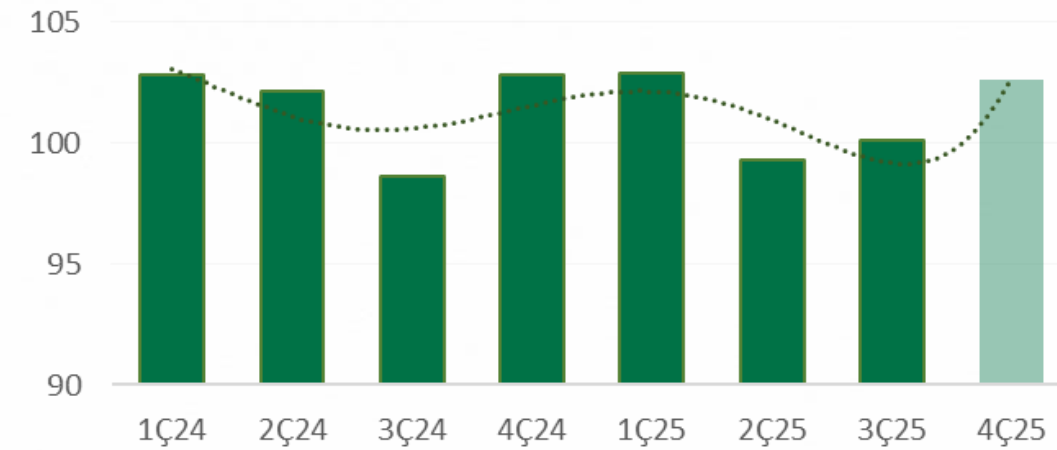
Mevsimsellikten arındırılmış, çeyrekssel ortalama



Kaynak: TCMB

Reel Kesim Güven Endeksi

Mevsimsellikten arındırılmış, çeyrekssel ortalama



Kaynak: TCMB

Tüketime dönük göstergelerde 4.çeyrekte toparlanma eğilimi daha net görülüyor.

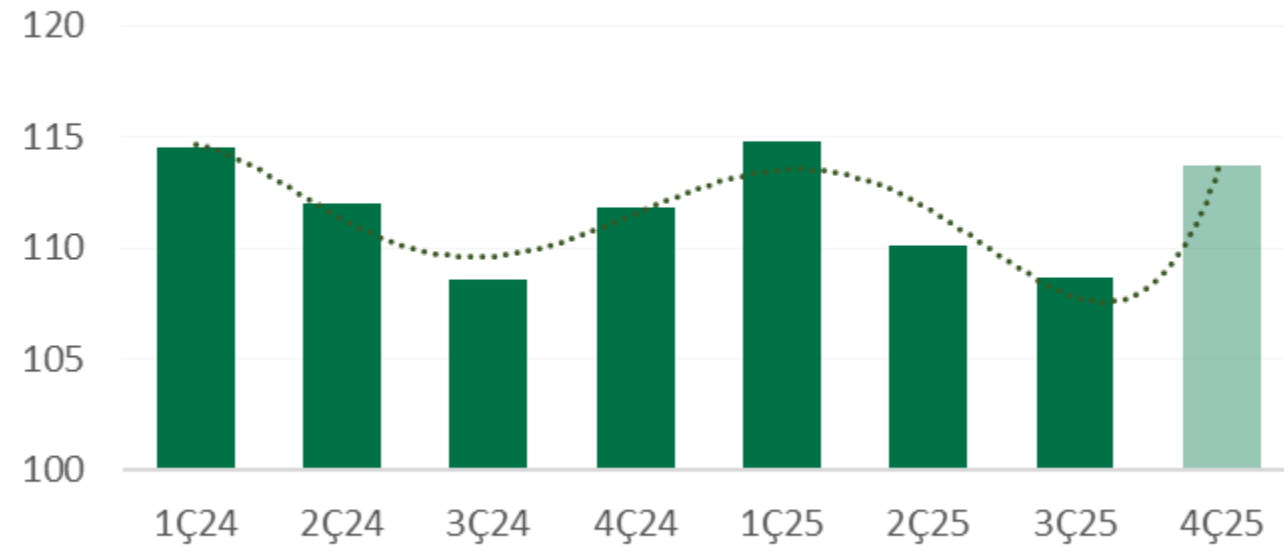
Tüketici Güven Endeksi Kasım ayında 1.4 puan yükselişle 85.0 seviyesine yükseldi. Endeks, bu yıl içinde 85 seviyesinin üzerini Mart ve Haziran aylarında görmüş; yılın geri kalanında ortalama 83 seviyesi etrafında seyretilmişti.

Kasım ayında perakende sektörü güveni, %0,9 yükselerek 114,2 ile Şubat 2025'ten beri en yüksek seviyesine çıktı. Son 3 ayda satışlar ve gelecek 3 ayda satış hacmi beklentisi iyileşirken, diğer tarafta mal stoklarında artış kaydedildi. Hizmet sektörü güveni, Kasım'da %1,0 artışla 111,8 ile Mart 2025'ten beri en yüksek seviyeye çıktı. İnşaat sektörü güveni ise %1,5 artmakla birlikte 84,9 seviyesinde görece düşük seviyelerde kalmaya devam etti.

Çeyrek bazda, tüm güven endeksleri beraber değerlendirildiğinde, 4.çeyreğe ilişkin sektörel göstergeler bir önceki çeyreğe göre toparlanma sinyali veriyor.

Perakende Güven Endeksi

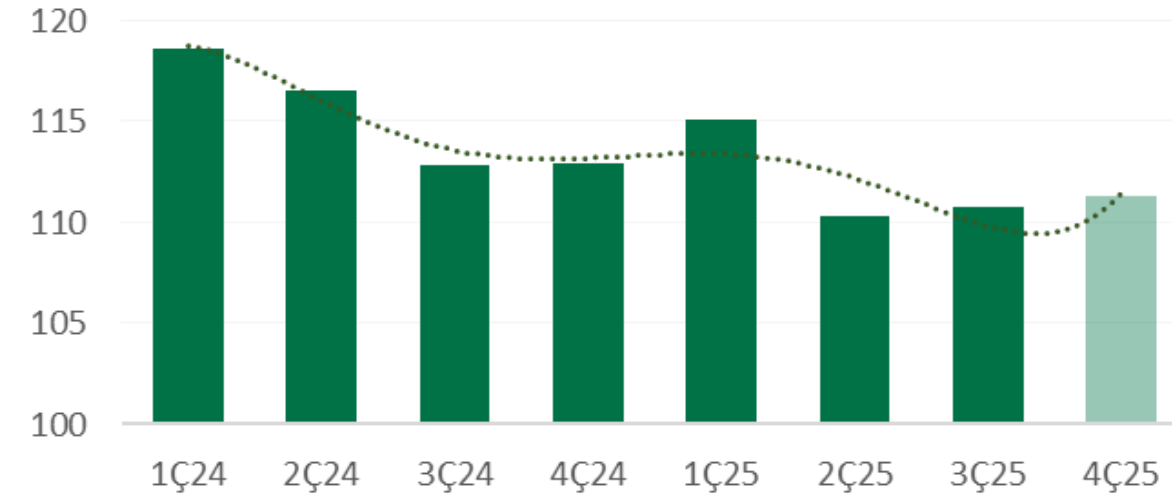
Mevsimsellikten arındırılmış, çeyrek ortalama



Kaynak: TÜİK

Hizmet Güven Endeksi

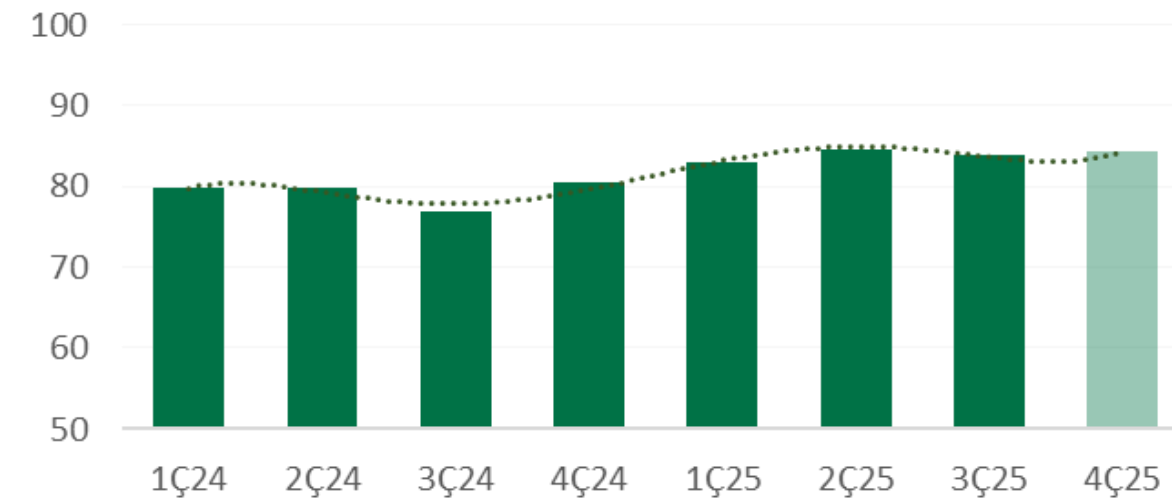
Mevsimsellikten arındırılmış, çeyrek ortalama



Kaynak: TÜİK

Tüketici Güven Endeksi

Çeyrek ortalama



Kaynak: TÜİK

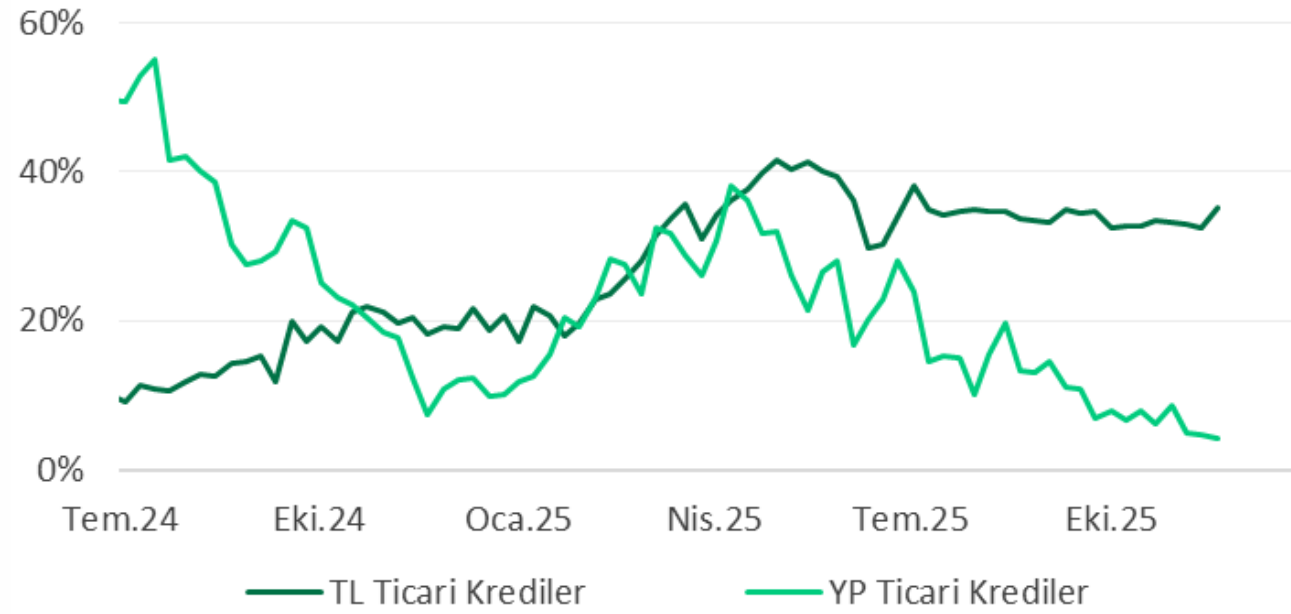
Faizlerdeki düşüş eğilimiyle birlikte, tüketici kredilerinde ılımlı bir canlanma izleniyor.

Toplam kredilerin 13-haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı %25 seviyelerine doğru hafifçe gerilerken, geçen yıla paralel, uzun vadeli ortalamaların ise bir miktar üzerinde seyrediyor.

Ticari kredi faizlerindeki düşüşe rağmen, devam eden kredi büyüme sınırlamaları, ticari kredi büyümesini kontrol altında tutuyor. TL ticari kredilerin büyüme oranı %30'lar seviyesinde yatay seyrederken, döviz cinsi ticari kredilerde düşüş eğilimi sürüyor.

Ticari Krediler

13- haftalık yıllıklandırılmış artış



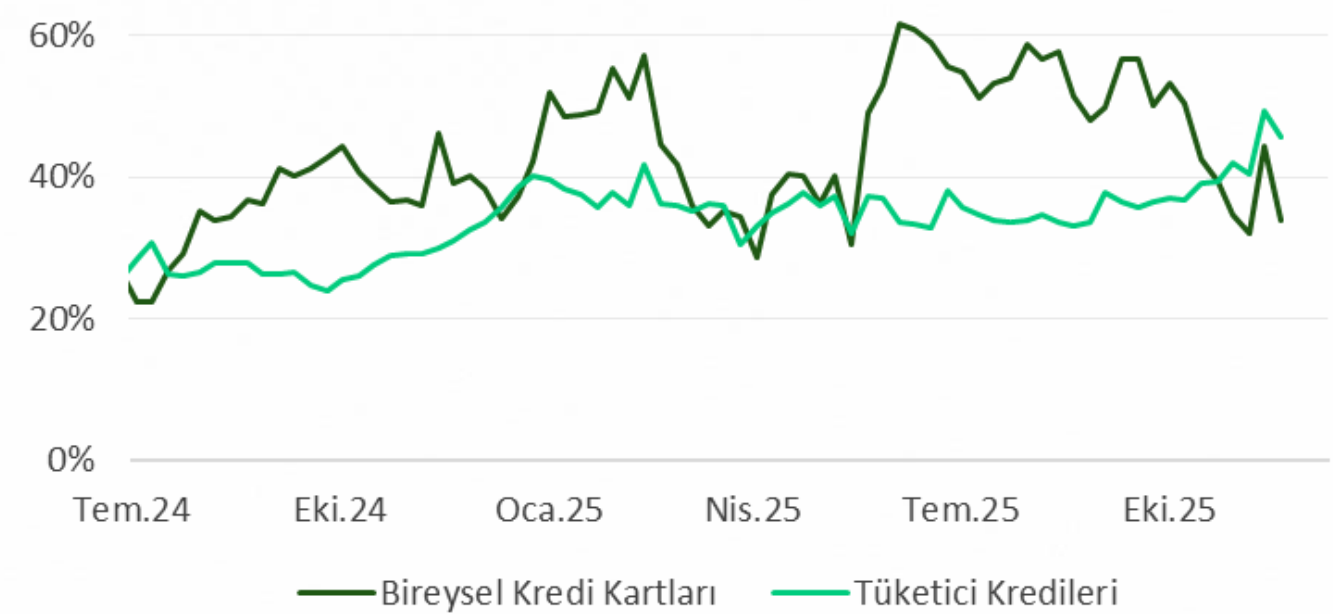
Kaynak: BDDK

Tüketici kredilerinde ise, tüketici kredi faizlerindeki düşüşlerin son haftalarda ılımlı bir canlanma sağladığı görülüyor. Özellikle, ihtiyaç ve konut kredilerinin büyüme eğiliminde bir toparlanma izlendi.

Bireysel kredi kartı hacminde ise son çeyrekte bir miktar yavaşlama gözleniyor.

Tüketici Kredileri

13-haftalık yıllıklandırılmış artış



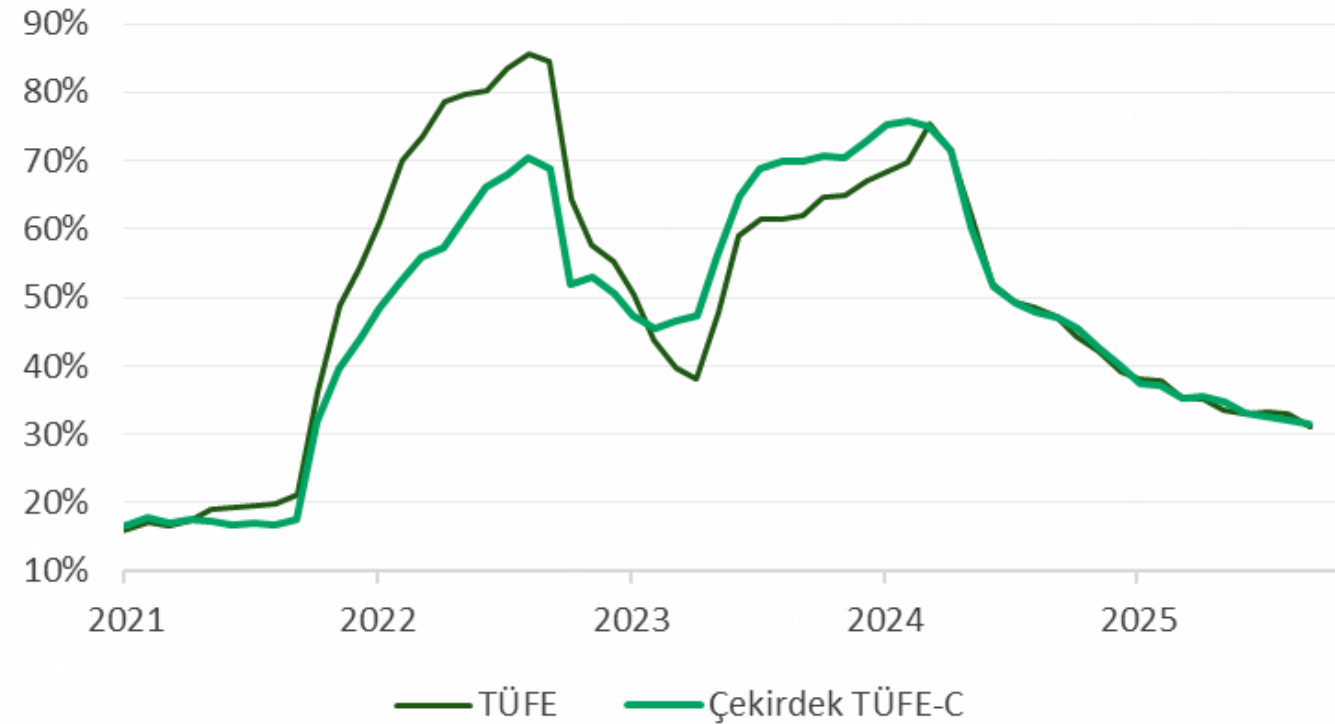
Kaynak: BDDK

Manşet enflasyon gerilerken, enflasyonun ana eğilimindeki iyileşme henüz sınırlı kalıyor.

Kasım ayında tüketici enflasyonu %0,87 ile beklentilerin altında gerçekleşerek, 2019 yılından beri en düşük Kasım ayı enflasyonuna işaret etti. Yıllık enflasyon son 4 yılın en düşük enflasyon seviyesi olan %31,1'e geriledi. Gıda ve alkolsüz içecek grubundaki - özellikle sebze- fiyat düşüşü manşet enflasyonu 0.2 puan aşağı çekti.

Aylık fiyat artışı hizmet sektöründe %1,5 ve enerji ve gıda hariç mallarda %1,1 ile sınırlı olmakla birlikte, bu grupların yıllık artışları yatay kaldı. Türk Lirası'nın son aylardaki görece istikrarlı seyri özellikle mal enflasyonunda etkili olmaya devam etti. Böylece, aylık çekirdek (C) enflasyon %1,2'ye, ve yıllık çekirdek enflasyon %31,7'ye indi.

Tüketici Enflasyonu, yıllık

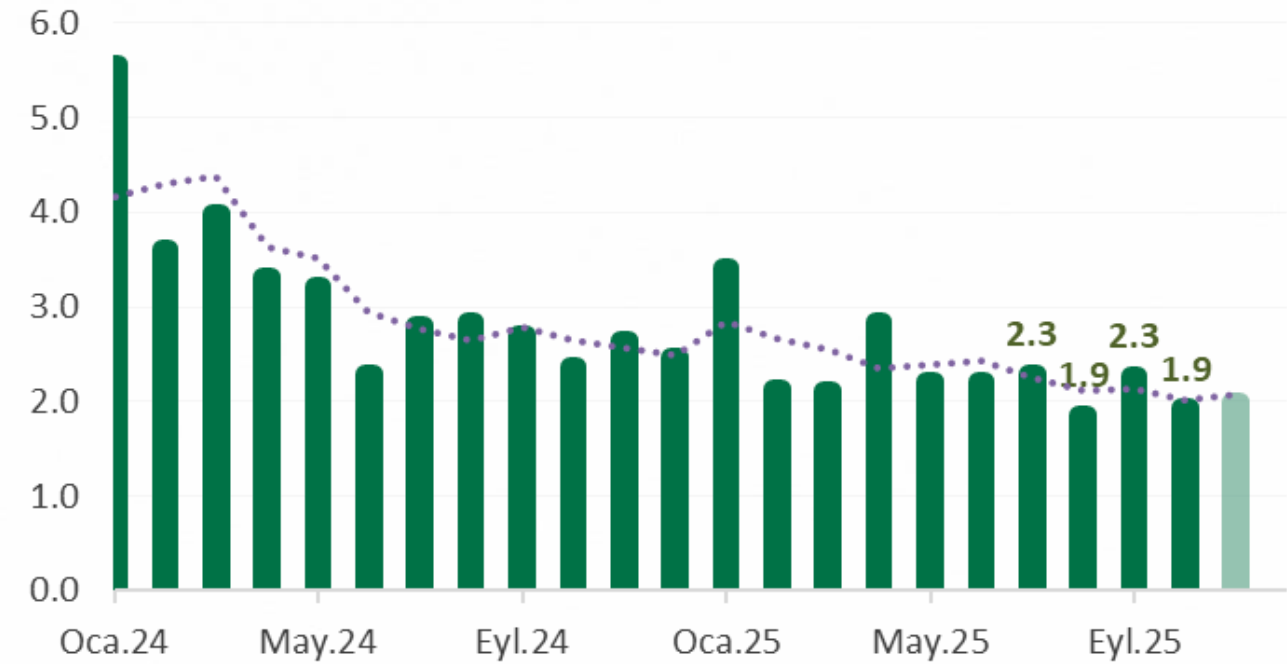


Kaynak: TÜİK

Ekim ayında mevsimsellikten arındırılmış artışlar manşet TÜFE için %2,1 ve C endeksi için %1,9 düzeyinde oluşmuştu. Kasım ayı için hesaplamalar, mevsimsellikten arındırılmış manşet veride gerilme ancak çekirdek enflasyonda yatay bir seyir ima ediyor.

Yılsonu enflasyon tahminimizi %31,5 seviyesinde sabit tutmakla birlikte, Aralık ayında işlenmemiş gıda enflasyonunda bir düzeltme gerçekleşmemesi durumunda risklerin %31 seviyesine doğru aşağı yönlü olduğunu not ediyoruz.

Mevsimsellikten Arındırılmış Çekirdek TÜFE (C)
Aylık Değişim, %



Kaynak: TÜİK

Enflasyon beklentileri hâlen 2026 hedefinin belirgin şekilde uzağında

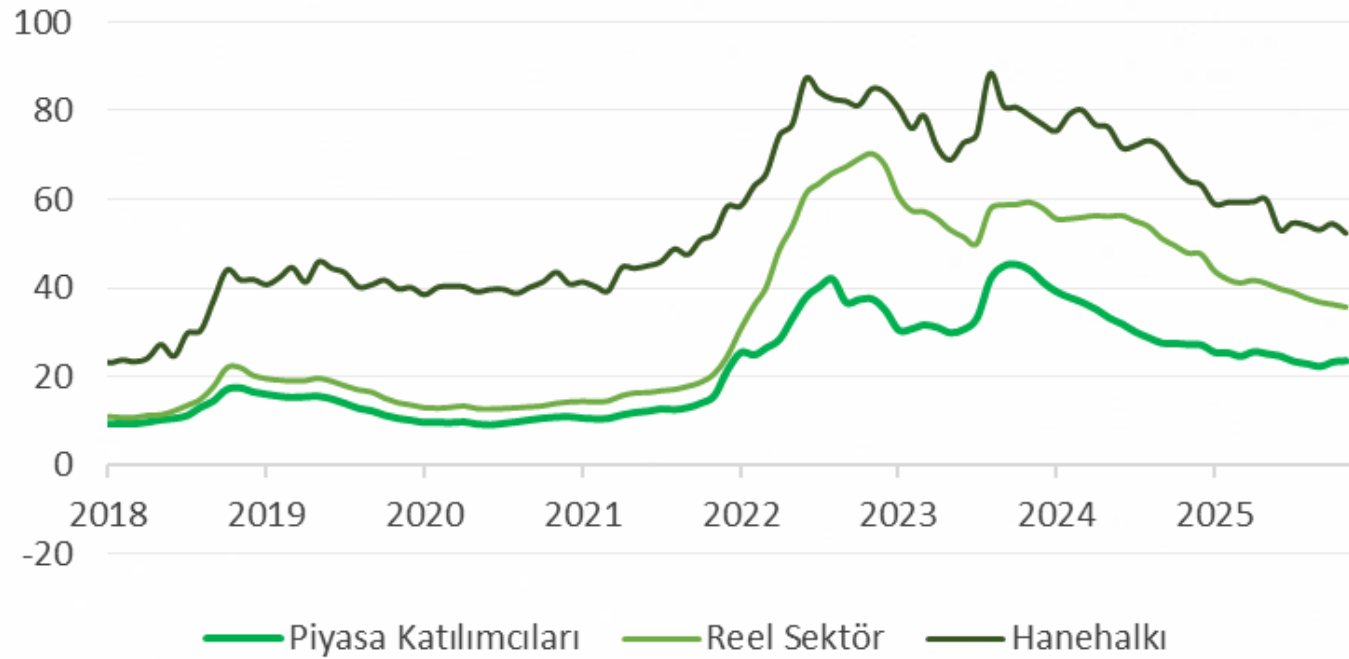
Reel sektör ve hane halklarının 1-yıl sonrası için enflasyon beklentileri iyileşmekle birlikte halen TCMB'nin 2026 yılsonu için %16 olan ara hedefinden uzak bir seviyede bulunuyor.

Kasım ayında reel sektörün 1-yıl sonrası için enflasyon beklentisi 60 baz puan düşüşle %35,7 seviyesine geriledi; bu seviye, Ocak 2022'den beri en düşük enflasyon beklentisine işaret ediyor. Hane halkının 1-yıl sonrası için enflasyon beklentisi ise 215 baz puan düşerek son 4 yılın en düşük seviyesi olan %52,2'ye indi.

2018 yılı öncesinde, reel sektörün ve piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri arasındaki fark yaklaşık 1,5 puan iken, hane halkı ile piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri arasındaki fark yaklaşık 15 puan civarında idi. Kasım 2025 itibari ile, geçen bir yılda gerilemekle birlikte, piyasa katılımcılarının enflasyon tahminleri ile reel sektör tahminleri arasındaki fark yaklaşık 15 puan ve hane halkının enflasyon tahminleri arasındaki fark ise yaklaşık 30 puan seviyelerine geriledi.

Sektörel Enflasyon Beklentileri

1 yıl sonrası için, %



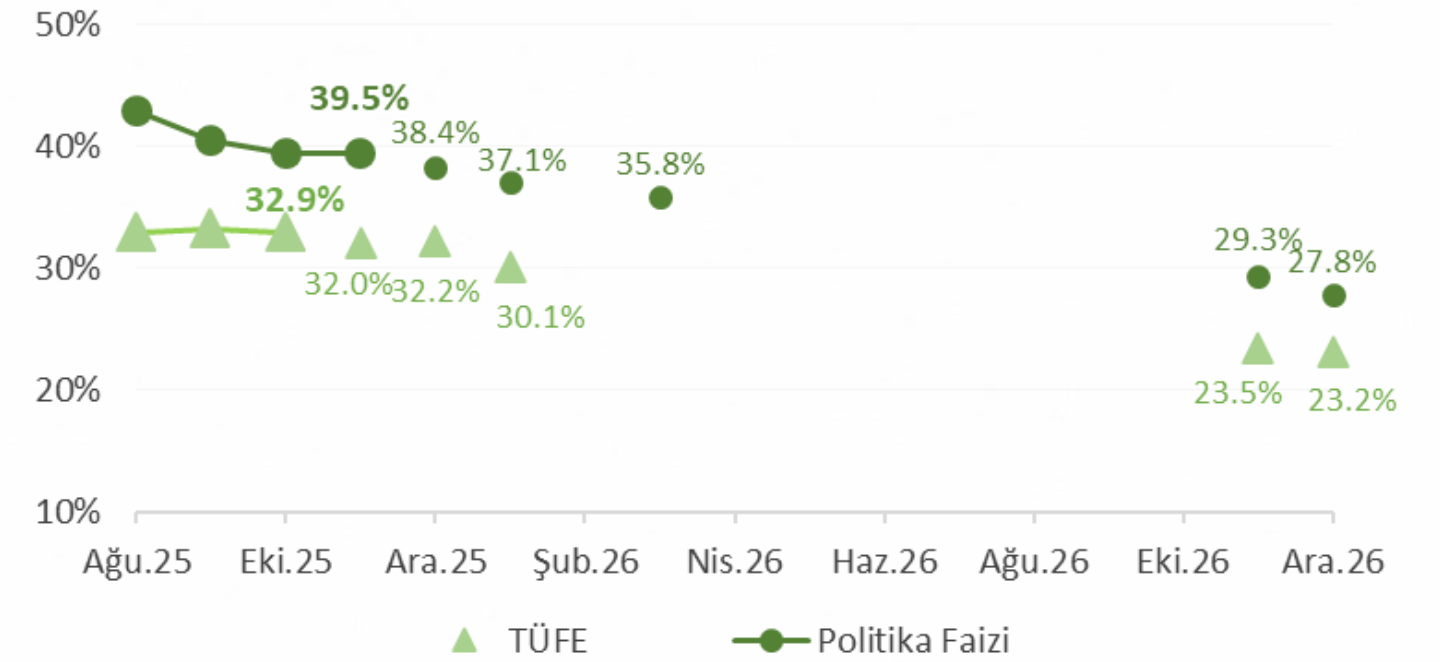
Kaynak: TCMB

Kasım ayı Piyasa Katılımcıları Anketi'ne göre, 2025 yılsonu enflasyon için medyan tahmin %31,8'den %32,2'ye; 1-yıl sonrası için enflasyon tahmini 0,2 puan artışla %23,3'ten %23,5'e, ve 1, 2026 yılsonu enflasyon tahmini 1,1 puan artışla %22,1'den %23,5'e yükseldi.

Enflasyon beklentilerindeki bozulma, faiz indirim patikasına ilişkin tahminlere de yansıdı. Aralık ayı toplantısında politika faizi için medyan tahmin %38,28 seviyesinde oluştu. Bu durumda, piyasa katılımcıları Aralık toplantısında 100-150 baz puan indirim öngörüyor. Politika faizinin 2026 yılsonunda ise %27,8'e inmesi bekleniyor.

Piyasa Katılımcıları: TÜFE ve Politika Faizi Tahminleri

Kasım 2025



Kaynak: TCMB

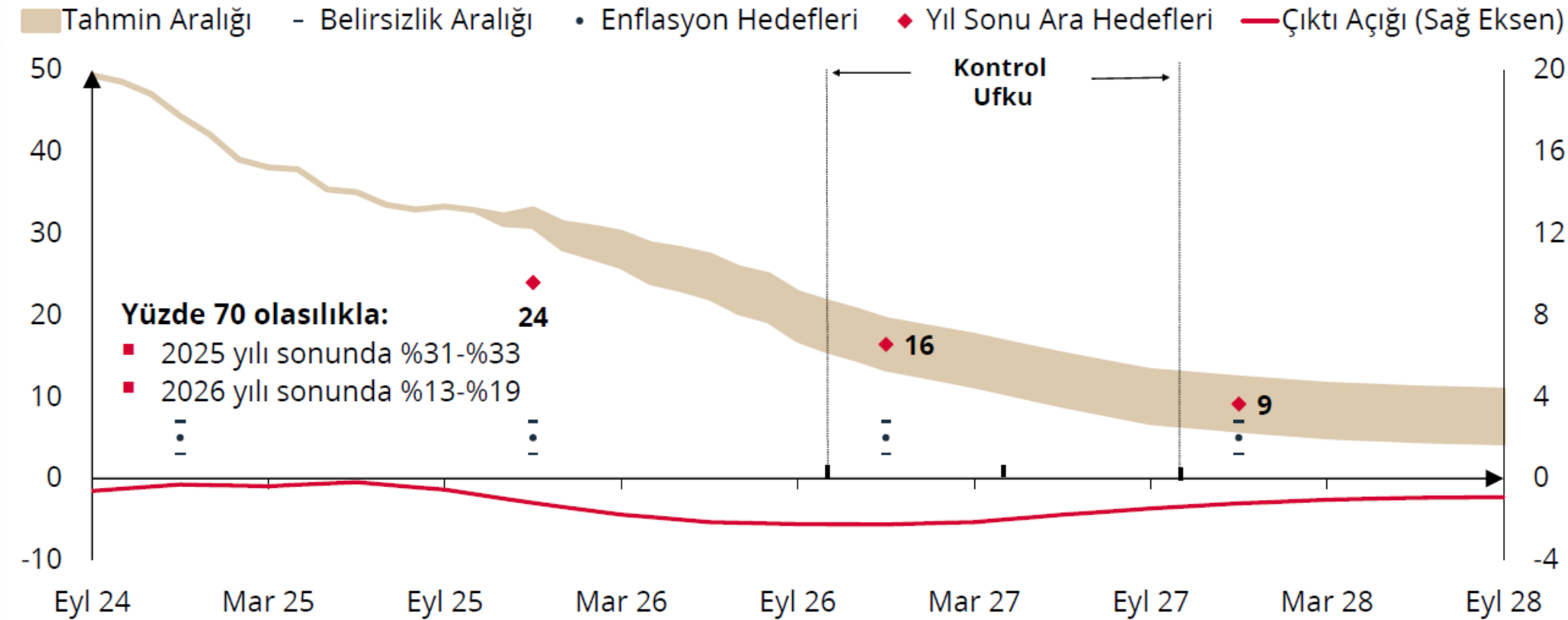
TCMB, 2026 enflasyon hedefini %16 olarak korurken, ‘daha temkinli’ bir politika duruşu sinyali veriyor

TCMB, Kasım ayı başında açıkladığı yılın son Enflasyon Raporu’nda, ‘*para politikasına* dair öngörülen *patikanın* önceki Enflasyon Raporu’nda öngörülen patikaya göre *daha yukarıda* kaldığı bir görünüm altında’ 2026 yılı tahmin aralığını korudu. TCMB, 2025 yılsonu enflasyon tahminini %25-29 aralığından %31-33’e yükselterek, piyasa tahminleri ile uyumlu hale getirdi; **2026 yılsonu enflasyon tahminini %13-19** ve enflasyon hedefini %16 olarak sabit bıraktı.

Böylece, 2026 yılsonu hedefine ulaşmak için daha temkinli bir politika faiz indirim patikası izleneceği mesajı verilirken, TCMB Başkanı Karahan ay sonunda yaptığı değerlendirmelerinde politika kararlarının etkili olabilmesi için ‘*kararların enflasyonla aynı yönde ve hızda ilerlemesi*’ gerektiğini belirtti.

2026 yılsonu enflasyon tahmini için temel varsayımlar: petrol fiyatı 62,4 dolar, dolar cinsi ithalat fiyatları yıllık değişimi %0,6 azalış, yıllık gıda enflasyonu %18,0 ve ihracat ağırlıklı küresel büyüme %2,2 oldu.

Gıda ve ithalat fiyatları varsayımlarındaki güncelleme 2026 yıl sonu enflasyon tahminini artırıcı yönde etki yapmasına rağmen, “içsel para politikası tepkisiyle” iç talepteki yavaşlamanın belirginleşeceği; enflasyon beklentilerinin iyileşeceği öngörülerek 2026 yılsonu enflasyon tahmin ve hedefleri aynen korundu.

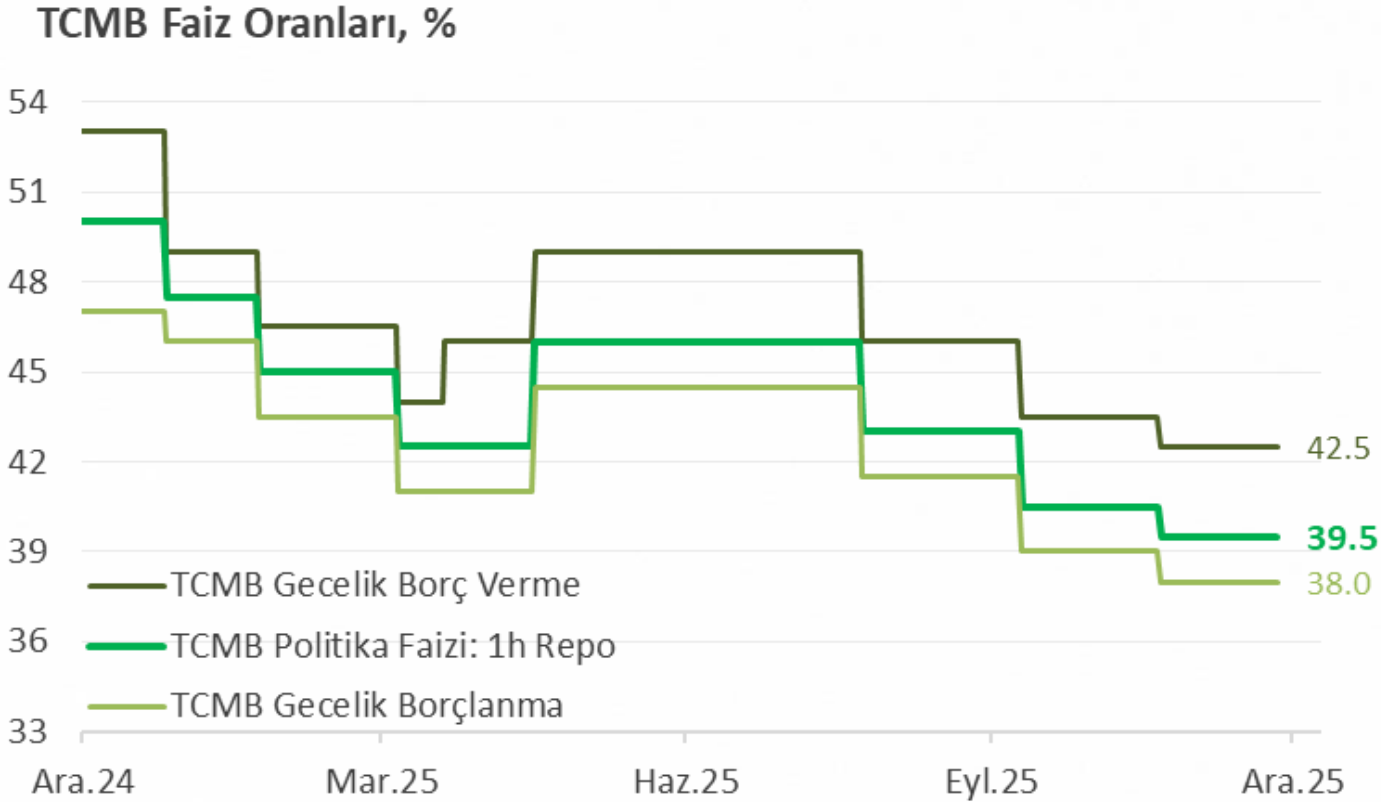


	ER 2025-IV	
Küresel Büyüme Endeksi* (Yıllık Ortalama % Değişim)	2025	2,0
	2026	2,2
Petrol Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama)	2025	69,0
	2026	62,4
İthalat Fiyatları (ABD Doları, Yıllık Ortalama % Değişim)	2025	0,8
	2026	-0,6
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıl Sonu % Değişim)	2025	32,3
	2026	18,0

Faiz kararları enflasyon ile 'aynı yönde ve hızda' ilerleyecek...

TCMB, Temmuz ayından başlayarak politika faizini son beş aydır kademeli olarak düşürüyor. Dezenflasyon sürecindeki yavaşlamaya paralel olarak, TCMB de faiz indirim adımlarının ölçeğini küçülttü: Temmuz'da 300 baz puan ile başlayan faiz indirimleri, Eylül'de 250 baz puan ve Ekim'de 100 baz puan ile devam etti.

Kasım ayında Para Politikası Kurulu toplantısı olmaması sebebiyle, 1haftalık repo faizi %39,5, TCMB gecelik borç verme faizi %42,5 ve borçlanma faizi %38 seviyesinde sabit kaldı.

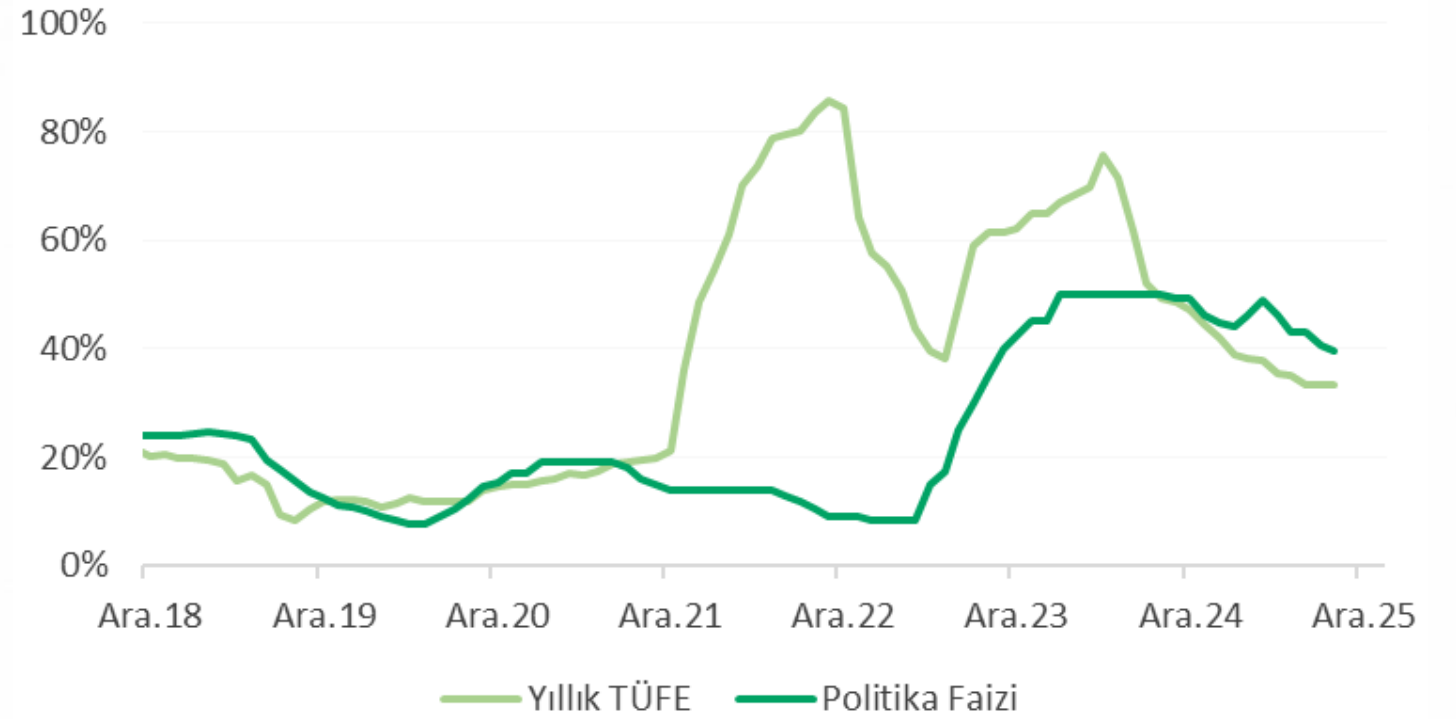


Kaynak: TCMB

2024 yılı sonundan itibaren, ağırlıklı fonlama oranı, mevcut yıllık enflasyon oranının üzerine çıktı. Kasım itibari ile, yıllık enflasyon oranı %31,1 seviyesinde bulunurken, politika faizi ve mevcut yıllık enflasyon arasındaki fark yaklaşık 8 puan civarında bulunuyor. Bu fark Mayıs-Haziran döneminde 10 puanın üzerine çıktıktan sonra Ekim'de 6,5 puana gerilemişti. TCMB, Aralık ayında 150 baz puan faiz indirirse farkın yeniden 6,5-7,0 bandına gerileyeceği görülüyor.

TCMB Başkanı Karahan, geçen ay 'politika kararlarının etkili olabilmesi için kararların enflasyonla aynı yönde ve hızda ilerlemesi gerektiğine' dikkat çekti.

Politika Faizi & Enflasyon



Kaynak: TCMB, TÜİK

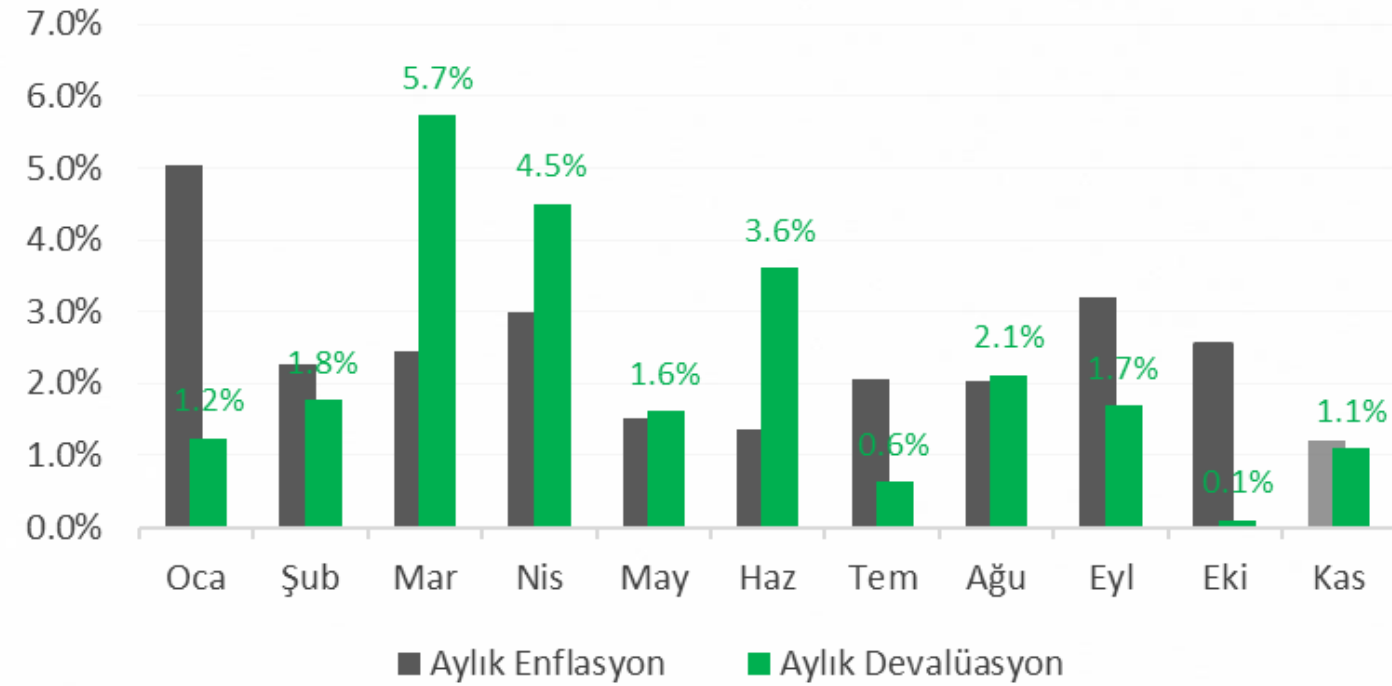
Son aylarda Türk Lirası'nın dezenflasyon sürecine verdiği destek yeniden belirginleşti.

Türk Lirası, Kasım ayında USD ve EUR karşısında nominal olarak %1,1 değer kaybetti. Kasım ayında tüketici fiyatlarının %0,87 artması sonrasında, Türk Lirası'nın geçen ay çok hafif bir reel değerlenme gösterdiği hesaplanıyor.

Yılbaşından beri, TRY'nın döviz sepeti karşısında nominal değer kaybı %27 (USD karşısında %20; EUR karşısında %33) oldu.

Türk Lirası'nın Aylık Değer Kaybı* ve Enflasyon

*Döviz sepetine karşı

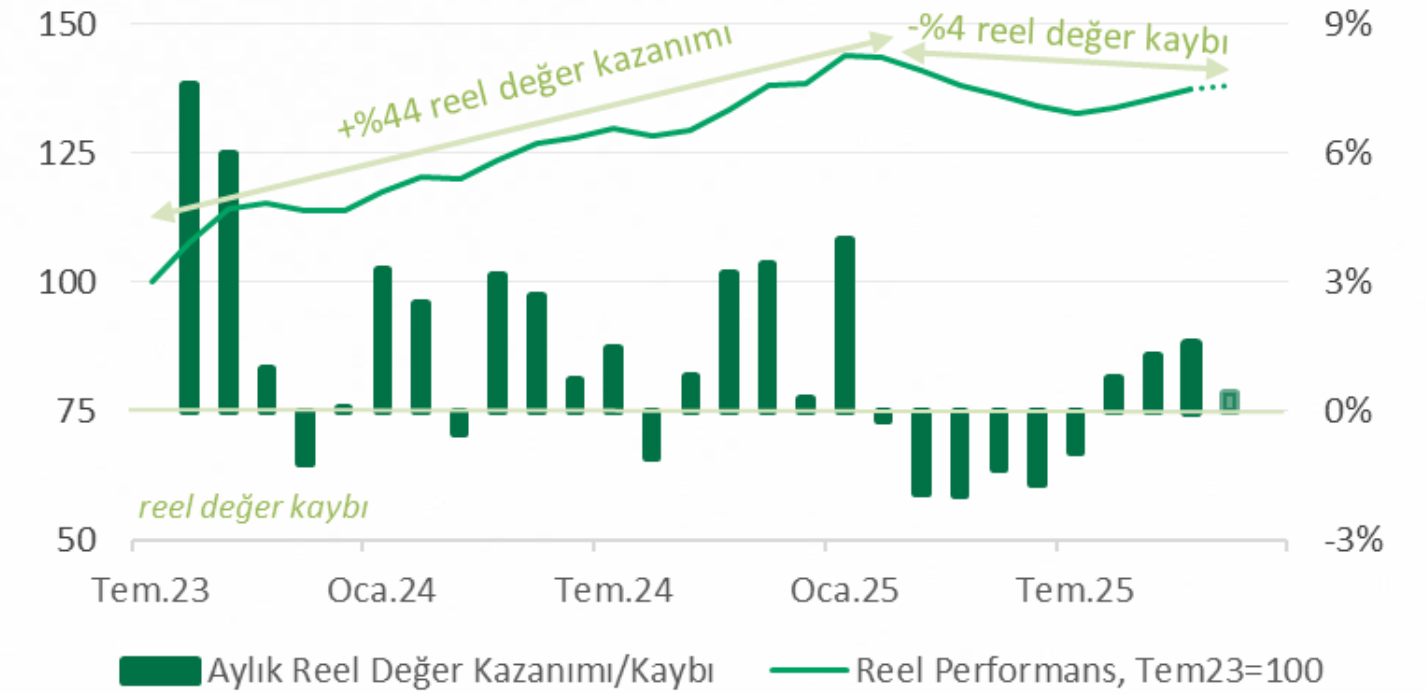


Kaynak: TCMB

TÜFE bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (REDK) verilerine göre, Türk Lirası Ocak ayında 2020'den beri en değerli seviyeye yükseldikten sonra, Şubat-Temmuz döneminde %8 reel değer kaybetti.

Son dört aydır ise Türk Lirası'nın aylık nominal değer kaybı aylık enflasyonun altında gerçekleşiyor. TRY son dört ayda reel olarak yaklaşık %4 değer kazandı.

Türk Lirası: Reel Performans, Temmuz 2023 - Kasım 2025

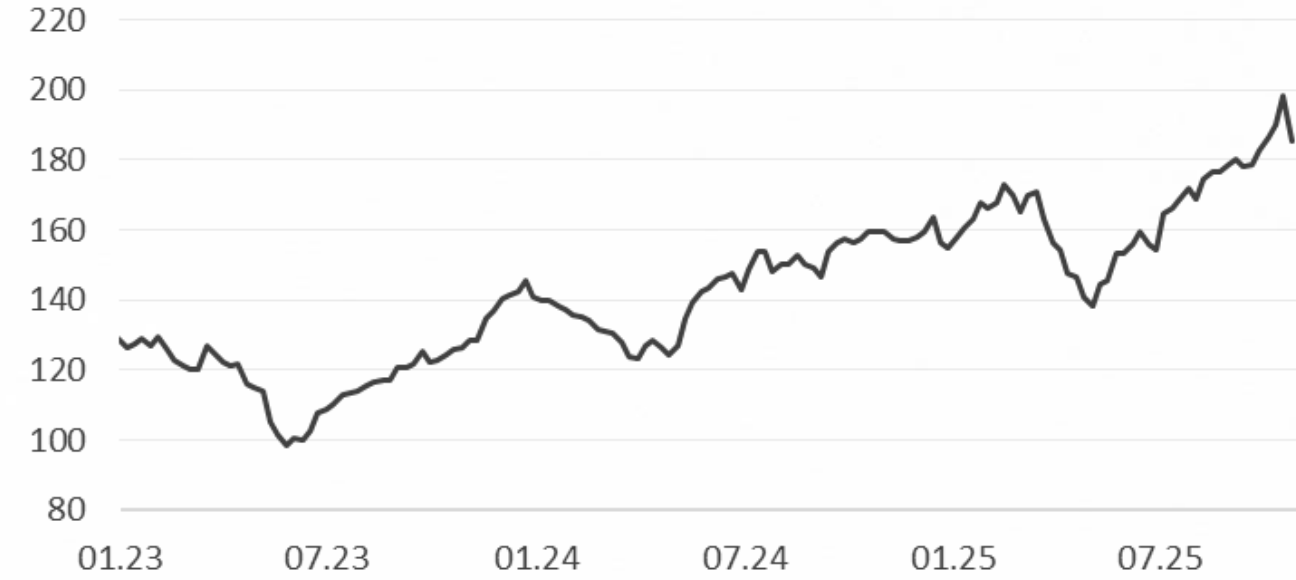


Kaynak: TCMB, Destek Yatırım

Brüt rezervler altın fiyatındaki artışla rekor seviyeleri gördü; ancak altın etkisi hariç rezerv geriliyor.

TCMB Brüt rezervleri, 21 Kasım itibari ile 180,6 milyar dolar seviyesinde bulunuyor. Net uluslararası rezerv, 21 Kasım 69,4 milyar dolar olurken, swap hariç net rezervler 55 milyar dolara geriledi.

TCMB Brüt Rezerv
milyar dolar

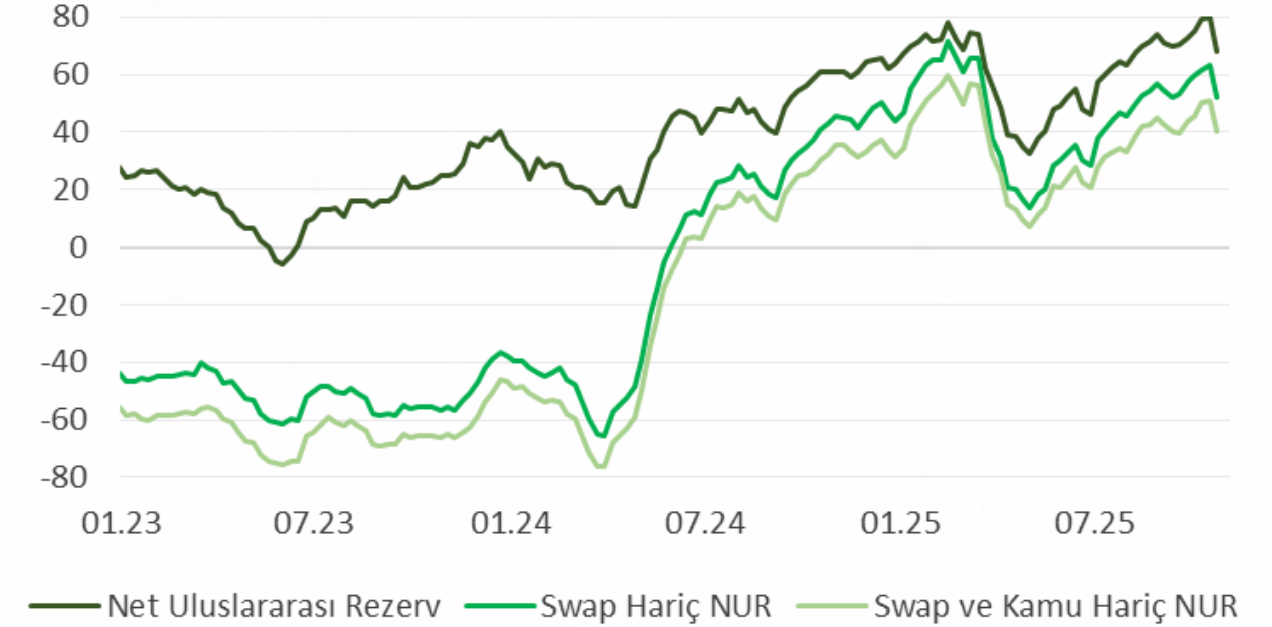


Kaynak: TCMB

Yılbaşından beri brüt rezervler 25,6 milyar dolar yükselirken, altın fiyat artışının brüt rezerv üzerine etkisi 43 milyar dolar oldu. Tüm diğer varsayılan ve bilinen etkiler dışarıda bırakıldığında, yılbaşından beri rezervlerin ima ettiği döviz satışı ise Kasım itibari ile yaklaşık 20 milyar dolar seviyesinde bulunuyor.

Son dönemde, Kur Korumalı Mevduat hesaplarının sona ermesi ile, özünde döviz mevduatı olan bu hesaplardan yeniden döviz mevduat ve döviz cinsi fon hesaplarına kayışın arttığı değerlendiriliyor.

TCMB Net Rezervler
milyar dolar



Kaynak: TCMB

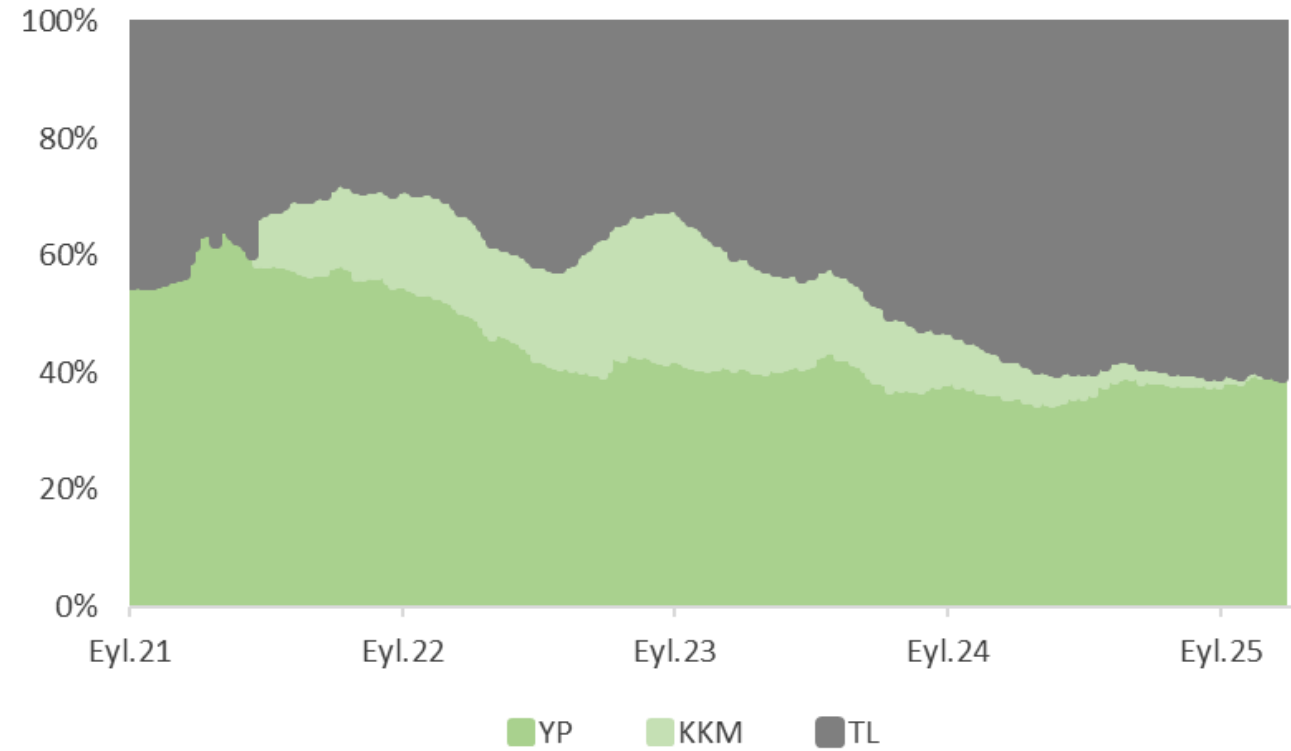
KKM'de sona yaklaşılırken, portföy tercihlerinde dövize doğru ölçülü bir artış eğilimi izlendi.

21 Kasım itibari ile, Kur Korumalı Mevduat (KKM) 0,5 milyar dolara ve toplam mevduat içindeki payı %0,1'e gerileyerek, erime sürecinin sonuna geldi. KKM'nin payı 2023 ağustos ayında %25'i aşmış; 2025 yılı başında ise %6'lar seviyesine gelmişti.

Eylül, Ekim ve Kasım aylarında KKM hesaplarında 9 milyar doların üzerinde azalma gözlemlendi; ve döviz dönüşüm oranı %80'i aştı. Buna rağmen, KKM ve YP mevduatın toplamı olarak ölçtüğümüz dolarizasyon oranı, son üç ayda büyük bir değişim göstermedi. 21 Kasım itibari ile bu oran %39,3 seviyesinde bulunuyor. Dolarizasyon oranı, 2022'de %70'in üzerine çıkmış, 2024 yılı sonunda %40 seviyelerine gerilemişti.

Diğer taraftan, 2025 yıl başından beri yatırım ve emeklilik fonlarında dolarizasyon oranlarının artarak %35 seviyelerinden %43 seviyelerine doğru yükseldiği hesaplanıyor.

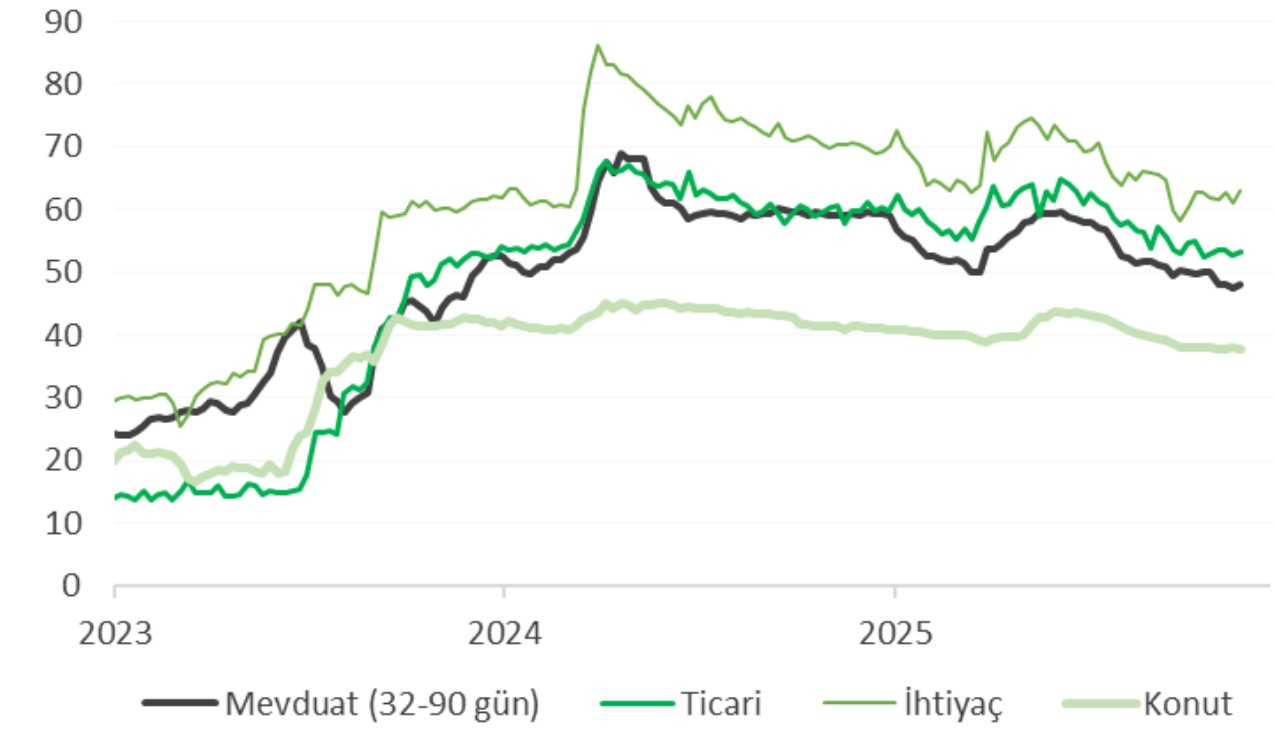
Bankacılık Sektörü Mevduatın Dağılımı



TCMB'nin faiz indirimlerine başladığı Temmuz ayından beri, politika faizindeki 7,5 puanlık indirim karşılık, 32-90 gün vadeli mevduat faizi 9 puan, ticari kredi faizi 8 puan ve tüketici kredi faizi 7,5 puan geriledi. Tüketici kredileri içinde, ihtiyaç kredi faizi 7,5 puan, taşıt kredi faizi 10 puan ve konut kredi faizi 5 puan geriledi.

Son bir aylık dönemde kredi faizlerinde belirgin bir hareket gözlenmez iken, TCMB verilerine göre 32-90 gün vadeli mevduat faizlerinde yaklaşık 2 puan düşüş kaydedildi.

Mevduat ve Kredi Faizi, %



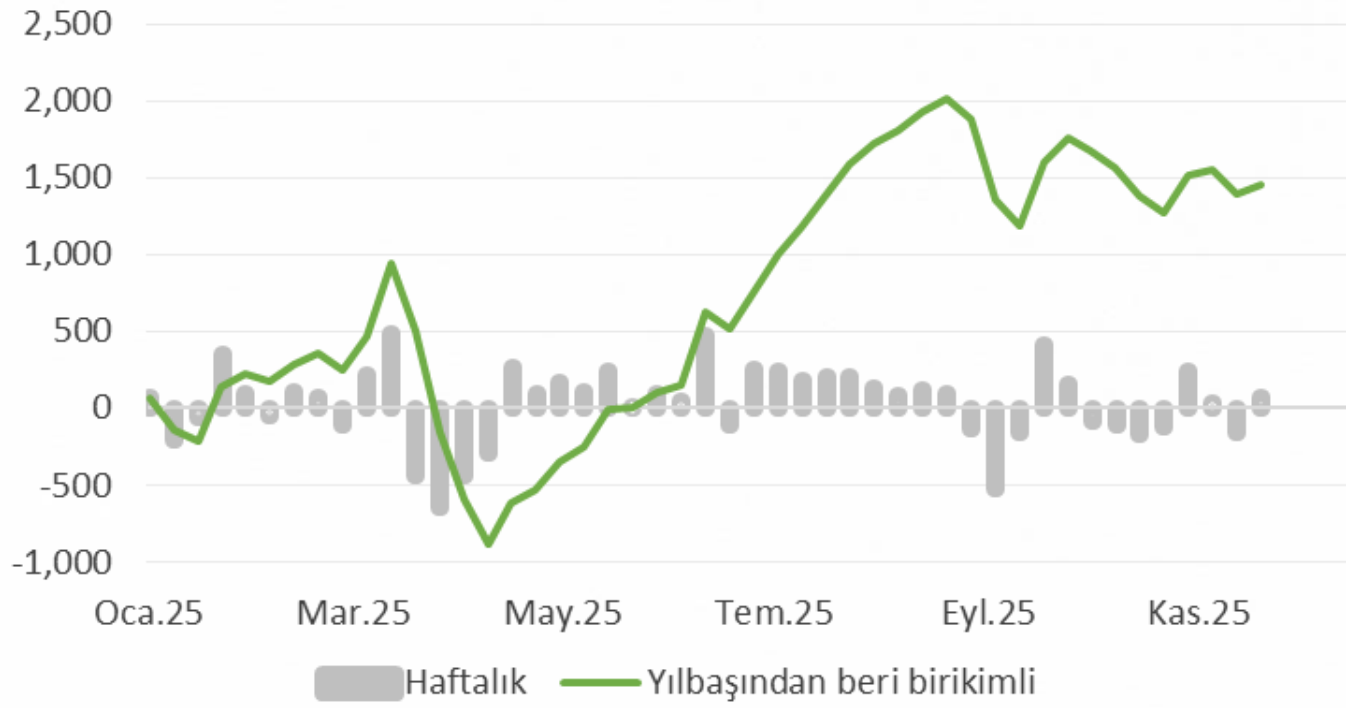
Yabancı yatırımcı Kasım'da TL-cinsi tahvili pozisyonunu artırdı.

Yılbaşından beri, yabancı yatırımcıların hisse senedi pozisyonlarında net 1,5 milyar dolar, devlet tahvili pozisyonlarında net 4,9 milyar dolar ve özel sektör tahvillerinde net 304 milyon dolar olmak üzere, toplam 6,4 milyar dolar net artış gerçekleşti.

Enflasyon görünümünün iyileşmeye başladığı ve faiz indirimlerinin devam edeceği beklentisi ile, Kasım'da yabancı yatırımcıların TL cinsi devlet tahvili pozisyonlarında 1,3 milyar dolar artış gözlemlendi.

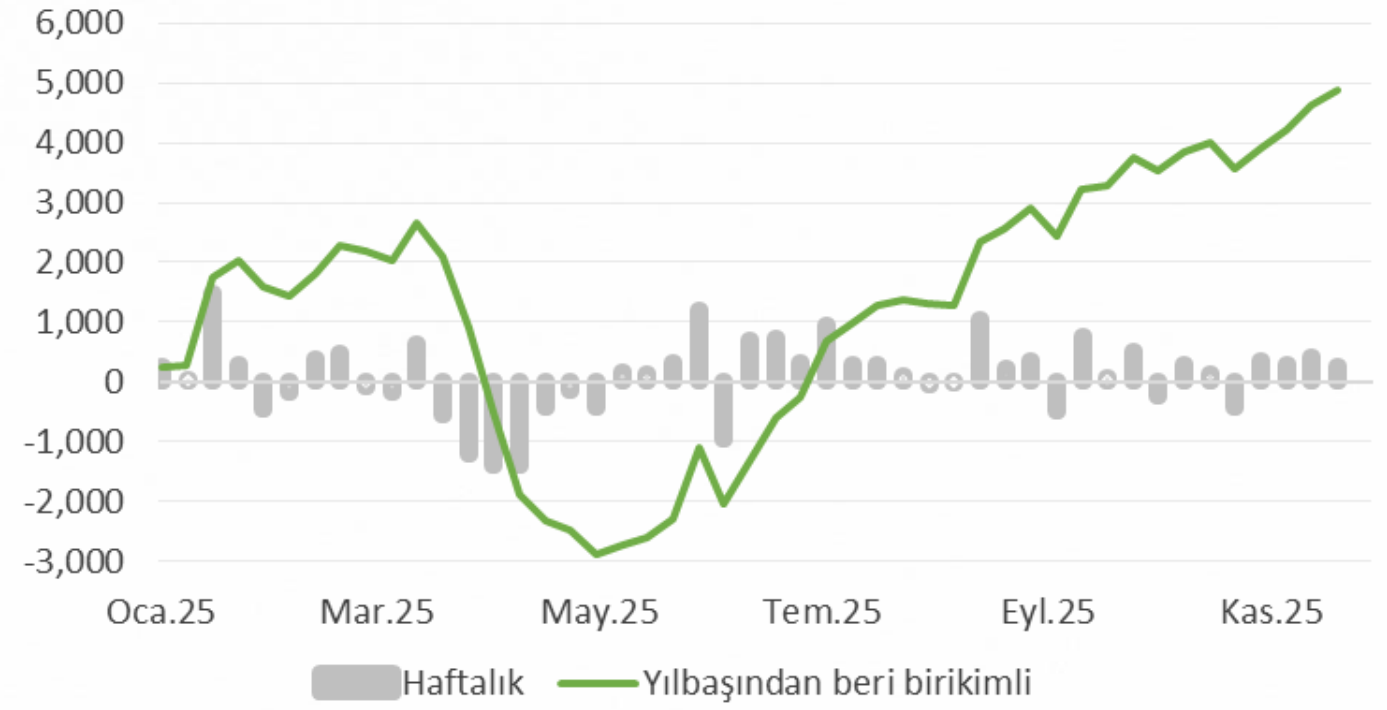
Yabancı Yatırımcı: Hisse Pozisyonu

Net değişim, milyon dolar



Yabancı Yatırımcı: DİBS Pozisyonu

Net değişim, milyon dolar



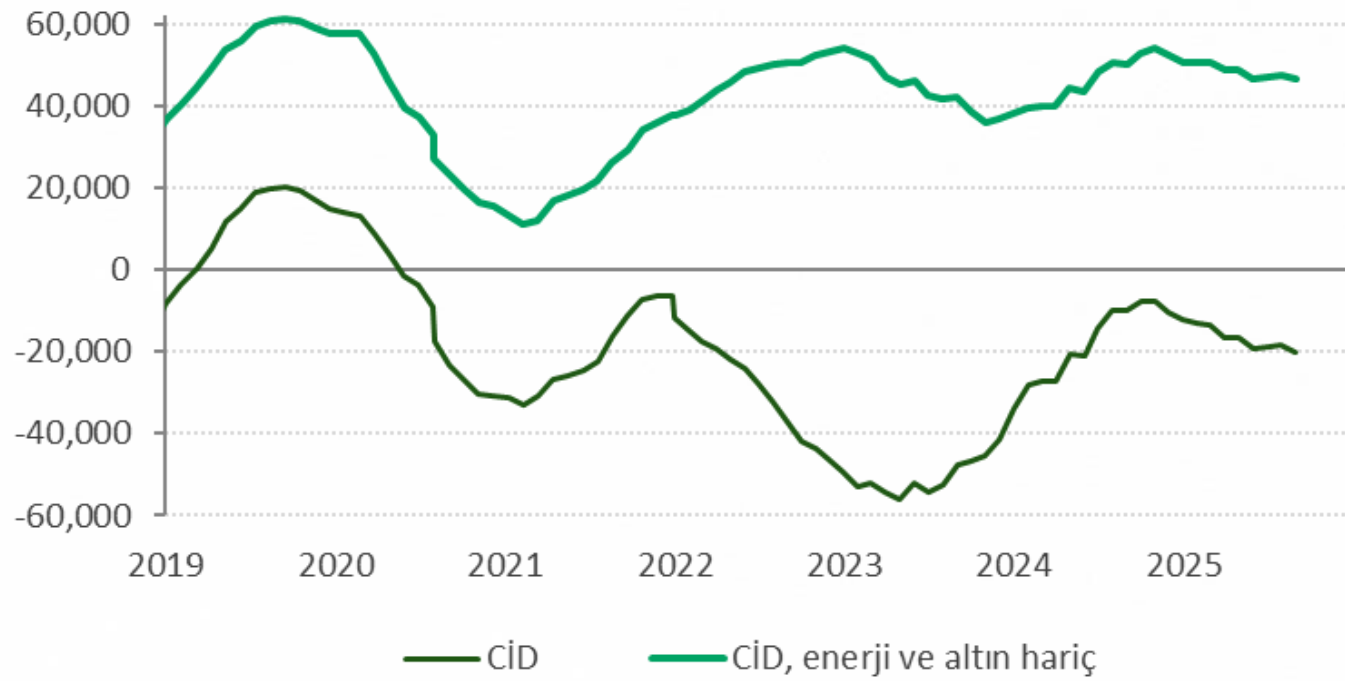
Cari işlemler açığı, hafif genişlemekle birlikte, ılımlı seyrini koruyor.

Dış ticaret açığının geçen yıla göre genişlemesi ile birlikte, cari işlemler fazlası Eylül'de 1,1 milyar dolara geriledi. Eylül'de ihracat %2,8 artarken, ithalat %8,7 artış gösterdi; dış ticaret açığı 1,7 milyar dolar artış ile 6,9 milyar dolara yükseldi.

Cari işlemler açığı, 2025 yılının ilk dokuz ayında 14,9 milyar dolar olurken, 12-aylık birikimli cari işlemler açığı 20,1 milyar dolar ile GSYH'ya oran olarak %1,3 seviyesinde ılımlı görünümünü koruyor.

2025 yılı sonunda cari işlemler açığının 21 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesi bekleniyor; OVP'de ise cari açık 22,6 milyar dolar olarak öngörülmüştü. 2026 yılında ise cari işlemler açığının 25 milyar dolar seviyesine ılımlı artış göstermesini bekliyoruz.

Cari İşlemler Dengesi
12-aylık birikimli, milyon dolar

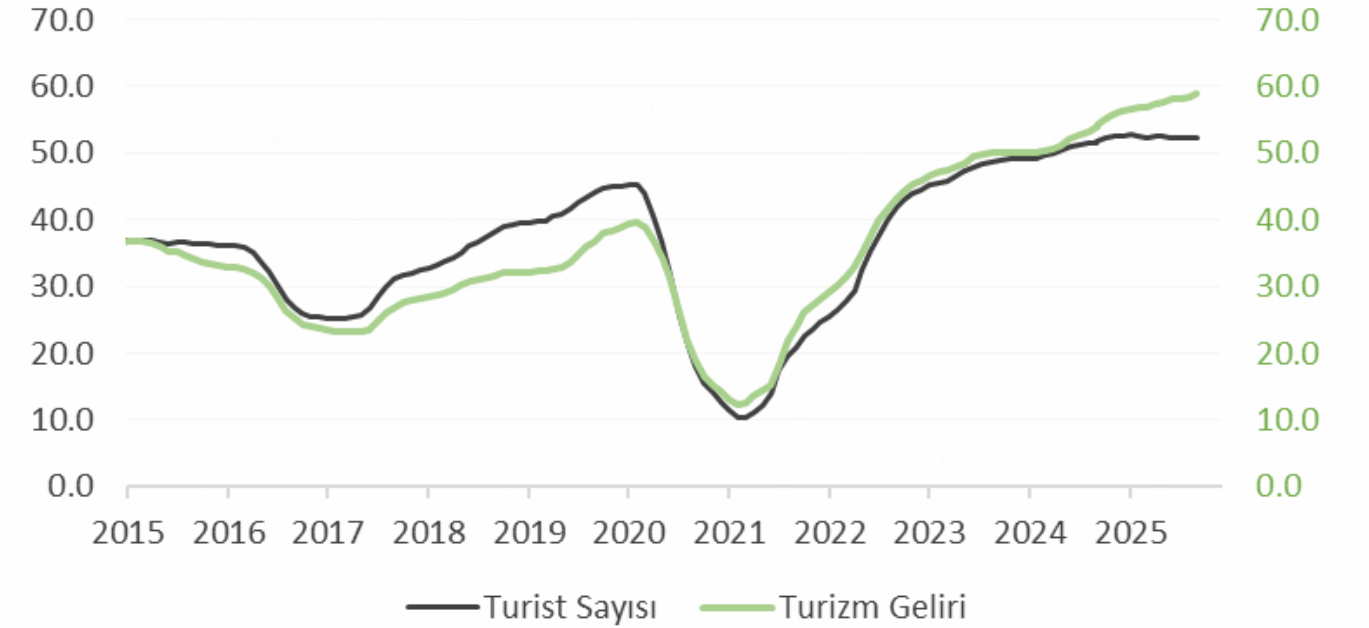


Kaynak: TCMB

Eylül'de turizm gelirleri, geçen yılın aynı ayına göre %7,9 artarak 6,9 milyar olurken, turizm giderleri %31 artışla 703 milyon dolar oldu. 12-aylık birikimli turizm geliri 58,8 milyar dolar ile rekor seviyeye yükseldi.

Orta Vadeli Program'da, seyahat gelirlerinin 2025 yılında 59,5 milyar dolara ve 2026 yılında %3,8 artışla 61,8 milyar dolara yükseleceği öngörülüyor.

Yabancı Ziyaretçi Sayısı ve Turizm Geliri
12-aylık kümülatif, milyon kişi / milyar dolar



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Maliye politikasının dezenflasyona desteği artıyor.

Merkezi yönetim bütçe performansı ve nakit bütçe performansı, 2025 yılında maliye politikasının daha kontrollü bir çizgi izlediğini ve geçmiş iki yılın aksine ekonomik büyümeyi teşvik edici bir politika izlemediğini gösterdi.

Geçen yıl Ekim ayında 186 milyar TL açık veren Merkezi Yönetim bütçe dengesi, bu yıl Ekim ayında %20 artışla 223 milyar TL açık verdi. Ekim'de bütçe harcamaları yıllık %43 artışla 1,4 trilyon TL ve bütçe gelirleri yıllık %49 artışla 1,1 trilyon TL oldu. Faiz hariç harcamalar geçen yıla göre %48 artarken, geçen yıl 50 milyar TL açık kaydeden faiz dışı bütçe dengesi bu yıl Ekim ayında 66 milyar TL açık verdi. Gelir vergisi tahsilatında yıllık artış %90 olurken, toplam vergi gelirlerinde yıllık %52 yükseliş gösterdi. Ocak-Ekim döneminde, bütçe açığı yıllık %14 ile sınırlı bir artış kaydetti.

Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi

12 aylık birikimli, milyar TL



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

On aylık bütçe açığı 1,4 trilyon TL olurken, 2026-2028 Orta Vadeli Program'da açıklanan 2025 yılsonu gerçekleşme tahmini olan 2,2 trilyon TL'nin %65'ine tekabül ediyor. 12-aylık kümülatif bütçe açığının GSYH'ya oranı ise Ekim itibarı ile %3,9 seviyesinde sabit kaldı. OVP'de 2025 yılsonu için bu oran %3,6 olarak öngörülmüştü.

Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi

Milyar TL	Ekim	Yıllık artış	2025		GT	Oca-Ekim/GT
			Ocak- Ekim	Yıllık artış		
Harcamalar	1,370	43%	11,592	43%	14,674	79%
Faiz Hariç Harcama	1,213	48%	9,773	38%	12,621	77%
Gelirler	1,147	49%	10,152	48%	12,466	81%
Vergi Gelirleri	976	52%	8,730	51%	10,734	81%
Bütçe Dengesi	-223	20%	-1,440	14%	-2,208	65%
Faiz Dışı Denge	-66	31%	379	-279%	-156	-

GT: Gerçekleşme Tahmini, OVP 2026-2028