



STRATEJİ RAPORU

2026



İÇİNDEKİLER

• YÖNETİCİ ÖZETİ	3
• KÜRESEL GÖRÜNÜM	4
o ABD	6
o Euro Bölgesi	9
o Çin	10
o Fiyatlamalar	12
• TÜRKİYE MAKROEKONOMİK GÖRÜNÜM	15
o Ekonomik Aktivite	15
o Dış Denge	19
o Fiyat Gelişmeleri	21
o Kamu Maliyesi	23
• TAHMİNLER	24
• PİYASA STRATEJİSİ	25
o TCMB Döviz Rezervleri ve Kurlar	27
o Faizler ve Sabit Getirili Menkul Kıymetler	30
o Hisse Senetleri	33
• MODEL PORTFÖY	36
• UYARI NOTU	37

Yönetici Özeti

2026 yılında küresel gündemde öne çıkacak ana temalar:

- Küresel ekonomik aktivite görünümü 2025'e kıyasla hız kaybederken, ABD'de istihdam, Euro Bölgesi'nde imalat, Çin'de iç tüketim talebi ve Japonya'da enflasyon verilerinin yakından takip edilecek değişkenler olması.
- Küresel jeopolitik riskler ABD ve Çin odaklı olarak artmaya devam etse de, tıpkı gümrük tarifeleri konusunda izlendiği gibi jeopolitik riskler konusunda da ilk açıklamalara kıyasla müzakere süreçlerinde uzlaşa sağlanabileceği beklentisinin piyasa tepkilerini sınırlı kılması.
- Avrupa'da 2025 yılında açıklanan savunma ve altyapı harcama paketleri kapsamında atılacak adımların Türkiye gibi ihracatı bölge aktivitesine hassas piyasalara olumlu yansıtacağı beklentisi.
- Artan jeopolitik risklere rağmen, küresel imalat sanayi aktivitesindeki yatay seyir ışığında endüstriyel emtia fiyatlarında ılımlı seyir beklentisi.
- Piyasa oynaklıklarının genele yaygın sistemik risklerden ziyade portföylerde yeniden dengelenme kaynaklı gerçekleşebilme ihtimali (teknoloji hisseleri, değerli metaller, ülke risk primleri).

Küresel makroekonomik görünümde 2025 başında oluşan genel kanının aksine, enflasyon risklerinin ABD gümrük tarifelerine rağmen gerçekleşmediği ve bölgesel büyüme oranlarının beklentileri aşabildiği izlendi. Bu durum merkez bankalarının faiz indirim süreçlerine destek olmuş olsa da, gümrük tarifeleri sebebiyle öne çekilen talebin 2026'da sönümlenmesi ve tarifelerin maliyet etkisinin nihai tüketici fiyatlarına gecikmeli yansıtılması ile 2025'te beklenen senaryonun 2026 yılında hissedilmeye başlanması söz konusu olabilir. Dolayısıyla ECB ardından Fed ve BoE'nin de faiz indirim süreçlerini 2026 yılında tamamlamasını ve bu sayede finansal koşulları önden gevşetirken diğer yandan ileri vadede oluşabilecek enflasyon risklerine karşı sıkılaşma alanı açacaklarını değerlendiriyoruz.

Gümrük tarifeleri ve jeopolitik risklerin büyüme ve enflasyon beklentileri üzerinde yaratacağı risklere rağmen, talep tarafındaki zayıflık ışığında endüstriyel emtia ve petrol fiyatlarında belirgin bir hareket öngörmüyoruz. Madde/metal bazında özel haber akışları fiyatlarda ara dönemlik oynaklıklara sebep olsa da (ek tarife korkusuyla ithalatı öne çekme, tekil ülke üretim kararları, vb.), talep yokluğunda stoklardaki kaçınılmaz birikimin fiyatları ortalamada düşük tutmasını bekliyoruz. Bu durum, Türkiye gibi ithalatçı ülkelerin enflasyon görünümüleri açısından rahatlama yaratabilecek nitelikte.

Türkiye özelinde etki yaratabilecek küresel jeopolitik konu başlıkları arasında ABD ve AB ile diplomatik ilişkiler ve savunma başlıklarında artan iş birliği olumlu maddeler olarak öne çıkmakta. Ancak Rusya-Ukrayna savaşında beklenen sonlanmanın gecikmesi ve orta doğuda yeniden ısınan tablo bölgesel ticaret hacimlerini ve güven algısını olumsuz etkileyebilir. Bu belirsizliklerin çözülmesini takiben boşa çıkacak kaynaklar ve uluslararası iradenin Ukrayna ve Suriye'nin yeniden yapılanmasına odaklanma ve kanalize olma ihtimali, Türkiye için uzun vadede en büyük potansiyeli teşkil etmekte. Türkiye, Suriye ile 900 km'ye yakın sınırı, doğrudan ve düşük maliyetli ulaşım imkanları, jeopolitik etki alanı, ve her türlü ihtiyacı tedarik edebilme potansiyeline sahip çeşitlenmiş sanayisi ile, Suriye'de izlenebilecek her türlü yeniden inşaa sürecinden en fazla istifade edecek ülke konumunda.

Küresel jeopolitik değerlendirmelerin ötesinde, Türkiye ekonomisinde 2026 boyunca öne çıkacak temalar:

- Atılan tüm finansal ve mali sıkılaşma adımlarına rağmen büyüme temposunun sürpriz biçimde dayanıklı kalabilmesi ve finansal istikrar göstergelerinde sistemik bir risk endişesi oluşmaması
- Büyüme temposuna ek olarak enflasyon beklentilerinin ve fiyatlama davranışlarının yeterli ölçüde düzelmemesi ışığında finansal ve mali koşullardaki göreceli sıkılık ihtiyacının sürmesi
- Buna bağlı olarak likidite ihtiyacının, stok eritme eğiliminin ve faiz getiri tercihinin özellikle ilk yarıda devam etmesi ve enflasyonda ilk yarıda beklentilerden olumlu bir tablo oluşması ardından gevşeme beklentisi ile olumlu piyasa fiyatlamalarının ikinci yarıda devreye girmesi
- Bu tablo ışığında tasarrufların yılın ilk yarısında faiz getirilerini tercih etmeye devam ettikten sonra ikinci yarıda hisse senetleri gibi riskli varlıklara iştah gösterebileceği.

Döviz kurlarında belirgin bir oynaklık beklentimiz yok. İç ve dış finansal akımların TCMB döviz rezervlerini iyileştirici biçimde sürmesini bekliyoruz. Hizmet sektörlerindeki fiyatlama davranışlarının ve özellikle de konut fiyatlarının düzelmesi için arzı artırmaya yönelik hamleler gündemde kalmaya devam edecektir. Risklerin bunlardan ziyade ilk yarıda reel sektör bilançoları üzerinde belirginleşmesi söz konusu olabilir.

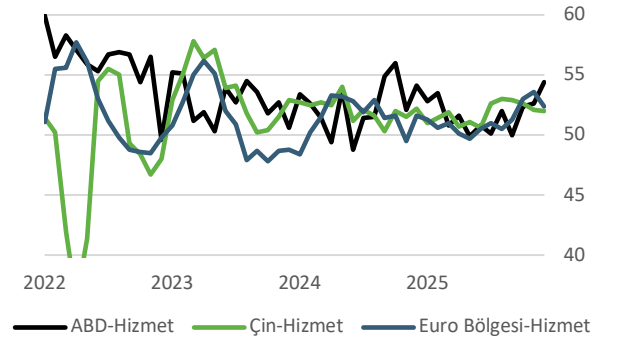
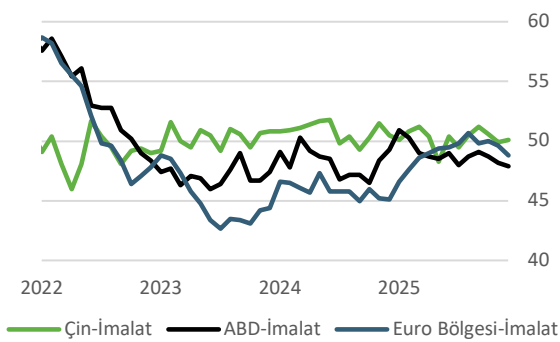
Bu doğrultuda, 2026 yıl sonunda %3,5 GSYH büyümesi, %18 enflasyon, 50 USD/TL kuru beklemekteyiz.

Küresel Görünüm

Küresel makroekonomik görünüm ve finansal piyasa dinamiklerinde 2026 itibariyle öne çıkan ana temalar:

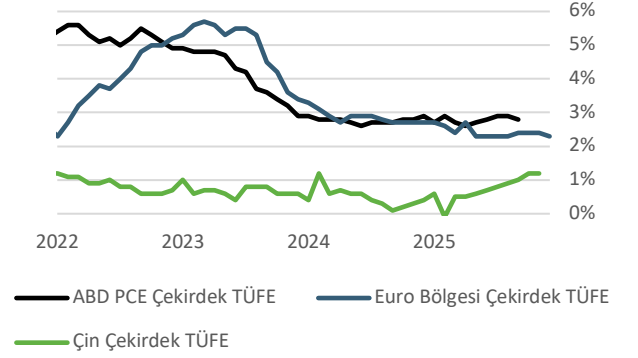
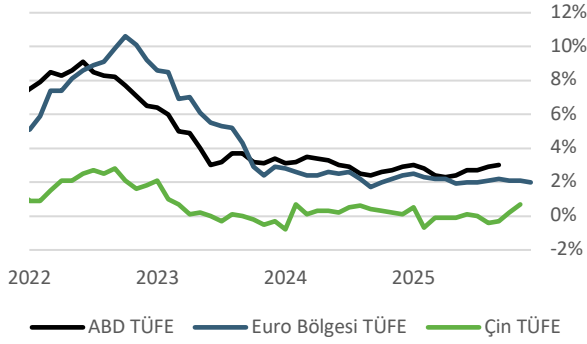
1. Küresel aktivitenin gelişmekte olan ekonomiler (EM) öncülüğünde ve imalat sektörleri ağırlıklı olarak bir miktar hız kaybetmesi bekleniyor.
2. Coğrafi bazda ABD lehine ve Euro Bölgesi aleyhine olan ayrışma sona erdi; ABD’de görece hız kaybı, Euro Bölgesi’nde dengelenme izleniyor. Çin’de ise yavaşlama sürüyor.
3. ABD başkanı Trump’ın ilk senesinde uyguladığı politikalar küresel enflasyonu korkulduğu kadar yükseltmedi. Ancak küresel ticaret hacimleri ve büyüme görünümleri aşağı revize edilirken ekonomik güven endeksleri ile siyasi güven anketlerinde de gevşemeler izleniyor.
4. Küresel para politikaları arasındaki eşgüdüm sona erdi; ABD, İngiltere ve Çin merkez bankaları gevşemeye devam ederken Avrupa Merkez Bankası sabit kalacak, Japonya Merkez Bankası ise kademeli olarak sıkılaşımaya devam edecek.
5. Yapay zeka ve veri merkezi yatırımlarından orta-uzun vadede verimlilik artışı sağlanacağı umulsa da kısa vadede maliyet kaygıları ve istihdam piyasası üzerindeki yıkıcı-dönüştürücü etkiler daha baskın olabilir. Bu durum küresel varlık fiyatlamalarındaki oynaklıkları artırırken hisse senetlerinde değerlendirme, emtia fiyatlarında talep, tahvillerde ise mali kaygılar kaynaklı baskı yaratabilir.
6. Jeopolitik gerginliklerde hafifleme ve çözüm ümidi öne çıksa da anlık tekil riskler söz konusu olabilir.

Küresel bölgeler arası ayrışma: İmalat ve Hizmet PMI Endeksleri



Kaynak: SPGlobal

Küresel bölgeler arası ayırışma: Manşet ve Çekirdek Enflasyonlar



Kaynak: Bloomberg

Merkez Bankaları Toplantı Takvimi:

	TCMB	Fed	ECB	BoJ	BoE
22.01	TCMB				
23.01				BoJ	
28.01		Fed			BoE
05.02			ECB		
12.03	TCMB				
18.03		Fed			BoE
19.03			ECB	BoJ	
22.04	TCMB				
28.04				BoJ	
29.04		Fed			
30.04			ECB		BoE
11.06	TCMB		ECB		
16.06				BoJ	
17.06		Fed			
18.06					BoE

	TCMB	Fed	ECB	BoJ	BoE
23.07	TCMB		ECB		
29.07		Fed			
30.07					BoE
31.07				BoJ	
10.09	TCMB		ECB		
16.09		Fed			
17.09					BoE
18.09				BoJ	
22.10	TCMB				
28.10		Fed			
29.10			ECB		
30.10				BoJ	
05.11					BoE
09.12		Fed			
10.12	TCMB				
17.12			ECB		BoE
18.12				BoJ	

ABD

ABD ekonomisinin dünyanın geri kalanına kıyasla 2023-2024 boyunca sergilediği olumlu ayrışma 2025 itibarıyla sona erdi. Trump'ın gümrük tarifelerine ilişkin endişeler ve tarifelerin duyurulması ardından yaşanan pazarlık süreci esnasında pek çok sektörde talebin öne çekilmiş olması 2025'in ikinci yarısına olumsuz yansırken, iç siyasette artan fikir ayrılıkları ve bütçe konusunda uzlaş zeminin kaybolması neticesinde devlet kurumlarının geçici olarak kapanması da güven algısında belirgin bozulmaya yol açtı. Bu süreçte resmi veri açıklamalarının aksamasına bağlı olarak güvenilirlik erozyona uğramış olsa da, hem Fed kurul üyelerinden hem de özel sektörden paylaşılan yorumlar sanayi üretimi ile istihdam piyasasının zayıflamaya başladığını ve konut piyasasının gevşediğini net bir biçimde ortaya koymakta.

Ortaya çıkan bu tablo neticesinde Fed Eylül ayı itibarıyla yeniden faiz indirim sürecine başlarken, para piyasalarında baş gösteren sıkışıklık emarelerini de dikkate alarak bilanço küçültme sürecini de sonlandırdığını duyurdu. Fed gevşeme yönündeki bu adımları istihdam piyasası ve likiditeye dair endişeleri öne sürerek sebeplendirmiş olsa da, ABD Başkanı Trump'ın süregelen faiz indirim baskıları dikkate alındığında sürecin politik olarak da " tarafların işine geldiğine" dair yorumlar sene boyunca speküle edildi.

Ancak genel görünümdeki bu soğuma emarelerine rağmen ABD ekonomisinin dış ticaret bağımlılığından ziyade iç tüketim odaklı olması, üretim ve istihdamda hizmet sektörlerinin ağırlıklı olması, başta enerji bağımsızlığı olmak üzere dış risk faktörlerinden geçişkenliğin Euro Bölgesi ve Çin'e kıyasla düşük olması, ve hepsinden önemlisi hane halkı borçluluğun tarihsel ortalamalara kıyasla düşük ilerlemesi tam teşekküllü bir kriz yaşanma ihtimalini şimdilik sınırılıyor. Üstelik Fed'in yeniden gevşeme sürecine başlamış olması da, önümüzdeki dönemde olası risk senaryolarını sınırlamakta etkili olabilir.

2026'ya dair makro tabloyu değerlendirdiğimizde, risk faktörlerinin daha belirgin hale gelebilecek olmasına rağmen piyasalardaki oynaklığın kontrol edilebileceğini değerlendiriyoruz:

➤ **Enflasyon:** Hizmet enflasyonu hala yüksek. Ancak gümrük tarifelerinin ilk etap etkileri korkulanın aksine sınırlı kaldı. Şirketler bu süreci nihai ürün fiyatlarına yedirmekten ziyade karları üzerinden kendi bünyelerinde absorbe ederken, %3 seviyesinde zirveyi gören enflasyonun önümüzdeki dönemde %2'lik hedefe doğru yaklaşması bekleniyor. Fed'in faiz indirimlerine önden başlamış olması da, enflasyon görünümünün gelecekte yeniden bozulma gösterebileceği bir senaryoda Fed'e yeniden sıkılaşma yapabilmesi için alan açmakta.

➤ **İstihdam:** Hem manşet veriler hem de alt detaylarda bozulma başladı. Resmi veri yayınında yaşanan aksamaya rağmen toplam istihdamda henüz belirgin bir erime izlenmiyor. İşsizlik oranı işgücüne katılımın da etkisiyle düşük seviyelerden yükseliyor. Açık iş ilanları azalsa da seviye hala tarihsel ortalamaların üzerinde. Maaş artış baskıları ise işçiler aleyhine hafifliyor.

➤ **Üretim:** İmalat yıllık bazda genişlemeye devam etsen de öncü veriler daralma sınırının altında. Hizmetlerde genişleme sürüyor. Yatırım harcamaları yapay zeka ve veri merkezi odaklı artmaya devam ediyor.

➤ **Tüketim:** Son 1 senede gündeme gelen tüm belirsizliklere rağmen iç talep dayanıklı kalabildi. Gelirlerin harcamalara aynı ölçüde eşlik edememesi ışığında tasarruflarda izlenen erime ileride risk yaratabilir. Ancak hane halkı borçluluk oranının düşük olması gelecekte bu kanaldan yaratılabilecek teşviklere baz teşkil edebilir.

➤ **Emlak piyasası:** Konut tarafında kredi koşullarındaki sıkılık hem yeni arzı hem de talebi olumsuz etkiliyor. Ofis tarafında değişen tercihler ve çalışma modellerine bağlı olarak yapısal zayıflık sürüyor. Konut fiyatları gevşemeye devam ediyor.

➤ **Güven ve Beklentiler:** Tüketici ve KOBİ anketleri 2025'e kıyasla zayıf ilerliyor.

ABD talep koşulları üzerinde orta vadede gündeme gelebilecek riskler değerlendirildiğinde, hanehalkı tasarruf oranındaki gerileme, Fed faiz indirimlerine rağmen uzun vadeli faiz oranlarındaki göreceli yükseklik, kredi piyasası risk primlerindeki yükselme, hisse senedi fiyatlamalarında (özellikle teknoloji hisse değerlemeleri üzerinden) izlenebilecek oynaklıklar, ve ekonomik güven algısında bozulma öne çıkmakta.

Ayrıca istihdam piyasasının detayına inildiğinde öncü anketlerde izlenen gevşeme, iş gücü talebinin sektörel ve şirket büyüklükleri bazında eskisi kadar dengeli dağılmaması, ve maaş artış oranlarının gevşemesi tüketici güvenini ve harcama kararlarını olumsuz etkileyebilir. Buna karşın açık iş pozisyonları miktarının hala tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmesi ve işe uygun eleman bulmanın zor olarak değerlendirilmesi ise dengeleyici faktörler olarak öne çıkmakta.

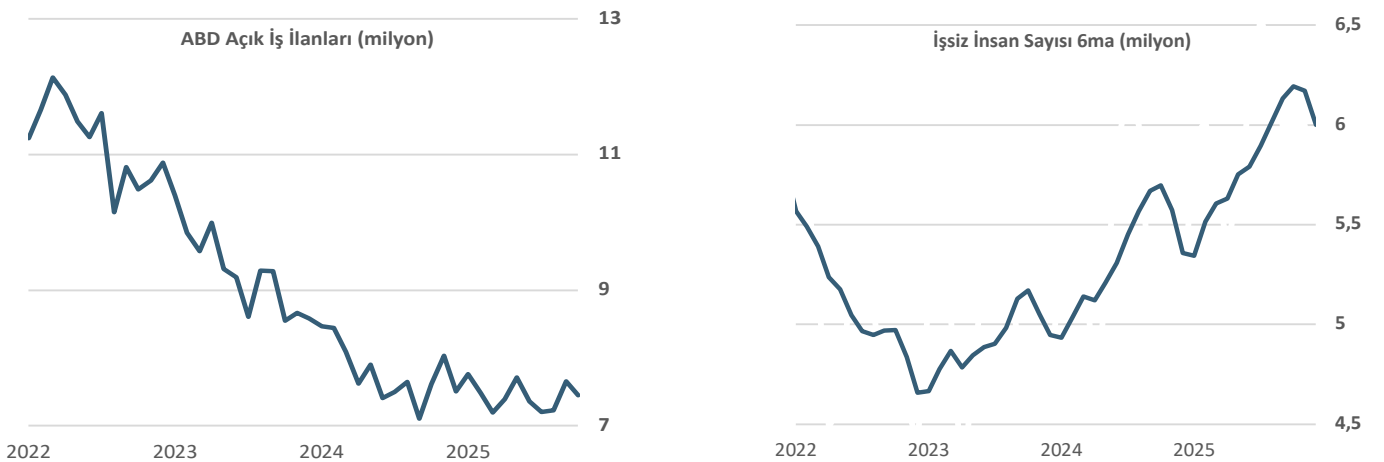
Tasarruf oranındaki gerilemede, kişisel harcamaların artmaya devam etmesine rağmen kişisel gelirlerin buna reel olarak eşlik edememesi etkili. Bu durum, harcamaların aynı tempoda sürdürülebilmesi için maaş veya borsa gelirlerinin artmasını, aksi takdirde ise ek borçlanmayı elzem kılacak. Fed'in faiz indirimlerine yeniden başlamasının borçlanma koşullarında sınırlı gevşeme yaratmasına ek olarak, geçmiş yüksek değerlemeler ışığında ABD tüketicisi için önemli olan borsa getirilerinin önümüzdeki dönemde devreden çıkma ihtimali olumsuz bir faktör olabilir. Tüm bu tablo ekonomik güven algısına zarar verdiği ölçüde, orta vadeli talep görünümü üzerinde risk yaratabilir.

Elbette Başkan Trump'ın uygulayacağı ekonomi politikalarının da tüm bu makro değişkenlerin gidişatında belirleyici rol oynayabileceği unutulmamalı. Ticaret, enerji, kamu maliyesi ve diplomasi olarak 4 ana başlık altında gruplandırabileceğimiz bu politika seti hem ABD hem de küresel makroekonomik görünüm ve tahminler açısından çok önemli olsa da, bu konuların çoğunun ekonomik amaçlar yanında iç ve dış siyasette de pazarlık konusu haline getirilmesi itibarıyla net tahminlerde bulunmanın bu noktada imkansız olduğunu değerlendiriyoruz.

Trump'ın ekonomi politika uygulamaları enflasyon görünümü üzerinde ilk etapta endişe edildiği ölçüde yukarı yönlü riskler yaratmamış olsa da, ticaret kısıtları ve artan gümrük vergileri, üretimi denizaşırı ülkelerden ABD içine çekmek için yapılması gereken yatırımların maliyetleri, fosil yakıt teşvikleri, artan bütçe açığının finansmanı için borçlanma ihtiyacı, ve jeopolitik belirsizlik fiyatlamalarının tamamı önümüzdeki dönemde maliyetler ve faizler üzerinde yukarı yönlü senaryoları besleyebilir.

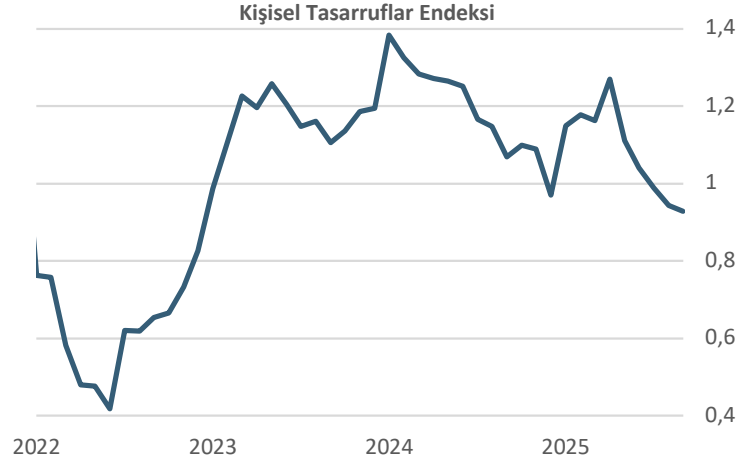
Ancak 2025 boyunca da savunduğumuz gibi, tüm bu risklere karşı öne çıkan dengeleyici faktör 2016-2020 1. Trump başkanlığı dönemi aksine bu dönemde karşı ülkelerin ticaret ve jeopolitik hamlelere karşı kısasa-kısa tepki verme eğiliminin düşük olması. Tüm dünyada imalat sektörleri öncülüğünde büyüme kaygılarının öne çıktığı bu dönemde, ne Avrupa Birliği ne de Çin ticaret hacimlerinde daha fazla daralmaya sebep olmak istemiyor.

ABD istihdam piyasasında bozulma emareleri belirginleşiyor:



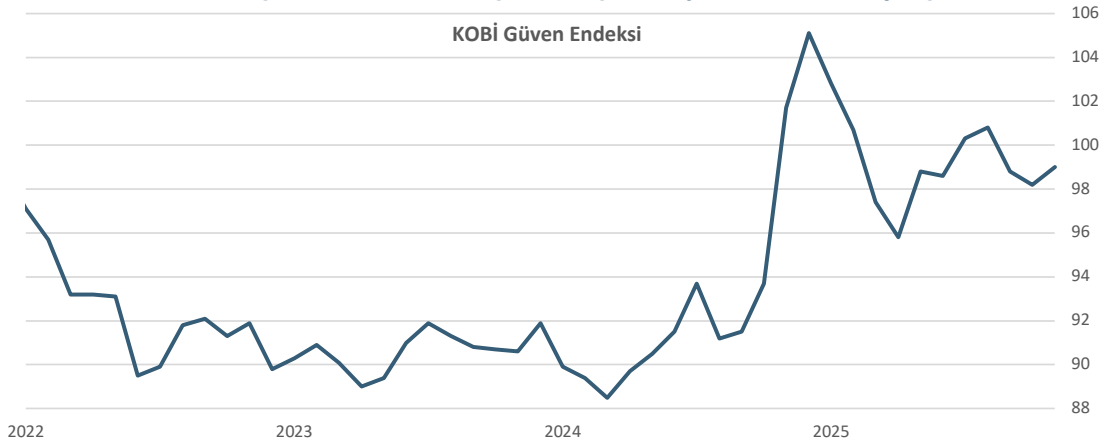
Kaynak: Bloomberg

Kişisel harcamaların yüksek seyretmesi ışığında tasarruflar gevşiyor, bu durum hanehalkı borçlanma talebinin yeniden artmaya başlamasına sebep olabilir:

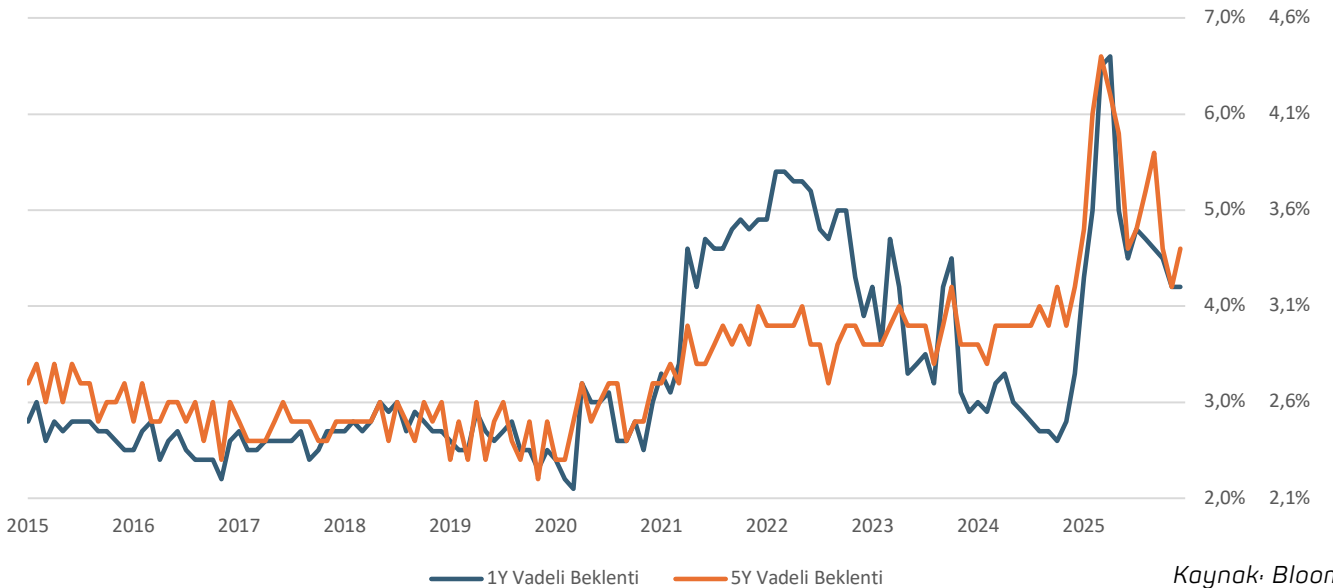


Kaynak: Bloomberg

İstihdamın %50'sini ve tüm şirketlerin %99,7'sini oluşturan KOBİ'lerin güveni seçimler sonrası zıpladıktan sonra yeniden gevşeme eğiliminde. Tüketici enflasyon anketlerindeki yeniden yükseliş beklentisi öne çıkıyor:



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

Euro Bölgesi

2025 yılı Euro Bölgesi ekonomisi için hem büyüme beklentileri hem de enflasyon mücadelesi tarafında belirgin bir dengelenmeye sahne oldu. ABD'nin Trump başkanlık politikaları kapsamında Avrupa'nın güvenlik taahhütlerinin arkasında çekileceğini duyurması ardından açıklanan kapsamlı savunma ve altyapı harcama paketleri ileri vadeli büyüme beklentileri ile Euro paritelerinde belirgin değerlenmeye sebep olurken, enflasyon tarafında ise küresel enerji maliyetlerinin düşük seviyelerde ilerlemesi, vergi uyarlamalarının ters etkileri, ve Covid sonrası fiyat dinamiklerinin bütünüyle sönümlenmesi neticesinde %2 hedefi üzerinde kalıcı dengelenme sağlandı.

Bu tablo, ECB'nin politika faizini enflasyona birebir denk biçimde %2 seviyesinde nihai olarak sabitlemesine olanak sağlarken, önümüzdeki dönemde dikkatler büyüme beklentilerindeki iyileşmenin gerçekleşmesi üzerinde olacak. Ekonomisi 2019 yılından bu yana yerinde sayan lokomotif Almanya'nın öngörülemez sebeplerle yeniden resesyona girmeyeceğini varsayan bir baz senaryoda, ECB'nin bundan sonraki ilk hamlesinin ufak bir olasılıkla faiz artışı olacağı fiyatlanıyor.

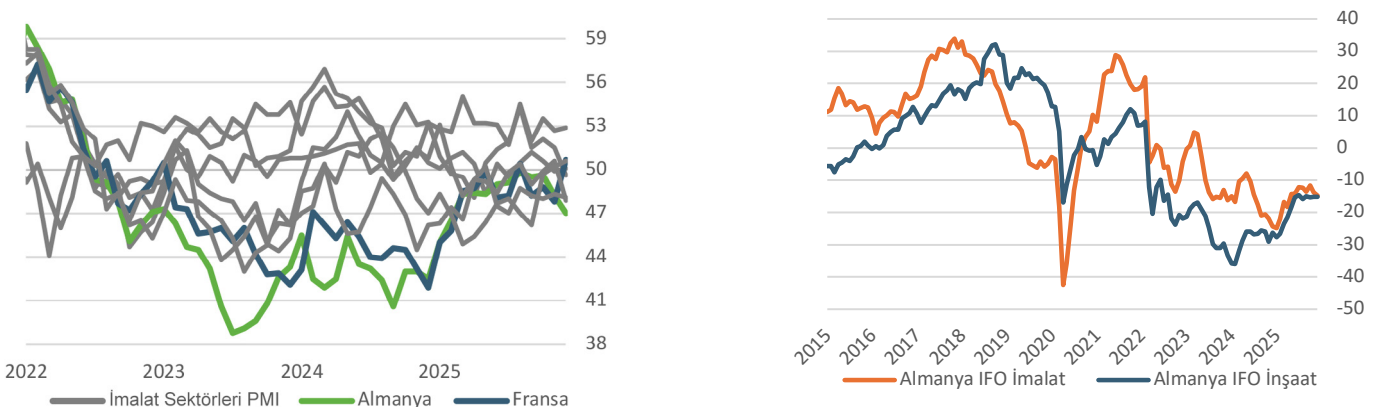
ECB'den yakın dönemde sunulan güncel mesajlar da ekonomik değişkenlerle para politikası duruşunun tam dengede olduğunu teyit ederken, 2026 büyüme beklentilerinin %1,4 seviyesine doğru yukarı yönlü revize edilebilmesi de bu iyimserliği teyit etmekte.

Önümüzdeki dönemde odaklanılacak nokta, Avrupa Birliği'nin duyurduğu ve doğrudan tahvil ihraçları ile finanse edilecek €800 milyarlık savunma harcama paketi ile Almanya özelinde gündeme gelen €500 milyarlık altyapı paketleri kapsamındaki gerçekleştirmeler olacak. Toplamda 10 yıla yakın vadeye yayılacağı öngörülen ve jeopolitik gelişmeler ışığında kapsamının genişletilmesi gerekebileceği değerlendirilen bu paketlerin dolaylı etkiler ile birlikte bölge ekonomisine yıllık +%1 üzerinde katkı sağlayabileceği umuluyor.

Ancak kısa vadeli haber akışının beslediği bu ümitvar tabloya rağmen, arka planda süregelen yapısal sorunların kısa vadede ortadan kalkması da beklenmemeli. Rusya-Ukrayna savaşı sonrası ortaya çıkan enerji tedarik kaygıları neticesinde yeşil dönüşüm hedeflerinin askıya alınması, elektrikli araçlar kaynaklı olarak otomotiv sektöründe yaşanan dönüşüm, küresel ticaret koşullarına ve navlun bedellerine yüksek hassasiyet, bölge içi sektörel ve ülke bazlı ayrışmaların çok yüksek olması, ve yapay zeka gibi yenilikçi alanlarda geri kalınması sebebiyle yatırım görünümünün ve fiyatlamaya beklentilerinin erozyona uğrama riskleri devam etmekte.

Alt detaylara inildiğinde, perakende harcamaların Euro Bölgesi ekonomilerinde Euro kullanmayan ülkelere kıyasla görece zayıf ilerlemesi, istihdamda ve maaş artışlarında iç talebi tetikleyebilecek boyutta bir toparlanma izlenmemesi, yatırım aktivitesinin sadece makine-teçhizat değil inşaat tarafında da zayıflığı, ve konut piyasalarında değerlemelerin iyileşmemesi öne çıkmakta. Ancak güven anketlerindeki kötüye gidişin sona ererek toparlanma beklentilerine işaret etmesi yine de olumlu.

Euro Bölgesi imalat sektörleri toparlanması yavaşladı; Almanya'da reel sektör olumsuz ayrışıyor:



Kaynak: SPGlobal

Çin

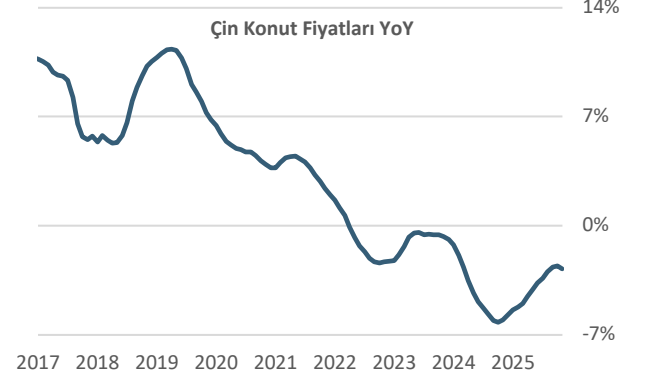
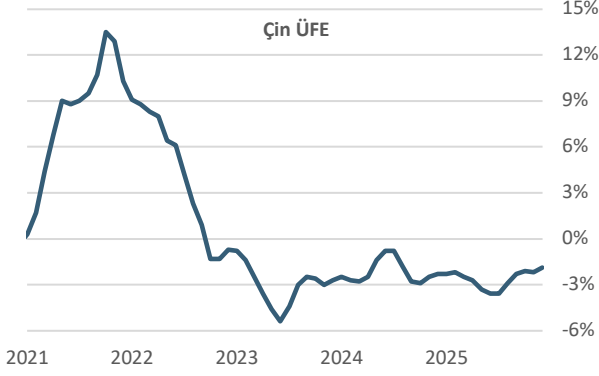
Çin’de 2024 ve 2025 boyunca devreye alınan parasal ve mali pek çok farklı destek ve teşvik adımına rağmen aktivite görünümündeki bozulma 2025 4. çeyrek itibarıyla hala devam ediyor. Çin ekonomisinin 2025 yılını %5’lik resmi büyüme hedefini sınırdan tutturan olmasa, yılın ikinci yarısında izlenen bozulma hesaba katıldığında 2026 hedefleri üzerinde risk yaratmakta. Çin Komünist Partisinin 5 yıllık program kapsamında %5 hedefini gütmeye devam edecek olmasına rağmen, uluslararası resmi kurumların beklentileri %4,5 seviyesine doğru gevşeme riskine işaret ediyor.

Güncel verilerin detayına inildiğinde, Çin sanayi üretiminin vasat bir büyüme temposuyla ilerlemesi, iç talepteki yavaşlama neticesinde büyüme oranlarının Covid sonrası en düşük seviyeye gerilemesi, sabit sermaye yatırım harcamalarının derin daralma bölgesine düşmesi, konut fiyatlarının 4 senedir aylık düşüşünü sürdürmesi, ve işsizlik oranında izlenen artış trendi dikkat çekmekte.

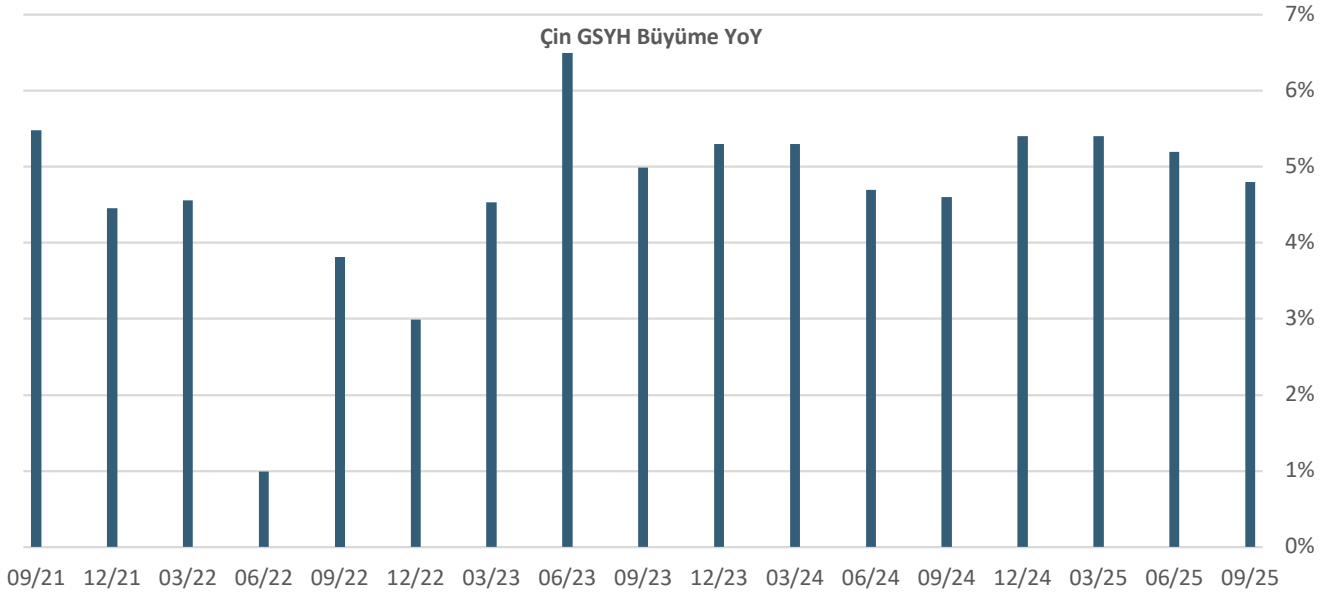
Hatırlamak gerekirse, Çin devleti faizler ve likidite tarafında son 2 yılda attığı adımlara ek olarak 2024 sonunda \$1,4 trilyon değerinde bir dizi Hazine ve Maliye önlem paketi duyurmuş ve yerel yönetimlerin borçlanabilmelerinin önünü açmayı, konut piyasasındaki atıl stoğun eritilmesini ve fiyatların yeniden artmaya başlamasını, ve hane halkını destekleyecek sosyal programlara kaynak yaratmayı hedeflemişti. Tasarlanan önlemlerin uzun vadeli olması ve özellikle konut piyasasındaki problemlerin büyüklüğü ışığında hızlı bir çözüm süreci beklenmese de, iç tüketimde beklentiler kaynaklı iyileşmenin de kalıcı olamadığı gözlemlenmekte.

Çin’de temel problemler 2026 yılında da gündemde kalmaya devam edecek: İç talepteki zayıflık büyük şehirler istihdam verilerindeki bozulma kaynaklı olup konut fiyatlarındaki düşüş ile birleşince, Çin’deki gayrimenkul şirketlerinin problemlerinin uzun bir süre daha devam edeceği düşünülüyor. Çeşitli üretim alanlarına verilen teşviklerden ve biriken atıl kapasiteden dolayı Çin ÜFE’sinin ~3 yıldır eksi seviyede ilerlemesi söz konusu, ancak bu durum ticaret kısıtları sebebiyle küresel tüketici enflasyon görünümüne ve talebe birebir yansıyamıyor. Devletin hem parasal hem de mali taraftan desteklerini sürdürmesi ışığında Yuan’da değer kaybı izlendiği için sermaye akımları risk altında. Nihayetinde bu tablo, Çin’in %5’lik resmi büyüme hedefine dair risklerin de canlı kalacağını düşündürüyor.

Çin'de iç talep koşulları ve geçmiş birikmiş stoklar sebebiyle enflasyon baskıları izlenmiyor; bu durum iç talepteki zayıflığı besliyor:



Kaynak: Bloomberg



Fiyatlamalar

Küresel finansal piyasalarda 2024 yılına damga vuran ve en fazla belirsizlik yaratıp fikir ayrılığına sebep olan Fed faiz patikası konusu 2025 yılında belirgin bir netliğe kavuştu. ABD'nin Trump başkanlığı ile birlikte uygulayacağı ticaret ve yatırım politikalarının enflasyonu ilk etapta korkulduğu şekilde olumsuz etkilemeyeceğinin idrak edilmesi akabinde talep görünümünün gevşemesi, istihdam piyasasının zayıflaması, ve devlet kurumlarının kapanması birleşince, Fed'in tartışmasız biçimde faiz indirebilmesinin önü açılmış oldu. Bu durum Başkan Trump'ın politik görev onayı kaygılarıyla iç talebi desteklemek için faiz indirim çağrılarının da yanıtlanabilmesine olanak sağladığı için, Fed'in bağımsızlığına ve Fed Başkanının görev süresine dair tartışmaları da dengeleyici nitelikte evrildi. Dolayısıyla Fed'in faiz indirimlerine 2026 yılında en az 2 adet ile devam edeceğine ve sonrasında atanacak yeni Başkan'ın da güvercin bir yaklaşım benimseyeceğine dair şu an itibarıyla piyasada netlik var. Bu tablo, ileri vadeli swap faiz fiyatlamaları ile uzun vadeli tahvil getirilerindeki oynaklığı sınırlayıcı nitelikte.

Benzer şekilde diğer küresel merkez bankalarının uygulamalarında da 2026 yılında 2025 ve 2024'e kıyasla belirgin bir netleşme izlenmekte. Avrupa Merkez Bankası ECB enflasyon hedeflemesi ile büyüme beklentilerini bütünüyle dengelediği için politika faizini %2 seviyesinde tutmaya devam edecek. İngiltere Merkez Bankası BoE istihdam piyasasındaki gevşemenin sürmesi ve küresel ticaret kaygıları ile vergilerin enflasyon etkilerinin geride kalmasına bağlı olarak Fed'e benzer şekilde faiz indirmeye devam edecek. Küresel piyasaların genelinde hakim olan bu gevşeme eğilimi yalnızca kendi enflasyon döngüsünde gecikmeli adım atan Japonya merkez bankası BoJ tarafında paylaşılmamakta. BoJ'dan 2026 yılında piyasaya paralel biçimde 2 adet daha faiz artışı beklerken, reel faizin hala negatif olması ve mali politikada atılacak genişlemeci adımlar ışığında Yen'de korkulan aksine seri değerlenme oluşmayacağını yorumluyoruz. Bu durum küresel piyasalarda endişe edilen riskleri de sınırlayıcı nitelikte etki yaratabilir.

Dolayısıyla 2026 boyunca Fed'den ve BoE'den 2'şer adet daha faiz indirimi, BoJ'dan 2 adet faiz artışı, ve ECB tarafında ise yatay seyir öngörmekteyiz. Faiz beklentilerimiz üzerindeki riskler Fed'in 3 adet faiz indirimi ve ECB'den sene sonunda faiz artışının gündeme gelmesi şeklinde evrilebilir.

İşte bu tabloda, döviz kurları tarafında hem küresel ticaret hadleri hem de Dolar endeksi üzerindeki belirleyiciliği yüksek olan EUR/USD paritesi üzerindeki riskler tamamen dengeli görünmekte. ABD ve Euro Bölgesi arasında büyüme tempoları ve ileri vadeli faiz farkı fiyatlaması ışığında hem finansal akımlar, hem de ticari ve yatırım akımları üzerinden aşağı yönlü riskler sınırlı görünürken, yukarı yönlü baskıların ise jeopolitik sebeplerle sınırlanacağı kanısındayız. Bu görüşümüzde ABD'de Trump'ın ticaret odaklı politikaları hız kazanırken çok değerli Dolar arzulanmayacağı yanında, Euro'nun fazla değerlenmesinin de enflasyon kaygılarını gündeme getirebileceği yorumumuz etkili.

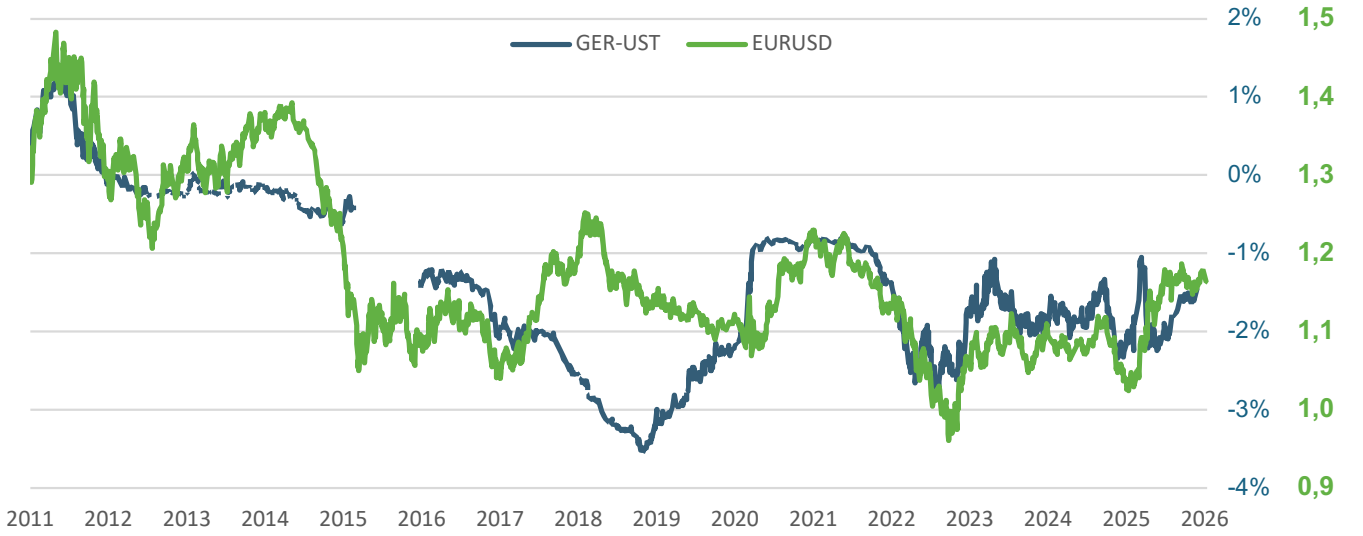
EURGBP paritesi tarafında İngiltere'de ekonomik aktivitenin hız kesmesine rağmen enflasyonu besleyen maaş artışlarının görece yüksek devam etmesi BoE'den faiz indirim beklentilerinin ötelenmesine sebep olmuştu. Ancak İngiltere ekonomisinden gelen son verilerin yavaşlama sinyallemesi ve faiz indirimlerinin daha rahat fiyatlanması ışığında, EURGBP paritesinde artık belirgin bir düşüş beklemiyoruz.

Emtia piyasalarında Çin ÜFE'sinin eksi olması, Çin talep görünümünün zayıf olması, küresel ticaret hacimlerinin Euro Bölgesi imalatı ve Çin talebi kaynaklı zayıf ilerlemesi ışığında belirgin değer artışları beklemiyoruz. Petrol özelinde, OPEC+ tarafından fiyatları desteklemek iç gelen tüm hamlelere rağmen arz kesinti yükünün tamamının Suudi Arabistan'ın sırtına binmesi nedeniyle süreci sürdürülebilir bulmuyoruz. Bunlara ek olarak Brent petrol fiyatının Rusya-Ukrayna, Ortadoğu, ve Uzakdoğu kaynaklı tüm risk faktörlerine rağmen 2025 boyunca \$80/ varil seviyesinden \$60'a kadar gerileyebildiğini hatırlamakta fayda var. 2026 başı itibarıyla takip edilen küresel jeopolitik gündemde ısınma emareleri olsa da, petrol arzının yüksek, stokların dolu ve talebin zayıf olmasından yola çıkarak fiyatlarda diğer endüstriyel emtialarda olduğu gibi herhangi bir ralli beklemiyoruz.

Küresel enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü riskler Çin'de 2025 boyunca atılan ve 2026'da devam edecek parasal teşvik adımlarının gecikmeli etkileri, Trump politikalarının ikinci etap yansımaları, ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı olarak belirecek olursa, faiz indirimlerinin ertelenmesi de gündeme gelebilir. Buradaki dengenin yönetilebilir olacağını varsaydığımız için, emtia fiyatları konusundaki tahminlerimizden endişe etmiyoruz.

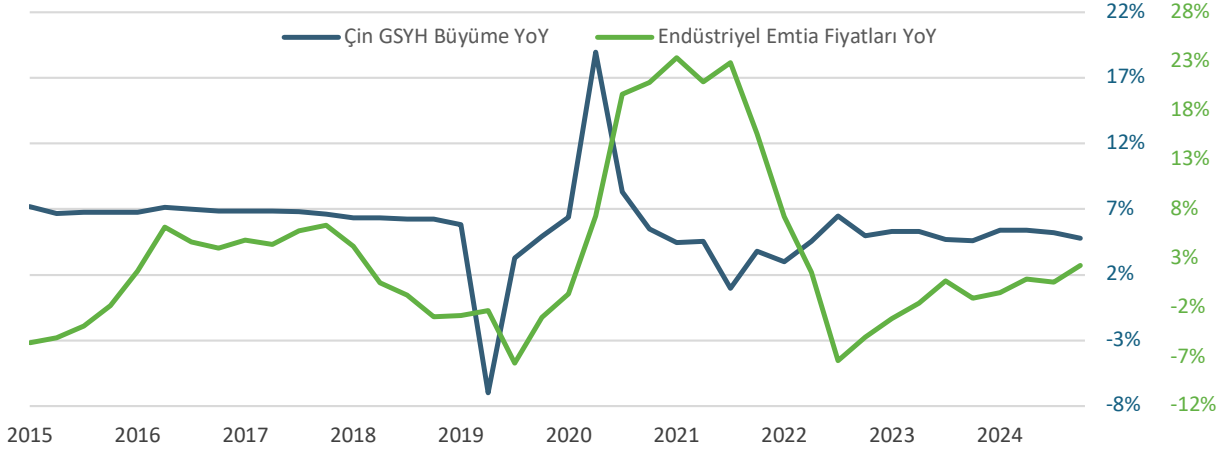
Altın tarafında hem küresel reel faiz getirilerinde büyük bir yükseliş beklemediğimiz hem de küresel jeopolitik risk unsurlarında ısınma başladığı için yönlü düşünmeye devam ediyoruz. Bu beklentimizde altının portföylerdeki çeşitleme cazibesinin artmaya devam etmesi, fiyatın 2025 öncesinde diğer varlık sınıflarına kıyasla gecikmiş performansı, küresel merkez bankaları alımlarının devam etmesi, Bitcoin/Altın oranının hala yüksek olması, ve önümüzdeki süreçte imalat sanayi talebinin dipten toparlanmaya devam etmesi etkili olmakta.

EUR/USD paritesinde küresel faiz ve büyüme beklenti farkları sebebiyle 1,15-1,20 arası seyir öngörüyoruz:



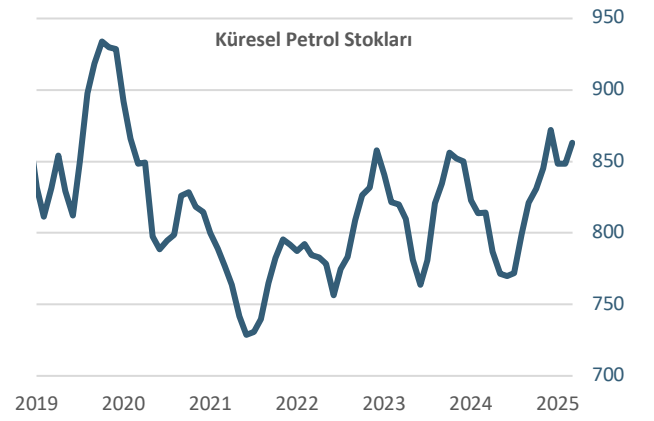
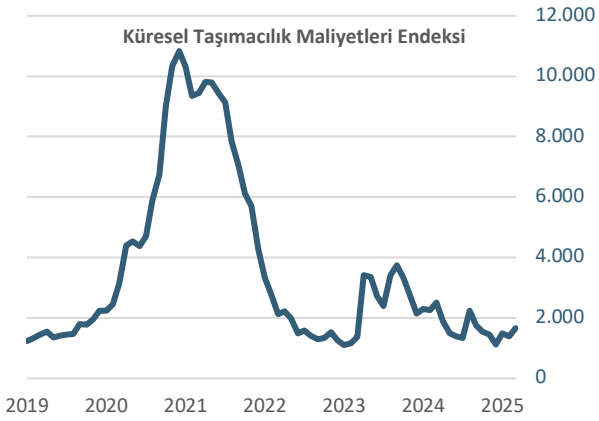
Kaynak: Bloomberg

Başta Çin olmak üzere küresel talep koşulları endüstriyel emtia fiyatlarını destekleyebilecek tempoda ilerlemiyor.



Kaynak: Bloomberg

Jeopolitik riskler navlun maliyetlerini yükseltse de emtia fiyatları talep baskısı altında. Petrol tarafında arz-talep dengesi stokları eritememekte.



Kaynak: Bloomberg

Türkiye Makroekonomik Görünüm

Ekonomik Aktivite

2025 yılı ekonomik aktivitenin beklentilere kıyasla sürpriz biçimde dayanıklı kaldığı bir yıl olarak kayıtlara geçti. Enflasyonla mücadele kapsamında TCMB'nin uyguladığı yüksek faiz politikası, yurt içi talebi dezenflasyon hedefi ile tutarlı biçimde soğutmak için kredi büyümesine karşı uygulanan selektif kısıtlar, asgari ücret artışının gerçekleşmiş %44 enflasyona kıyasla yıl sonu enflasyon hedefini baz alarak %30 seviyesinde tespit edilmesi, liralasma hedefleri doğrultusunda TL tasarruf tercihinin makro-ihtiyati adımlar desteği ile cazip kılınması, ihracatçı-üretici kesimlerden gelen çağrılara rağmen TL'de reel değerlenme sürecinden taviz verilmemesi, ihracat pazarlarımızdaki ekonomik durgunluk, kamu mali dengesinin hem tahsilat hem de faiz dışı harcamalar üzerinden iyileşmesi, ve sene boyunca gerçekleşen onca iç siyasi sürprize ve buna bağlı piyasa oynaklığına rağmen, GSYH yıllık büyüme oranı yalnızca sene başındaki beklentilere (~%2,5) değil, 2024 yılı kapanışına (%3,3) kıyasla da yükselme sergileyebildi (3. Çeyrek sonu itibariyle +%3,6).

Büyüme temposunun bu şekilde hızlanmasında TÜİK'in 2. Çeyrek verileri itibariyle geçmiş serilerde gerçekleştirdiği AB standartları ile uyumlu kapsamlı revizyonlar da etkili oldu. Ancak yine de temponun yeni serilerle bile 3. Çeyrek itibariyle de hızlanmaya devam etmesi yukarıdaki karşıt faktörler ışığında şaşırtıcı.

Büyüme temposunda izlenen bu sürprizler TCMB'nin çeyreklik paylaştığı çıktı açığı tahminlerini de düzenli revize etmesine sebep olurken, sürprizin nereden kaynaklanmış olabileceğine dair getirilen en makul açıklamalar:

- Yüksek kupür yokluğunda banknot kullanımının azalmasına bağlı olarak artan kredi kartı kullanımı neticesinde kayıt dışılığın azalması
- Şirketlerin e-faturaya geçiş süreçlerinin büyük ölçüde tamamlanması ile birlikte farklı sektörlerde raporlanan ciroların da belirgin artış göstermesi

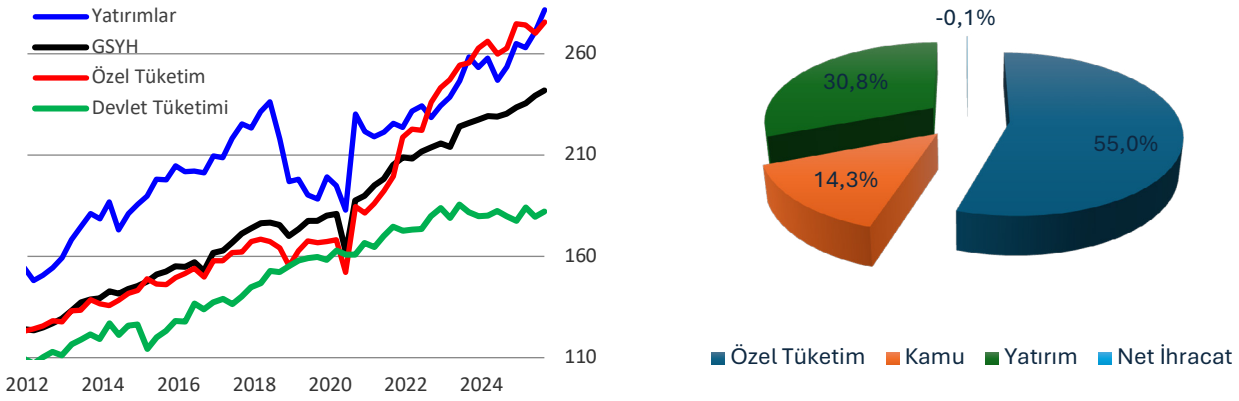
Bu faktörler, geçmişte de var olan anca kayıt dışılık sebebiyle sağlıklı raporlanamayan talebin artık tüm unsurlarıyla veriye yansımaya başladığına ve bu süreçte büyümenin geçmiş yıllara kıyasla daha yüksek açıklanma eğiliminin bu dönemde arttığına işaret ediyor.

Önümüzdeki dönemi düşündüğümüzde, 2025 enflasyon gerçekleşmesinin sene içerisinde birden fazla kere revize edilen tahminlere kıyasla daha yüksek açıklanması, revize edilen çıktı açığı tahminlerinin hala hedeflenen dezenflasyon patikası ile tutarlı seviyelere gevşememesi, enflasyon beklentilerinin yalnızca hanehalkı ve reel sektör değil piyasa katılımcı anketlerinde bile 2026 sonu hedeflerine kıyasla yüksek kalması, enflasyondaki gerilemeye paralel olarak finansal koşullardaki sıkılığın da kaçınılmaz olarak gevşeme göstermesi, ve finansal istikrara dair göstergelerin geçmiş örneklerdeki gibi kaygı verici seviyelere yükselmemesi sebebiyle ekonomi yönetiminin koşulları "göreceli sıkı" tutma meylinin devam edeceğini değerlendiriyoruz.

Özellikle kredi kısıtları tarafında, enflasyonun %40'lardan <%30 altına inmesi ile beraber bankalara uygulanan aylık kredi büyüme sınırlarının kısıtlayıcı etkisi efektif olarak erime gösterecek. Zaten kısıtlara tabi olmayan alanlarda (ihracat, tarım, savunma, istihdam odaklı yatırımlar, KOBİ destekleri, vb) uygulanan istisnaların sunduğu büyüme alanı ve kısıta tabi alanlarda izin verilen büyüme ile birlikte toplam kredi büyümesi %40+ üzerinde oluşarak uzun bir süredir reel olarak pozitif bölgede. Dolayısıyla bu temponun korunduğu ama dezenflasyonun arzu edildiği ölçüde oluşmadığı bir senaryoda, bu alanlarda görece sıkılaşma düzenlemelerinin gündeme gelmesi de şaşırtıcı olmaz.

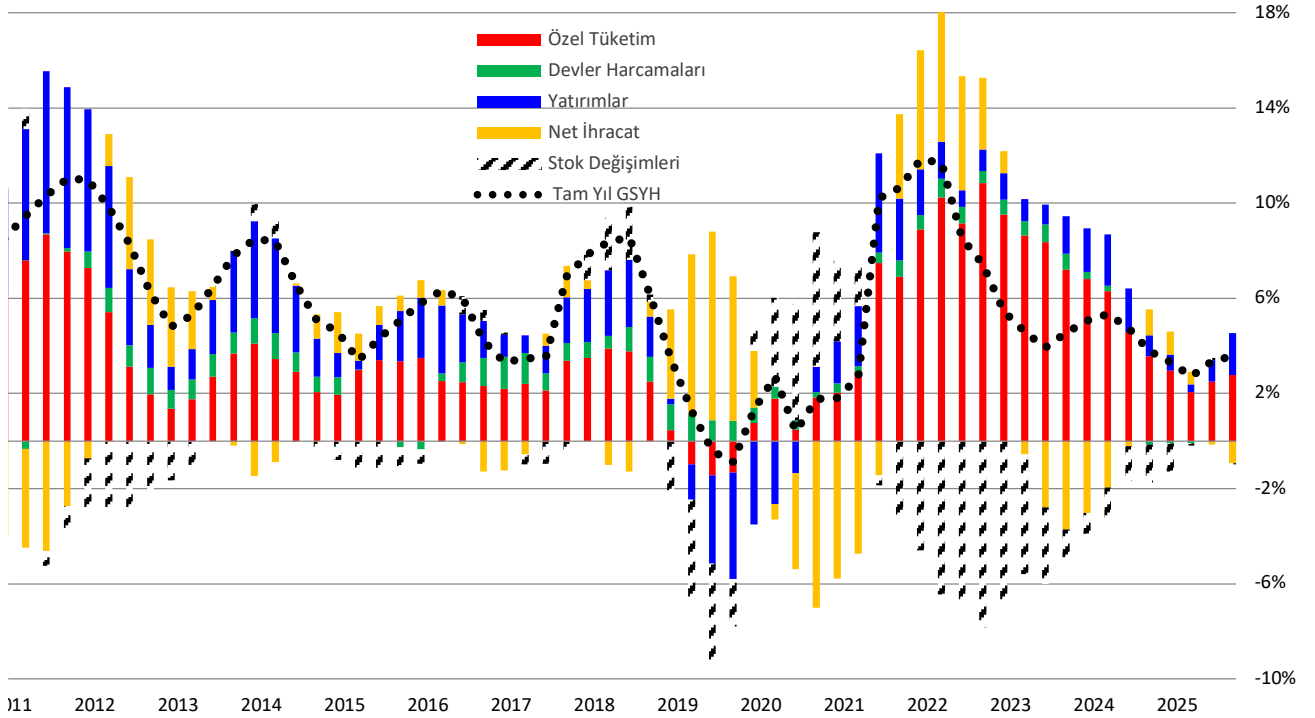
Önümüzdeki döneme dair olumlu bir gelişme, büyümenin alt kırılımlarında yatırımlar lehine izlenebilir. TÜİK'in yeni serileri ile özel tüketimin (ve dolayısıyla stok erimesinin) ağırlıkları azaldığı için, yatırım harcamalarının toplam içerisindeki payı artmış durumda. Elbette bu tabloda son yıllarda 2023 deprem felaketi sonrası kamu desteğiyle gerçekleştirilen inşaat yatırımlarının da etkisi belirleyici olabilir, ancak enflasyondaki gerilemeye paralel olarak finansman maliyetlerinin de gevşemesi ile birlikte beklenen makine-teçhizat yatırımları da önümüzdeki yıllarda hızlanarak devreye girebilir.

Özel tüketim pandemiden bu yana diğer harcama kalemlerinden daha fazla arttığı için, büyüme kompozisyonu da tüketim ağırlıklı olarak evrildi; son 2 yılda deprem sonrası yeniden yapılanma kaynaklı yatırım artışı söz konusu:



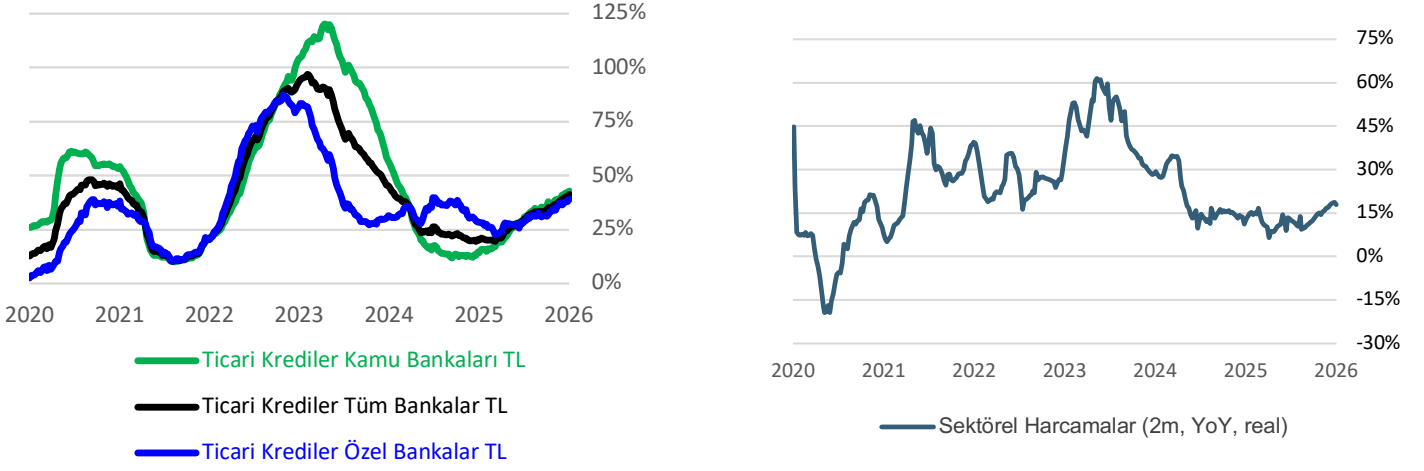
Kaynak: TÜİK

İç tüketimin büyümeye katkısı hiç olmadığı kadar yükselmişti; son çeyreklerde yeniden hızlanma var:



Kaynak: TÜİK

Alınan dengeleyici önlemler neticesinde krediler reel olarak daralıyordu; son dönemde hem kredi büyümesi hem de kredi kartı harcamaları yeniden toparlanmaya başladı:



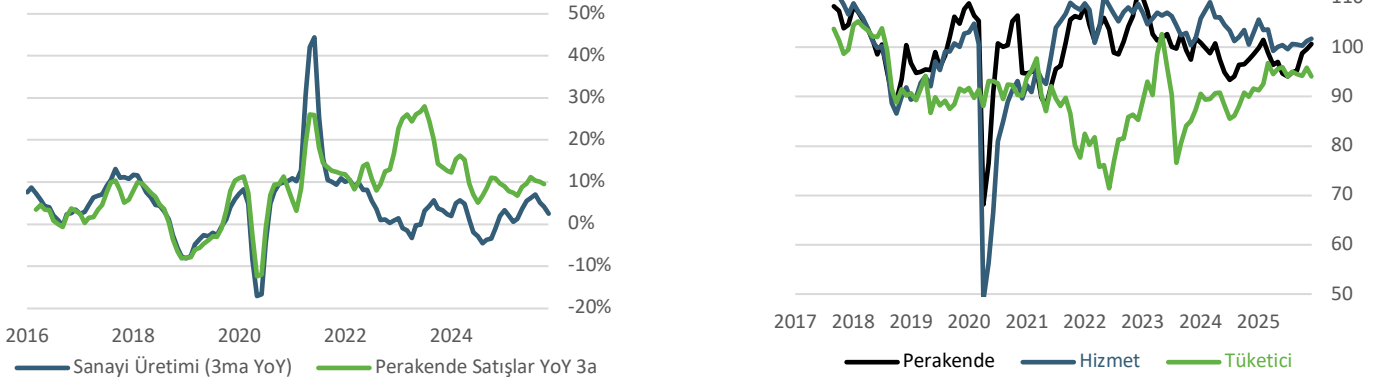
Kaynak: TCMB, BDDK

Büyüme verisine üretim alt kırılımları bazında bakıldığında ise, tarım sektörü üretimindeki daralmaya karşın inşaatteki dayanıklılık (deprem sonrası yapılaşma) ve gayrimenkul sektöründeki istikrar (kira + alım/satım gelirleri) öne çıkıyor. Reel kredi büyümesinin yeniden pozitive dönmesi ardından finans/sigortacılık sektörünün katkısı da artan biçimde pozitif. Yıllık bazda bakıldığında ise tarımdaki daralmanın aksine inşaat, sanayi, finans ve gayrimenkul yine ön planda, bunlar arasında üretim kalemleri arasındaki ağırlığı ile enflasyona en fazla talep yönü katkı sağlayan sektör yine gayrimenkul.

Üretim tarafında sanayi üretiminin alt kırılımlarına inildiğinde büyümenin tüm sektörlerle eşit yansımadığı ve farklı sektörlerdeki dönemsel/mevsimsel etkiler ötesinde savunma sanayi üretimini içeren "diğer ulaşım" kategorisinin sene başından bu yana diğer sektörlerden olumlu ayrışarak toplama kendi ağırlığına kıyasla en yüksek katkısı gerçekleştirdiğini görüyoruz. Dolayısıyla sanayi üretimi ile kuvvetli seyreden perakende satışları arasındaki fark, üretimden bu sektörü ve tüketimden de mücevher/saat kategorisini hariç tuttuğumuzda dahi yüksek seyrediyor. Aynı tutarsız durum, perakende satışlar – motorlu taşıtlar hariç toptan satışlar arasında da ortaya çıkmakta. Normalde böyle bir tablo stokların belirgin şekilde eridiği veya ithalatın artmış olması gerektiği şeklinde yorumlanır, ancak o değişkenlerde de bu farkı açıklayabilecek boyutta değişimler yok.

Öncü kabul edilen anket göstergeleri ise sene boyunca iç siyasi gelişmeler neticesinde uygulanan ek parasal sıkılaşıma ve finansman kısıtlarına rağmen genel anlamda dayanıklı kalabildi. İnşaatla kıyasla hizmet, reel sektör ve tüketici anketlerinde daha belirgin olan bu dayanıklılığı da parasal ve mali koşulların faiz indirimlerine rağmen genelde sıkı kalmış olması ışığında sorgulamaktayız. Tüketicilerin gelecek döviz kuru ve enflasyon endişeleri hafifleyip tasarruf etmenin getirisi hala cazip seviyelerde bulunduğu için, tüketim talebinin öne çekilmesine gerek olmadığını düşünüyor ve bu sebeple perakendeci güvenini şaşırtıcı buluyoruz.

Üretimdeki göreceli zayıflık ve tüketici güveninin tarihsel ortalamaların altındaki seyrine rağmen tüketimde toparlanma emareleri var, bu durumun kalıcı olmasını beklemiyoruz:

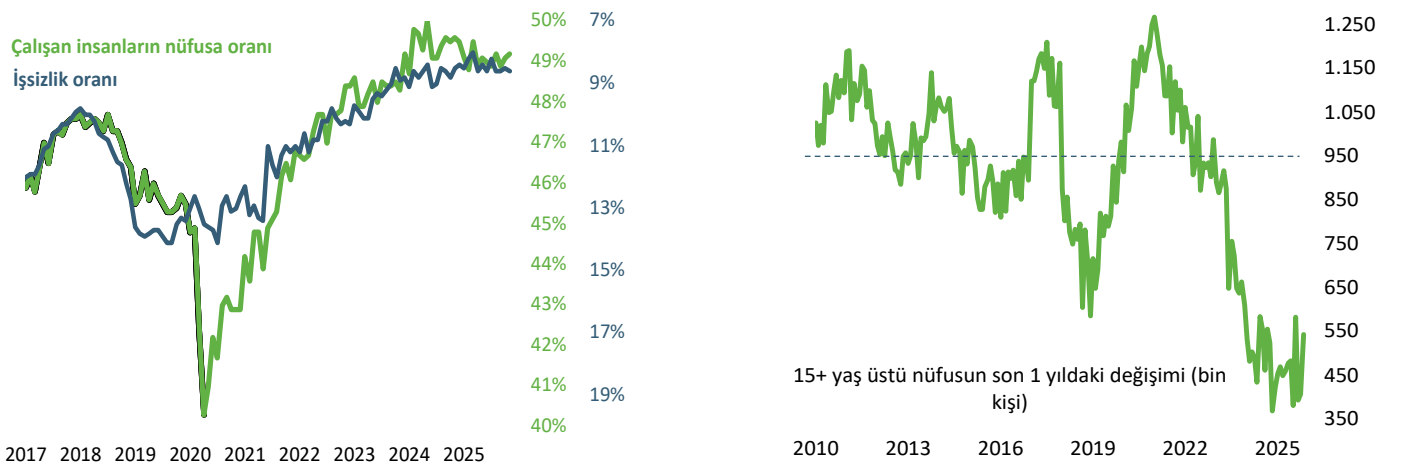


Kaynak: TÜİK

Reel sektör aktivitesinin tekil sektörler haricinde baskı altında olduğuna işaret eden ve perakende harcamalar ile tutarlı olmayan bu tablo istihdam tarafında da teyit edilmekte. Toplam istihdamda Covid şoku sonrası başlayan toparlanma artık duraksamaya uğrarken, işsizlik oranı ise nüfusa oranla yeteri kadar istihdam yaratılmadan gerileme sergilemekte. Normal şartlar altında işgücüne katılım oranının gerilemesi ile oluşabilecek bu durum, mevcut dönemde nüfus artış hızındaki gerileme ile maskelenmekte. Dolayısıyla geçmişte olduğu gibi yalnızca işgücüne katılım oranına bakarak yapılan yorumlar, nüfus artış hızının gerilemesine rağmen hala nüfusa kıyasla yeterli istihdam yaratılmadığını ortaya çıkarmakta yetersiz olabilir.

Özetle, enflasyonla mücadele kapsamında büyüme temposunda ve kompozisyonunda dengelenmeyi sürdürme amacıyla izlenen sıkı politikaların 2026 boyunca ekonomik aktivite üzerinde baskı yaratmaya devam etmesini ve bu doğrultuda finansmana erişime ve finansman maliyetlerine hassasiyeti yüksek olan sektörler üzerindeki baskının özellikle 2026 ilk yarıda sürmesini bekleriz. Dengelenme sürecinin maliyeti, enflasyon baskısının ön planda olduğu hizmetlerden ziyade reel sektör üzerinde ve özellikle de finansal sağlığı zayıf olan şirketlerde bu alanlardaki istihdamda daha yoğun hissedilebilir.

İşsizlik oranı yalnızca işgücüne katılım ile gerilemedi, istihdam da yaratıldı; ancak bu oranlara “nüfus artış hızının” tarihi dibe çökmesi de destek oldu:



Kaynak: TÜİK

Dış Denge

Enflasyonla mücadele kapsamında büyüme kompozisyonunu iç tüketim aleyhine dengelemek maksadıyla atılan tüm adımlar ve finansal koşulların sıkı korunması ekonomik aktivitenin varsayıldığı kadar yavaşlamaması ile sonuçlanmış olsa da, cari açıkta talep göstergelerine kıyasla yalnızca ılımlı bir artış izlenmekte. Bu durum, güncel seriler ile mukayese edildiğinde benzer ortalama büyüme oranları için geçmiş yıllara kıyasla daha sınırlı cari açık verilebildiğini düşündürüyor.

Büyüme – Cari açık ilişkisinde izlenen bu kaymada, tıpkı sanayi üretiminde olduğu gibi ihracatta da katma değerli üretimin payının artmaya devam etmesi, turizm gelirlerinde izlenen toparlanma (yalnızca turist adedi değil, birim fiyatların da artması kaynaklı), başta petrol olmak üzere endüstriyel emtia fiyatlarının ılımlı seyri, tüketim malı ithalatının sınırlı artması, ve ihracat pazarlarımızda izlenen daralmaya ve TL'nin reel olarak değerlendirilmesine rağmen ihracat performansımızın korkulduğu kadar gerilememesi etkili olmakta. ABD Başkanı Trump'ın 2025 boyunca yürüttüğü gümrük tarife politikası ve ilgili müzakerelere bağlı olarak küresel talebin dönemsel olarak öne çekilmesi de ihracat performansına olumlu yansıyan etmelerden oldu.

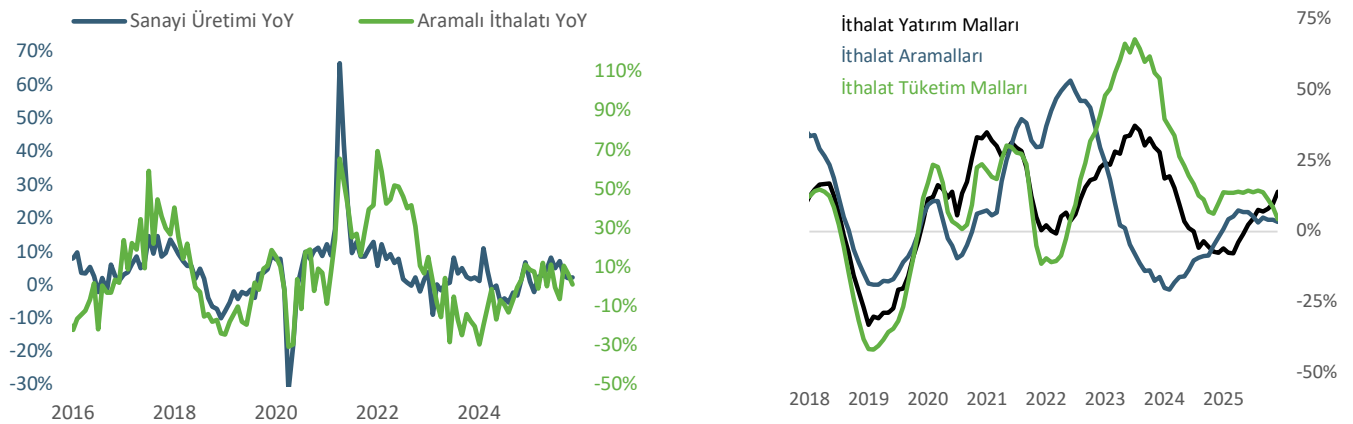
Bu tablo, perakende satışlarda izlenen dayanıklılığa ve büyümenin 2025 boyunca sürpriz yapmasına rağmen tüketim malı ithalatının artmaması üzerinden sürpriz kabul edilebilir.

2025 yılında ödemeler dengesi finansman tablolarında portföy akımları ve net hata noksan girişlerinden ziyade kredi/mevduat kaynaklı akımlar öne çıktı. Net hata noksan değişimlerinin sınırlı kalmasında geçmiş net hata noksan verilerinin turizm kaynaklı girişler lehine aşağı yönlü revize edilmeleri etkili olmuştu. Portföy akımlarının detaylarında ise, TL'nin yüksek faizini cazip bulan yabancı yatırımcıların tahvil ve hisse senedi alımları yerine carry kanalını tercih ettiklerini gözlemliyoruz. Bu eğilimin 2026 yılının ilk yarısında da sürmesini bekleriz.

Önümüzdeki dönemde yurt içi finansal koşullardaki göreceli sıkılığın devam etmesini ve başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında belirgin yükselişler öngörmediğimiz için cari açığın 2025 seviyelerinde yataya yakın ilerlemesini bekleriz. Bu tabloyu etkileyebilecek bir olasılık üreticilerin stok artırma meyilleri olabilir, ancak küresel ve yurt içi gelişmeler kapsamında bu olasılığı da düşük buluyoruz.

Turizm tarafında ise hem yabancı turist giriş sayıları, hem de kişi başı net turizm gelirleri geçmiş senelere kıyasla yavaş da olsa iyileşmeye devam ediyor. Dolayısıyla hem hizmet gelirleri tarafında, hem de petrol fiyatları kaynaklı olarak enerji giderleri tarafında, herhangi bir olumsuz sürpriz oluşmayacağını varsayıyoruz.

Aramalı ithalatının sanayi üretiminde hızlanma ima etmiyor; sanayi üretiminde tekil sektörler büyümede belirleyici:



Kaynak: TÜİK

Sanayi üretimi 2025/11 itibariyle – Savunma sanayi ve ilgili sektörlerin katkısı belirgin:

	Ağırlık	Aylık Üretim Değişimi %	Aylık İmalat Artışına Katkı	Sanayi Üretimi Artışında Pay	Yıllık Üretim Artışı %	Yıllık İmalat Artışına Katkı
Diğer ulaşım araçları	4,0%	23,4%	0,9%	0,8%	5,0%	0,2%
Bilgisayarlar, elektronik, optik	2,2%	15,7%	0,3%	0,3%	50,1%	1,0%
İçecekler	0,5%	7,7%	0,0%	0,0%	12,3%	0,1%
Deri ve ilgili ürünler	0,9%	7,5%	0,1%	0,1%	-4,9%	0,0%
Kayıtlı medyanın basılması ve çoğaltılması	0,7%	4,9%	0,0%	0,0%	1,4%	0,0%
Elektrikli teçhizat	5,0%	4,8%	0,2%	0,2%	12,7%	0,6%
Ana metal sanayii	6,0%	4,4%	0,3%	0,2%	6,4%	0,4%
Kauçuk ve plastik ürünler	4,3%	4,1%	0,2%	0,2%	2,8%	0,1%
Kimyasalların ve kimyasal ürünler	4,8%	4,1%	0,2%	0,2%	6,9%	0,3%
Diğer metalik olmayan mineral ürünler	7,4%	4,1%	0,3%	0,3%	13,8%	0,9%
Motorlu kara taşıtı, treyler ve yarı treyler	7,5%	3,1%	0,2%	0,2%	15,3%	1,0%
Ağaç, ağaç ve mantar	1,5%	3,1%	0,0%	0,0%	12,8%	0,2%
Mobilya imalatı	3,0%	2,5%	0,1%	0,1%	5,5%	0,2%
Diğer makine ve ekipman	4,5%	2,1%	0,1%	0,1%	-5,2%	-0,3%
Tekstil ürünleri	6,9%	1,7%	0,1%	0,1%	-7,7%	-0,6%
Makine ve ekipmanların kurulumu ve onarımı	3,5%	0,9%	0,0%	0,0%	1,8%	0,1%
Kağıt ve kağıt ürünleri	2,7%	0,9%	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%
Fabrikasyon metal ürünleri	8,6%	0,8%	0,1%	0,1%	9,1%	0,7%
Gıda ürünleri	14,3%	0,4%	0,1%	0,0%	-3,7%	-0,5%
Temel eczacılık ürünleri ve malzemeleri	2,0%	-1,2%	0,0%	0,0%	12,7%	0,3%
Diğer imalatlar	2,1%	-1,8%	0,0%	0,0%	-17,2%	-0,4%
Giyim eşyaları	4,2%	-2,4%	-0,1%	-0,1%	-25,3%	-1,3%
Kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri	2,9%	-3,1%	-0,1%	-0,1%	-4,1%	-0,1%
Tütün ürünleri	0,5%	-5,2%	0,0%	0,0%	7,9%	0,0%

Tüm bunlara ek olarak TL faizlerinin diğer gelişmekte olan ülke getirilerine kıyasla seviyesi ve döviz kurlarının istikrarlı bir şekilde yönetiliyor olması da TL cinsi varlıkları yabancı yatırımcılar için oldukça cazip kılmakta. Üstelik bu cazibe yalnızca carry kanalından sıcak para ve hisse/tahvil akımları olarak değil, Türkiye'nin kredi notunda beklenen iyileşmeler ve diğer yapıcı jeopolitik ilişkiler gibi haber başlıkları üzerinden orta-uzun vadeli kredi yatırımcılarına da davetiye çıkarmakta.

Dolayısıyla TCMB döviz rezervlerinde 2023 genel seçimleri sonrası başlayan, 2024 yerel seçimleri ardından hızlanan, 2025 yılında sürpriz iç siyasi gelişmelerle duraksasa da kontrol altında tutulabilen toparlanma sürecinin önümüzdeki dönemde herhangi bir makro-finance istikarsızlık yaratmadan devam etmesini beklemekteyiz. Bu noktada izlenebilecek bir değişim, döviz rezervlerinin yeterli ve makul bir seviyeye ulaştığına karar getirilmesine bağlı olarak geçmişteki kadar yüksek faiz uygulama ihtiyacının hafiflemesi ışığında TCMB'nin faiz politikası tarafında daha da esnek hareket edebilmesi olabilir. Ancak büyüme temposunun dayanıklı ilerlemesi ve enflasyon beklentileri tarafında risklerin devam etmesi sebebiyle bu ihtimali şimdilik uzak buluyoruz.

Fiyat Gelişmeleri

Enflasyona dair beklentilerimiz, ekonomi yönetiminin söylemlerini ve ekonomi politikalarının sürekliliğini baz alan bir dizi varsayım ışığında şekillenmekte. Bu varsayımlar:

- Genel iletişim ve yaklaşım tarafında şeffaflık, öngörülebilirlik ve hesap verebilirlikten taviz verilmeyeceği
- Geçmiş uygulamaların ve mevcut dönüşümlerin teyit ettiği şekilde yurt içi tasarruf sahipleri ve yurt dışı yatırımcılar tarafından kabul gördüğü bilinen ve "Ortodoks" diye tabir edilen para ve maliye politikalarından uzaklaşmayacağı
- Para arzı gelişmeleri üzerinde belirleyiciliği yüksek olan kredi büyümesine karşı atılan kısıtlayıcı adımlardan erken vazgeçilmeyeceği
- Yeniden dengelenme sürecinde tüketicilerden ziyade üretici kesimlerin öncelikli destekleneceği
- Yurt içi ekonomik aktivitede beklenen yavaşlamayı dengeleme maksadıyla geçmişte uygulandığı gibi gelir dağılımını ve varlık fiyatlarını orantısız etkileyecek girişimlere başvurulmayacağı

Varsayımlarımızdan herhangi bir sapma yaşanmaması durumunda, enflasyonun 2026 yılının genelinde geçtiğimiz seneki öngörülerimize paralel gerilemeye devam etmesini beklemekteyiz.

2025 yılı fiyat gelişmelerini değerlendirdiğimizde, sene sonu enflasyonun kritik (ve psikolojik) %30 eşiğinin ve sene başındaki %25-30 bandındaki piyasa beklentilerin üzerinde oluşmasında öngörülmesi bir dizi faktörün belirleyici olduğunu değerlendiriyoruz. Bu değişkenler sırasıyla Mart ayında yaşanan iç siyasi belirsizliklerin yarattığı piyasa oynaklığı, gıda fiyatları üzerinde etkili olan zirai don, kuraklık, ve hayvan şap hastalığı gelişmeleri, ve sene ortasında gerçekleşen yüksek enerji fiyat zamları olarak sıralanabilir.

İç siyasi gelişmeleri ve iklimsel koşulları sene başında ön görmek zor olsa da, 2026 yılında benzer sürprizler yaşanmayacağını ve kamu maliyesi tarafında da dezenflasyon hedefi ile tutarlı bir yaklaşım benimseneceğini varsaydığımız senaryoda, enflasyonun mevcut piyasa tahminlerinin altına gerileme olasılığını yüksek buluyoruz.

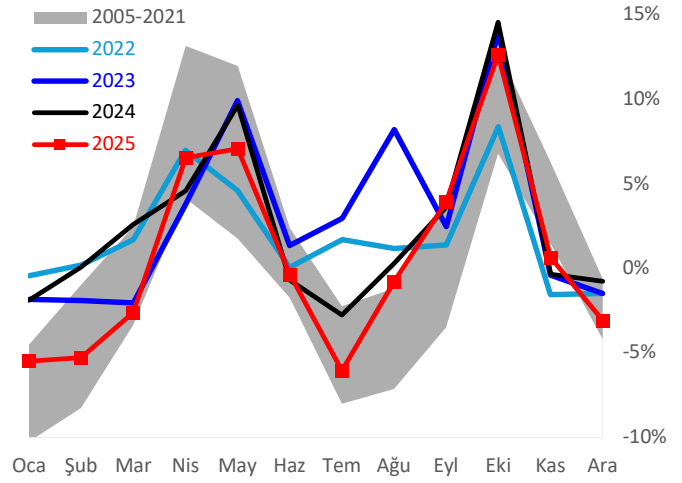
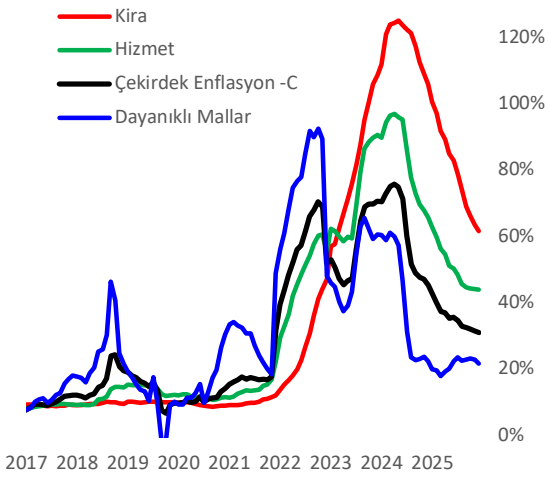
Bu gerilemede iç tüketim talebi üzerindeki sıkılaştırıcı para ve maliye politikası yaklaşımının, döviz kurlarındaki istikrarlı seyrin enflasyona geçişkenliği sınırlamasının, ithalat ve hammadde fiyatlarındaki zayıflığın, dış denge kaynaklı herhangi bir finansman riski oluşmamasının, ve kamu maliye yönetiminin tamamının dezenflatif etkiler yaratacak olması belirleyici olacaktır. Ayrıca geçmiş enflasyona endeksli kira ve eğitim fiyatları gibi kalemlerdeki değişimlerin de zamana yayılı biçimde hafifleme göstermesi sürecektir. Bu olumlu faktörlere karşın yapışkanlık arz eden enflasyon beklentileri ile bozuk fiyatlama davranışlarının ve özellikle gıda tarafında kendini gösteren arz kaynaklı risklerin ise yukarı yönlü baskılara sebep olması söz konusu olabilir. Ancak tüm faktörleri bir arada değerlendirdiğimizde, beklentimiz aşağı yönlü baskıların nette belirleyici olacağı yönünde.

Siyasi erk ile ekonomi yönetiminden son dönemde gelen tüm açıklamalar, asgari ücret tespitinden kamu maliyesinde harcama ve borçlanma konusunda verilen mesajlara kadar bütünüyle dezenflasyon hedefine vurgu yapmakta. Dolayısıyla sene içerisinde şimdiden ön görülemeyecek farklı riskler oluşması durumunda da iradenin yine enflasyonla mücadeleyi önceliklendirecek şekilde ortaya konulacağını varsayıyoruz.

Ürün ve mal gruplarında izlenecek fiyat dinamiklerinde, kredi kısıtlarının dayanıklı tüketim malı talebini ve stok finansman maliyetine maruz kalan reel sektör şirketlerini etkilemesi belirleyici olmaya devam edecektir. Tüketicilerin beyaz eşya, elektronik, mobilya gibi yüksek etiket fiyatlı ürünlere kredisiz ulaşmasının zorluğu ve üreticilerin de kredi yokluğunda işletme sermayesi ihtiyacını hafifletmek için stok eritmeye zorlanarak fiyatlarda indirime gitme ihtiyacı, bu gerilemeyi 2026 yılında da desteklemeye devam edecektir.

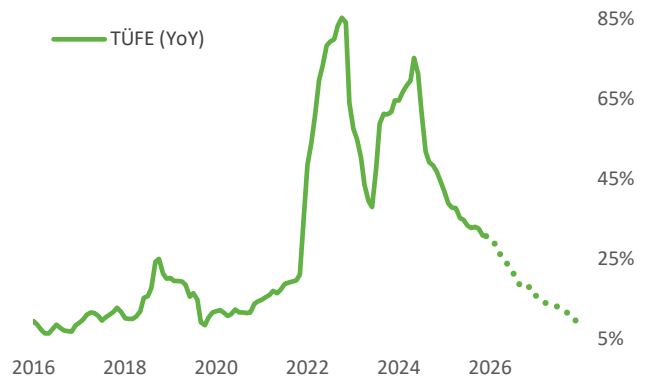
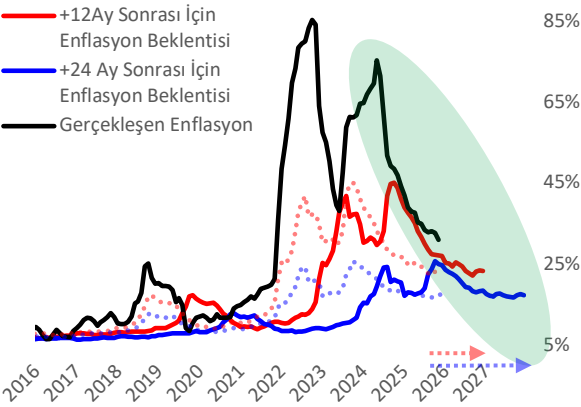
Ürün ve mal grupları hariç tutulduğunda çekirdek endekste ağırlığı yüksek olan hizmetler tarafında ise yapışkanlık hala kira öncülüğünde şekillenmekte. Merkez bankasının para politikası uygulamalarının doğrudan etki alanının dışında kalan ve geçmişe endeksleme ile pandemi sonrası izlenen %25 kira zam sınırı gibi uygulamalardan etkilenen kira enflasyonunda iyileşmenin zamana yayılmasını beklemekteyiz. Ancak burada oluşan tutarsızlık, enflasyonun kira gibi yapısal bir sebepten etkilenirken enflasyon mücadelesinin yüksek faizler ve kredi kısıtları üzerinden reel sektöre kesilmesi olarak öne çıkmakta. İlerleyen dönemlerde, arsa rayiç bedellerini hafifletecek, dış göç ve yabancı talebini denetim altına alacak, yurt içi talebi barınma krizine en fazla maruz kalan ve gençler ağırlığından oluşan kesim lehine seçici destekleyecek, ve konut arzının sağlıklı artabilmesi için inşaat sektörüne gerekli teşvikleri sunacak adımlar izlersek şaşırmayacağız.

Enflasyonun seyrinde kira etkisi öncülüğünde hizmet enflasyonu belirleyici. Giyim fiyatlarında mevsimsel etkilerin ötesinde bir sürpriz izlenmiyor.



Kaynak: TÜİK, GCM Yatırım

Piyasanın +12 ve +24 ay ileri vadeli enflasyon beklentisi geriliyor. Bizim de beklentimiz normalleşme yönünde.



Kaynak: TÜİK, GCM Yatırım

Kamu Maliyesi

Merkezi Yönetim bütçe dengesinin 2025 yılında -%3,5 açık vermesi ardından, 2026 yılına dair resmi OVP yönlendirmesi de -%3,5 seviyesinde. 2025 yılı bütçe dengesini etkileyen alt kalemlere baktığımızda, en büyük payları tesis eden kalemler faiz giderleri, cari transferler ve personel masrafları olup, bunların tamamı bütçe kontrolünün nispeten dışında (enflasyon ve para politikası uygulamalarının faiz maliyetini tespit etmesi gibi) veya kısa vadeli kararlar üzerinden kontrolü zor (kamu istihdam politikası) ve yapısal (SGK vb cari transferler) nitelikli değişkenler olarak öne çıkmakta. Bu kalemlerin dışında kalan faiz dışı harcamalarda ise hareket alanı bütçe büyüklüklerine kıyasla nispeten sınırlı olduğundan, piyasa katılımcılarının mali disiplin tarafındaki sözlü yönlendirmelere itidalli yaklaşıtlarını gözlemlemekteydik.

Ancak buna rağmen mali performansın 2024 yılındaki -%4,8 seviyesinden 2025 boyunca sergilediği düzelme sürecinde, aktivitenin ve buna bağlı olarak tahsilatların beklentiler üzerinde ilerlemesi belirleyici oldu. Tahsilatlardaki bu toparlanmada vergi oranlarındaki artışlar yanında kayıt dışılıkla mücadele kapsamında atılan adımlar da tıpkı GSYH büyüme verisine yansıdığı gibi etkili olmakta.

Faiz dışı harcamalardaki gerileme ise daha sınırlı kalarak da olsa yine de toparlanmaya katkı sunmakta. Giderler tarafında tek seferlik ve kaynağı açıklanmamış "diğer" kategorilerindeki transferlerin 2023 deprem felaketi sonrası ortaya çıkan alt ve üst yapı inşaat maliyetleri, sosyal yardım ihtiyaçları, ve deprem konutlarının teslimi ile alakalı olduğu anlaşılmakta olup, tüm bu istisnalar hariç tutulduğunda faiz dışı açığın gerilemekte olması ise 2026 görünümü açısından özellikle tahvil yatırımcı tabanına umut vadetmekte.

2025 yılı bütçe açığında toparlanma ile öne çıkmış olsa da, bu uğurda atılan dengeleyici adımların bazılarının enflasyon tarafında yarattığı maliyetin de dikkate alınması gerektiğini değerlendiriyoruz. Özellikle yıl ortasında elektrik ve doğalgaz tarifelerinde yapılan %25'erlik zamlar enflasyon üzerinde belirgin etki yapıp TCMB'nin faiz indirim adımlarının son çeyrekte kısılmasına katkı sağladığından, çekirdek dengede sağlanan tasarrufun bir kısmının faiz maliyeti olarak kaybedilmiş olabileceğinden endişeliyiz. Beklentimiz, tahsilat performansının da artmaya devam ettiğini dikkate alarak 2026 yılında kamu maliyesinin enflasyon mücadelesi ile daha da fazla eşgüdüm içerisinde ilerlemesi yönünde.

Faiz giderleri tarafında 2026 boyunca hem iç borç çevirme oranlarının gerileyecek olması, hem de faiz oranlarının para politikası duruşu ışığında gevşemesine bağlı olarak toplam borç servisindeki faiz yükünün azalmasını bekliyoruz. Önümüzdeki dönemde merkez bankasının faiz indirimlerinin de etkisiyle bu yükte azalma beklerken, personel giderleri ve cari transferler gibi katılık içeren kalemler hariç tutulduğunda geriye kalan mal ve hizmet alımları, sermaye giderleri, sermaye transferleri ve diğer cari transferler üzerinden de tasarruf güdülmeye devam edileceğini değerlendiriyoruz.

Kamu maliyesinde 2023-2024 açılması ardından 2025 itibariyle yeniden dengelenme oluştu:



Kaynak: HMB, TÜİK, GCM Yatırım

Tahminler

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
GSYH Büyüme	11,8%	5,4%	5,1%	3,3%	3,5%	3,5%	6,0%
GSYH (mia)	\$837	\$925	\$1.141	\$1.360	\$1.577	\$1.690	\$1.799
GSYH (mia)	₺7.434	₺15.326	₺27.091	₺44.587	₺62.244	₺78.953	₺94.422
TÜFE Yıl Sonu	36,0%	64,3%	64,8%	44,4%	30,9%	18,0%	9,9%
TÜFE Ortalama	19,6%	72,3%	53,9%	58,5%	34,9%	22,6%	12,8%
ÜFE Yıl Sonu	79,9%	97,7%	44,2%	28,5%	27,7%	18,0%	13,0%
ÜFE Ortalama	43,9%	128,5%	49,9%	41,1%	25,4%	22,8%	15,5%
Cari Denge (mia)	-\$6	-\$46	-\$45	-\$10	-\$24	-\$25	-\$35
Cari Denge (% GSYH)	-0,8%	-4,9%	-3,9%	-0,7%	-1,5%	-1,5%	-1,9%
Bütçe Açığı	3,0%	-1,0%	-5,4%	-4,8%	-2,9%	-3,0%	-3,0%
USD/TL Yıl Sonu	13,0	18,7	29,4	35,2	43,5	50,0	55,0
USD/TL Ortalama	8,9	16,6	23,7	32,8	39,5	46,7	52,5
EUR/TL Yıl Sonu	14,7	19,9	32,7	36,7	50,5	60,0	66,0
EUR/TL Ortalama	10,5	17,4	25,7	35,5	44,7	55,2	63,0
EUR/USD Yıl Sonu	1,13	1,06	1,11	1,04	1,18	1,20	1,20
TCMB PPK Faizi Yıl Sonu	14,0%	9,0%	42,5%	47,5%	38,0%	24,0%	14,0%
6m SOFR	0,34%	4,75%	5,16%	4,25%	3,60%	3,00%	3,00%
3m Euribor	-0,58%	2,13%	3,91%	2,71%	2,03%	2,00%	2,25%

Piyasa Stratejisi

2026 yılına dair yurt içi piyasa beklentilerimizin temelinde, Türkiye'nin diplomatik ilişkilerinin, ekonomi yönetimi yaklaşımlarının ve yurt içi makroekonomik dengelerin olası gelecek seyrine dair bir dizi varsayım yer almakta.

Finansal Koşullar

- Yönetimin daha uzun süre daha sıkı duruşu
- Reel genişleme bölgesine geçen kredilere ek kısıt ihtimali
- Politika faizinin tek araç olmaktan çıkması

Büyüme – Enflasyon

- Finansal koşullarda öngörülenden daha fazla sıkılık
- Büyümenin yapısal nedenlerle yüksek raporlanması
- Enflasyon yapışkanlığının anketlerde görüldüğü kadar yüksek kalmayacak olması

2026 Politika Yaklaşımı

- Yönetilen/yönlendirilen fiyat ve vergi etkilerine daha hassas duruş
- Hizmetlerde fiyatlandırma davranışı ve tekelleşmeye karşı sıkılaştıran denetim

Dışsal Şok Varsayımı & Ücretler

- 2026'da büyük dışsal şok varsayımı yok
- Asgari ücret artışı: %27 gerçekleşti

Konut Piyasası

- Yakın vadede yeniden ısınma beklentisi yok
- Son yıllardaki enflasyon bozucu etkiyi tekrarlamama görünümü

Kredi – Mevduat

- Makroihtiyati anomalilerin kalkması
- Enflasyondaki düşüş ile marjların "normal seviyelere" yakınsaması

Dış Denge – Finansman

- Büyümeye kıyasla daha az bozulmuş dış denge
- Cari açığın makul seviyelerde kalması
- ABD-AB eksenli finansman ve relokasyon fırsatları

Rezervler & Kur

- Sermaye girişlerinde endişe yok
- TCMB rezervlerinde kaygı yok
- Kurda volatilité beklentisi yok; TL'nin reel değerlenmesi
- İhracatçı sektörlerde verimlilik ve kâr marjı baskısı

İç Siyaset Perspektifi

- 2027 için popülist bozulma beklentisine katılmıyoruz
- Geçmiş seçim dönemlerindeki "sürpriz uygulamalara" benzer çizgi ihtimali
- 2026 sonrası daha "sürprizsiz" politika görünümü

Reel Sektör İçin

- Odak: kapasite ve pazar payı korunması
- Gerekirse fiyatlama fedakârlığı
- 2027 sonrası normalleşmeye güçlü giriş

Finansal Piyasalar İçin

- Düşük kur beklentisiyle döviz borçlanmanın cazibesi
- Tasarruf tarafında TL faiz tercihinin sürmesi
- Döviz çeşitlendirmesinde altının öne çıkması
- Sene sonunda ucuz sektör/hisse fırsatları
- Gayrimenkulde yatırımlık pozisyon için olumlu beklenti yok

Senaryo Riskleri

- Davranışsal/beklentisel enflasyon bozulması
- B Senaryosu: Tahminlerin ilk yarı sonu yukarı revizyonu (Enflasyonda olası +%5)
- Buna rağmen dış denge ve kurda sert sapma beklentisi yok

Tüm bu varsayımlar ve öngörülemez küresel jeopolitik ve doğal afet benzeri gelişmeler yaşanmayacağı varsayımları ışığında:

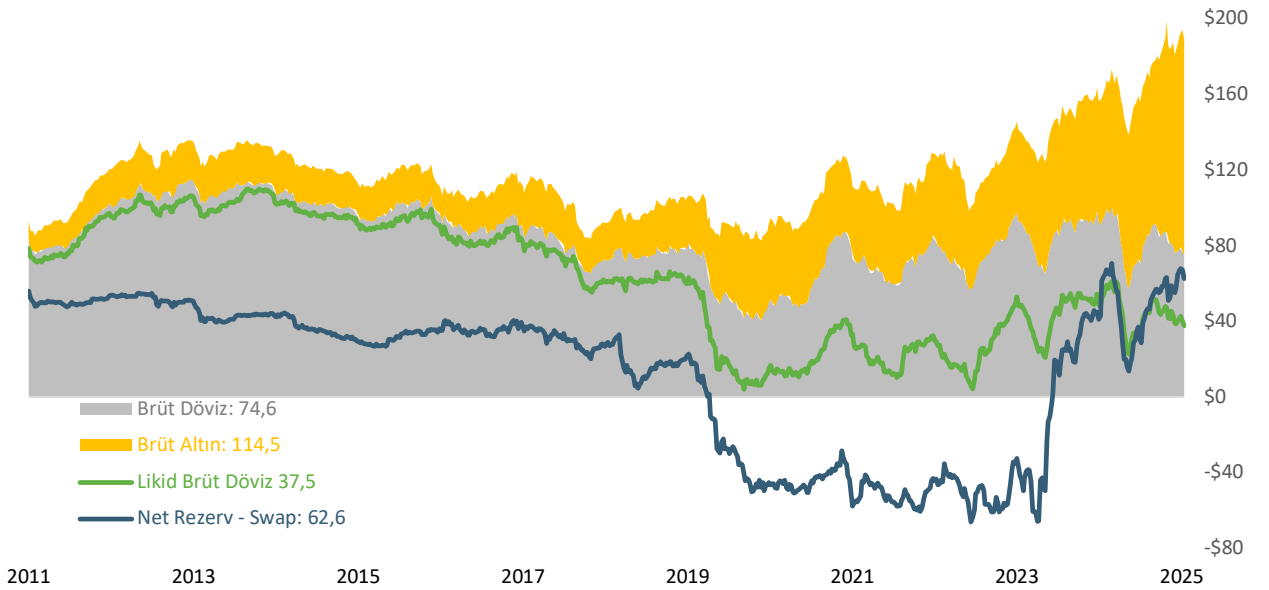
TCMB Döviz Rezervleri ve Kurlar

2025 yılı boyunca önce iç siyaset ve ardından enflasyon tarafında yaşanan sürprizler ardından TL'de reel değerlenme ihtiyacı sene başında varsaydığımızı kıyasla daha ön planda oluştu. Dolayısıyla 2025 yılını 43 seviyesinde sonlandıran USD/TL kuru 2026 yılına daha düşük bir nominal baz üzerine daha yüksek bir enflasyon noktasından başlayacak olduğu için, yükseliş alanının da geçen sene varsaydığımızı kıyasla daha sınırlı olacağını değerlendiriyoruz. Enflasyonun seneyi %18 seviyesindeki tahminimize denk bir şekilde sonlandırması ve para politikası duruşunun buna paralel gevşetilmiş olması durumunda, oluşacak enflasyon farkı ve vadeli kur fiyatlaması de aşağı gelebilir.

Tüm bu süreçte, TCMB kullanılabilir likit brüt döviz rezervlerinin sıcak para ve dış finansman yenilemeleri ile toparlanmaya devam etmesini, net rezervlerin ve döviz pozisyonunun ise dış girişlere ek olarak sistem içerisindeki pozisyon transferleri ile daha da toparlanmasını bekliyoruz (Liralaşma + TL kredi büyümesi). TL'deki reel değerlenme sürecinin 2025'e kıyasla hafiflemesini beklesek de, bu durumun yurt dışı sıcak para ve yurt içi TL mevduat, likit fon, vb. tasarruf araçlarına ilgiyi terse çevirmesini değil, tam aksine hisse senetlerini özellikle ikinci yarıda daha cazip kılmasını bekliyoruz.

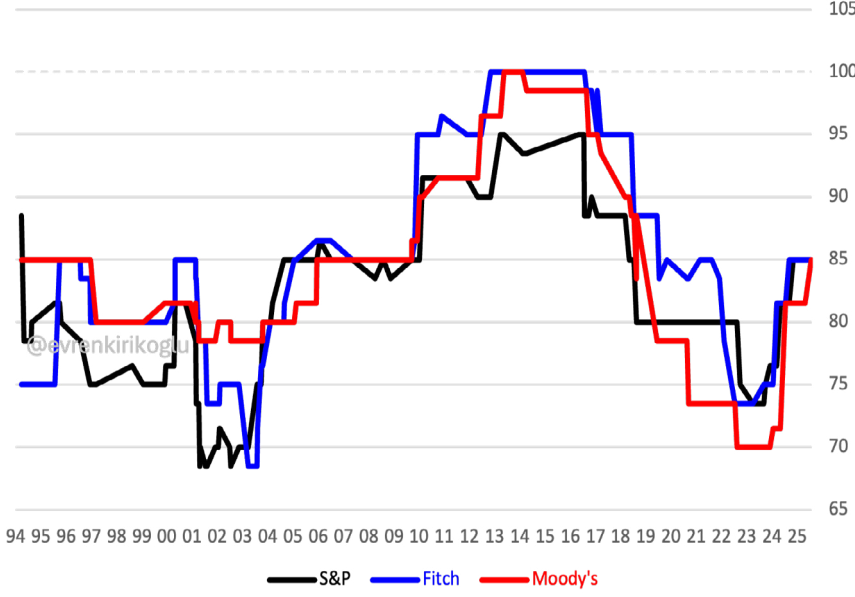
TCMB döviz rezervlerinin detayına indiğimizde: Kullanılabilir likit brüt rezervlerin iç siyasi belirsizlikler ardından 2025 Mayıs ayında dip noktayı kaydettikten sonra nette +\$17 milyar civarında toparlanma kaydettiğini hesaplıyoruz. Buna ek olarak yurt içi yerleşiklerin Liralaşma tercihinin KKM çözülmesine rağmen sınırlı biçimde devam edebildiğini ve aynı dönemde TCMB swap hariç net döviz pozisyonunun \$7 milyar toparlandığını hesaplıyoruz. Kamuoyunda "eksi rezerv" olarak bilinen swap hariç net pozisyon 2024 yılından bu yana artı seviyede olup, döviz-altın alt kırılımlarına ayrıldığında altın pozisyonunun pozitif bakiyesi döviz pozisyonunun eksisini fazlasıyla bastırmaktadır. Beklentimiz, reel faizlerdeki yükseklik ve TL'deki reel değer koruma beklentisinin carry akımlarını ve Liralaşma sürecini devam ettirmesi ışığında rezerv pozisyonunun da iyileşmeye devam etmesi yönünde.

Kullanılabilir likit brüt döviz rezervler belirleyici (milyar \$):



Kaynak: TCMB, GCM Yatırım

Türkiye'nin kredi notu yeniden artıyor::

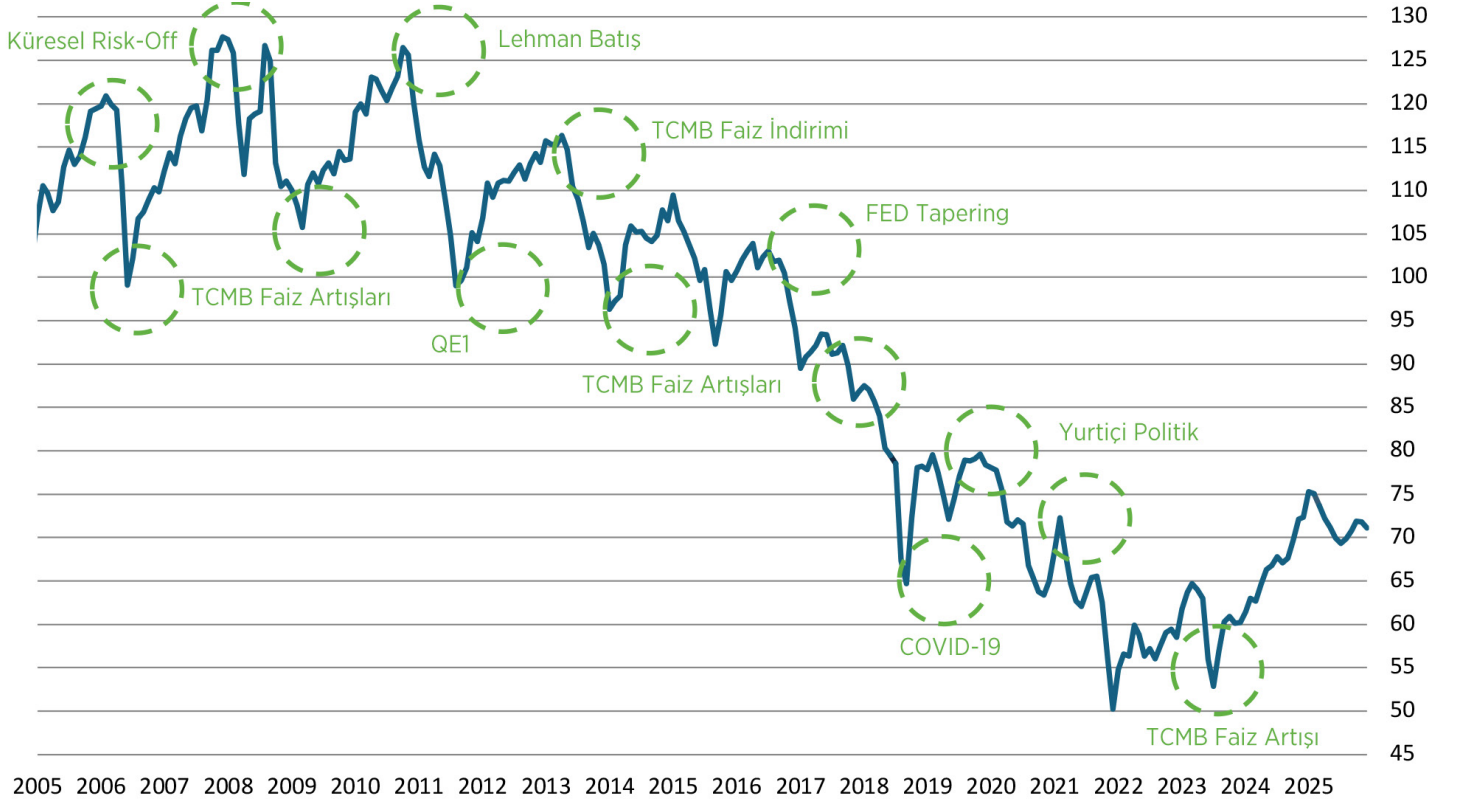


S&P/Fitch	Moody's
BBB	Baa2
BBB-	Baa3
BB+	Ba1
BB	Ba2
BB-	Ba3
B+	B1
B	B2
B-	B3
CCC+	Caa1

S&P	Moody's	Fitch		Tanım
AAA	Aaa	AAA	145	En yüksek kredi kalitesi
AA+	Aa1	AA+	140	Çok yüksek kredi kalitesi
AA	Aa2	AA	135	
AA-	Aa3	AA-	130	
A+	A1	A+	125	Yüksek kredi kalitesi
A	A2	A	120	
A-	A3	A-	115	
BBB+	Baa1	BBB+	110	Yüksek kredi kalitesi
BBB	Baa2	BBB	105	
BBB-	Baa3	BBB-	100	
BB+	Ba1	BB+	95	Önemli kredi riski ve spekülasyon seviyesi
BB	Ba2	BB	90	
BB-	Ba3	BB-	85	
B+	B1	B+	80	Yüksek kredi riski ve yüksek spekülasyon seviyesi
B	B2	B	75	
B-	B3	B-	70	
CCC+	Caa1	CCC	65	Temerrüt riski
CCC	Caa2		60	Yüksek temerrüt riski
CCC-	Caa3		55	Temerrüde düşmüş ve yüksek kurtulma riski
CC	Ca		50	
C	C		45	
D	/	DDD	40	Temerrüt ve batık
		DD	35	
		D	30	

Kaynak: Bloomberg

Reel efektif döviz kuru yeniden toparlanma sürecinde:



Kaynak: TCMB, GCM Yatırım

Faizler ve Sabit Getirili Menkul Kıymetler

Yukarıda detaylandırdığımız makroekonomik görünüm ve finansal piyasa varsayımları altında, enflasyonun yıl sonunda %18 seviyesindeki resmi tahmine yakın gerçekleşmesini, TL'deki istikrarlı seyrin korunmasını, buna bağlı olarak ilk etapta sabit getirilerin (tahvil, mevduat ve likit fonlar) ve yılın ikinci yarısında da hisse senetleri olmak üzere TL cinsi varlık tercihinin devam edeceğini öngörüyoruz.

Dolayısıyla TCMB'nin mevcut oyun planından sapmama adına likidite koşullarını TL mevduat tercihinin DTH tercihinin karşı olumsuz etkilemeyecek biçimde yöneteceğini varsayarak, TL mevduatın ve özellikle de tahvil ile likit fonların yılın ilk yarısında bireysel yatırımcı ve tasarruf sahipleri için cazip alternatif olmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Enflasyon görünümü ve diğer makroekonomik dengeler ile finansal piyasalardaki istikrarı koruyacak reel faiz varsayımlarımız ışığında, TCMB'nin 2026 boyunca her toplantıda faiz indirimini gerçekleştireceğini değerlendiriyoruz. Buradaki reel faiz ve diğer dengeler ışığındaki eşijimizi, sadece tüketicilerin tasarrufa yöneleceği değil, tasarrufların da döviz yerine TL cinsi kalmasının cazip olacağı seviye olarak tanımlıyoruz. Bu tanımımızda ABD tahvil faizleri, Türkiye CDS seviyeleri, enflasyon primi, eurobond getirileri ve USD/TL döviz kur beklentilerimiz belirleyici. Dolayısıyla bu beklentilerimiz ışığında TCMB'den beklediğimiz "olabilecek en hızlı" faiz indirim patikası ve ilgili tarihlere denk gelen manşet enflasyon seviyeleri:

PPK Tarih	Faiz	Enflasyon
22.01.2026	36,5%	30%
12.03.2026	35,0%	28%
22.04.2026	33,5%	26%
11.06.2026	31,5%	24%
23.07.2026	29,5%	22%
10.09.2026	27,5%	19%
22.10.2026	25,5%	18%
10.12.2026	24,0%	18%

Tahvil piyasası özelinde temel belirleyicinin yabancı sermaye akımları olmaya devam etmesine rağmen, içerde para piyasası fonlarının tahvil taşıma yükümlülüklerinin ve tasarruf sahiplerinin fon tercihlerinin tahvillere kaymaya başlamasının da etkili olabildiğini değerlendirmekteyiz. Ayrıca TCMB'nin 2026 yılı para politikası metninde belirttiği API portföy büyüklüğü de yaklaşık +250 milyar TL'lik nominal tutarda ek alıma işaret ediyor. 2025 sonu itibarıyla tahvil faiz fiyatlamalarının TCMB politika faizi ve ileri vadeli enflasyon beklentimize kıyasla hala yüksek kaldığını düşünüyoruz (yazım anında 5Y %33,5 – 2Y %37,0). Enflasyondaki gerileme ve politika faizindeki indirimlerin mevcut piyasa tahminlerine bile yaklaştığı senaryoda, tahvillerde pozisyon alma iştahı da artış gösterebilecektir. Kaldı ki bizim enflasyon ve nihai politika faiz beklentimizin piyasa ortalamasının daha da altında kalmakta. Verim eğrisinde kısa vadeli tahvil faizinin politika faizi beklentimize daha yakın işlem görmesini, uzun vadeli tahvillerde ise Hazine ihraç takvimi ile enflasyon ve kredi notu gelişmelerinin yabancı iştahında daha belirleyici olması beklenebilir.

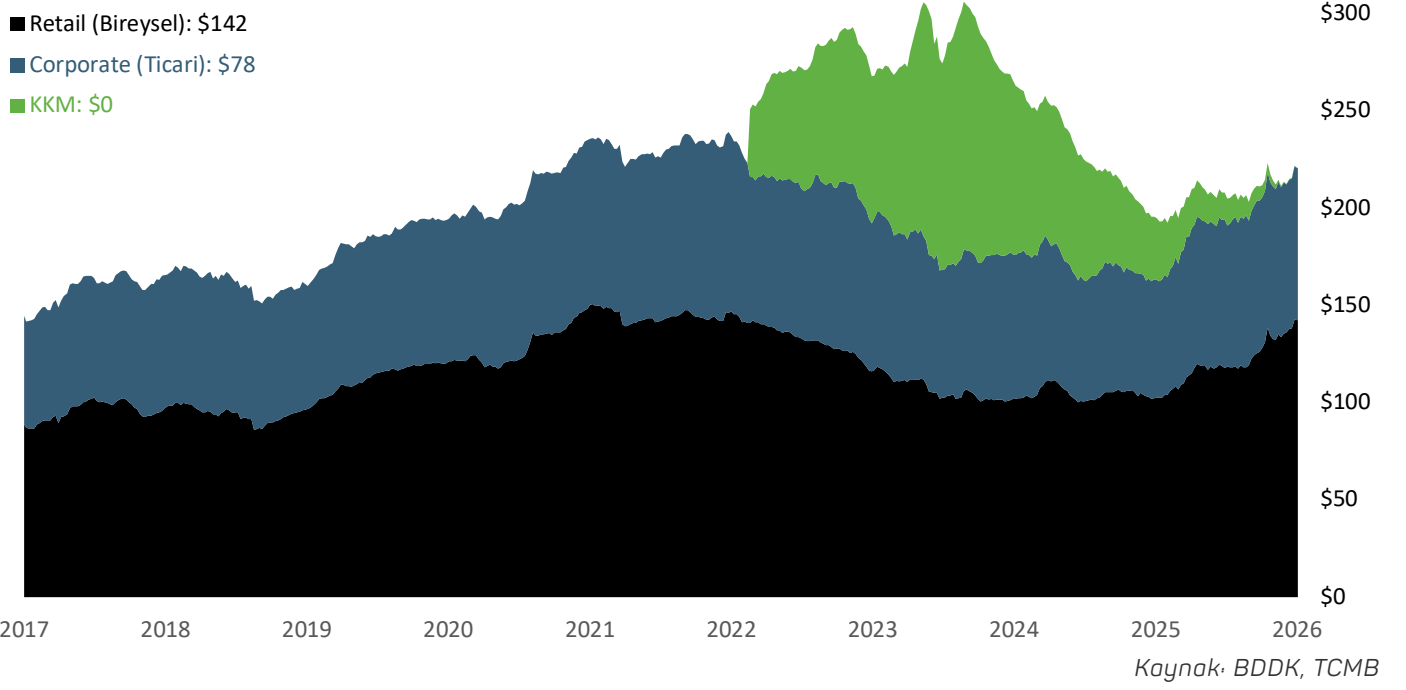
Oluşabilecek dönemsel piyasa oynaklıklarında, kredi notu ve diplomatik gelişmeler gibi başlıklar ışığında uzun vadeli tahvillere fonlama maliyeti yüksek kalsa bile kur riski alınarak girişler izlenebileceği unutulmamalı. Zira TCMB'nin yurt içi enflasyon beklentilerini ve Liralaşma sürecini desteklemek için döviz kurlarını dengeli yönetmesi, yabancı yatırımcılar için de faizler üzerinden ciddi bir getiri potansiyeli oluşmasına ve bu doğrultuda Hazine ihraçlarına yoğun talep oluşmasına sebep olmakta. 2025 yılının ikinci yarısında tahvillere oluşan ilginin 2026 yılında da sürmesini bekliyoruz.

Hazine iç borç çevirme oranı 2022 yılından bu yana >%130 seviyesinin üzerinde seyrettikten sonra 2026 yılına dair resmi OVP yönlendirmesi %106 seviyesinde. 2023 öncesi dönemde ihraç edilen TÜFE endeksli tahvillerin birikmiş enflasyon farkları sebebiyle itfa ve dolayısıyla borçlanma tutarları yükselmeye başlayacak olsa da, 2023 sonrası liralaşma sürecinin doğal yansımaları ve kredi büyümesinin ılımlı ilerlemesi neticesinde TL likidite yönetimi düşük iç borç çevirme oranlarından etkilenmeyecektir. Kaldı ki kredi büyüme kısıtları devam ettiği sürece bankaların Hazine ihraçlarına yönelik talebinin de devam etmesi beklenebilir. Ayrıca mevduata alternatif olarak para piyasası ve sabit getirili fonlara olan ilginin devam edecek olması da, aynı şekilde tahvillerin enflasyon beklentisine kıyasla makul faiz seviyelerinden düzenli ilgi görebileceğini düşündürüyor. Dolayısıyla zaten yüksek bulduğumuz tahvil faizlerinde yaşanabilecek her türlü konjonktürel ek piyasa gelişmesinde, alım yönlü düşünmeye devam edeceğiz.

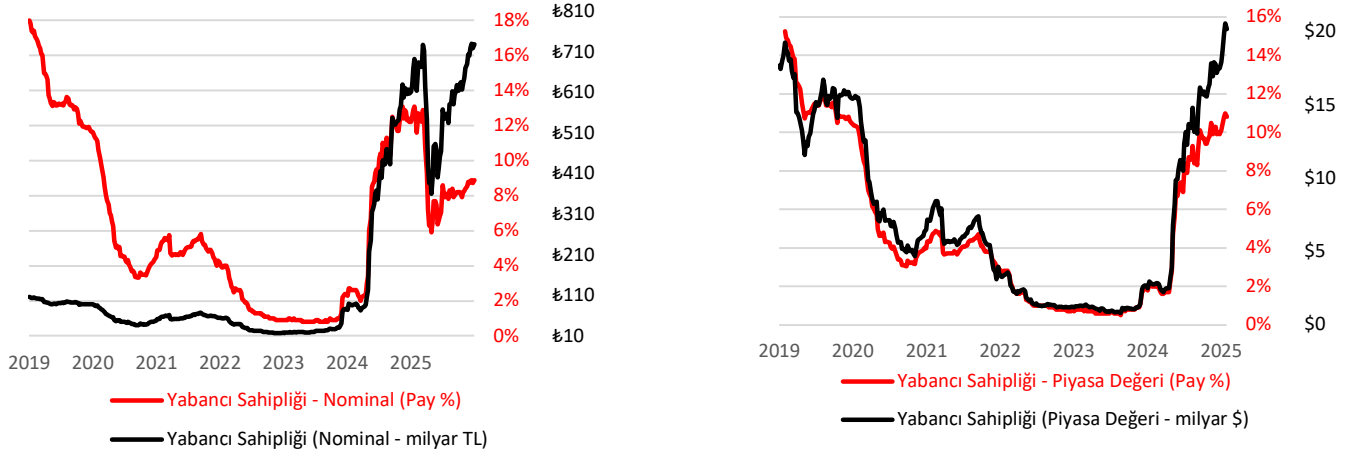
Kıymet seçiminde, sabit kuponlu kıymetlerin yakın vadeli sektörlerinin bu raporun yazıldığı tarih itibarıyla %37 civarındaki seviyelerini nispeten cazip buluyoruz. İleri vadelerde, fonlama maliyetlerinden bağımsız olarak faiz oynaklığı yaşanabilecek dönemlerdeki işlem fırsatları daha ön plana çıkabilir. Bu bağlamda, enflasyon görünümünün ve faiz indirim fiyatlamalarının netleşeceği sene ortasından önce %35 üzeri tüm faiz seviyeleri alım için cazip bulunabilir.

TÜFE endeksli tahviller tarafında TCMB politika faizi %38,5'ten <%25'e doğru gerilerken kıymetlerin reel faizi %6,2 seviyesinden işlem gördüğü sürece, enflasyon fiyatlamasının göreceli yüksek kaldığını değerlendiriyoruz. Enflasyon beklentimiz piyasa fiyatlamasının altında kaldığı için, fonlama maliyetlerinde de belirgin gerileme oluşana kadar, TÜFE tahvillerini bu faiz seviyelerinden cazip bulmayacağız.

Faiz hadleri, mevduatta döviz tercihinin zayıflamasına sebep oldu (milyar):



Tahvil piyasasına yabancı girişleri sürüyor:



Hisse Senetleri

Küresel ve yurt içi makroekonomik görünüm ile finansal piyasaları etkileyebilecek olası gelişmeler ışığında, Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetleri için olumlu ve olumsuz tarafta farklı faktörlerin öne çıkacağını düşünüyoruz. Bu faktörlerin gündemde ön plana çıkma ve risk iştahında baskın gelme zamanlamasına bağlı olarak, fiyatlamalar tarafında stratejik beklentilerimize ek olarak taktiksel işlem fırsatları da oluşabilir.

Olumlu faktörler tarafında:

- Yabancı yatırımcı pozisyonlanmasının düşük olması
- Değerlemelerin geçmiş ortalamalara ve yurt dışı muadillere kıyasla ucuz olması
- Bireysel portföylerdeki hisse ağırlığının son 2 yılda faiz getirileri ile artan mevduat ve küresel fiyat hareketi ile artan altın payına kıyasla belirgin azalmış olması
- Döviz yükümlülüğüne sahip şirketler açısından döviz likiditeye erişim ve kur risklerinin düşük olması
- İhracat odaklı şirketlerin Avrupa'da devreye alınan altyapı ve savunma odaklı mali teşvik paketlerinin doğrudan ve dolaylı talep etkisinden istifade edebilecek olması
- Küresel merkez bankaları arasında Fed ve BoE faiz indirirken ECB'nin faiz artırmayacak olması
- Küresel hammadde fiyatlarının düşük seyri ve görünümünün ılımlı olması
- Kredi derecelendirme kuruluşlarından not artışı beklentilerinin yabancı yatırımcı algısını desteklemesi
- Yabancı yatırımcıları yurt içi piyasalara cezbedebilecek BDDK swap kısıtlarının sınırlı da olsa gevşetilmesi vb. gibi ek düzenleme gelme ihtimali
- Varlık etkisi yaratan yüksek mevduat faizlerinin gerilemeye başlayacağı süreçte portföy dengeleme ihtiyacının hızlıca devreye girecek olması
- Uzun vadeli teknik analiz göstergelerinden gelebilecek destekleyici sinyaller

Olumsuz faktörler tarafında:

- Yurt içi talep koşullarının beklenenden dayanıklı ilerlemesi ve enflasyon görünümündeki iyileşmenin gecikmesi ışığında finansal koşulların beklenenden daha uzun süre daha sıkı kalma ihtimali
- Küresel jeopolitik risk gelişmelerinin navlun fiyatlarını yeniden yukarı etkilemeye başlaması
- Japonya merkez bankasının 2 adet ile sınırlı kalacak da olsa faiz artıracığı fiyatlaması
- Özellikle yılın ilk yarısında TL mevduat ve tahviller tarafındaki yüksek faizlere kıyasla hisse senedi yatırımlarının getiri beklentisinin fiyatlama risklerine değmeyebileceği endişesi
- Devam eden kredi kısıtları ışığında toplam borç yükü ve kısa vadeli borç oranı yüksek olan, finansmana erişimi nispeten kısıtlı, stok yükü ve taşıma maliyeti ile işletme sermayesi ihtiyacı yüksek, ve müşterileri hedeflenen tüketici kredileri yavaşlamasından doğrudan etkilenen şirketlerde izlenebilecek mali sıkışmalar
- Kamu maliyesi tarafında açıklanan tasarruf tedbirlerinin ve vergiler tarafında gündeme gelebilecek ek yüklerin yaratacağı olumsuz talep ve kar etkileri
- Halka arzların devam etmesinin endeks üzerinde yarattığı fiyatlama baskısı
- Avrupa aktivite görünümünün Almanya öncülüğünde ve imalat ile inşaat sektörleri özelinde hala daralmaya işaret etmesi

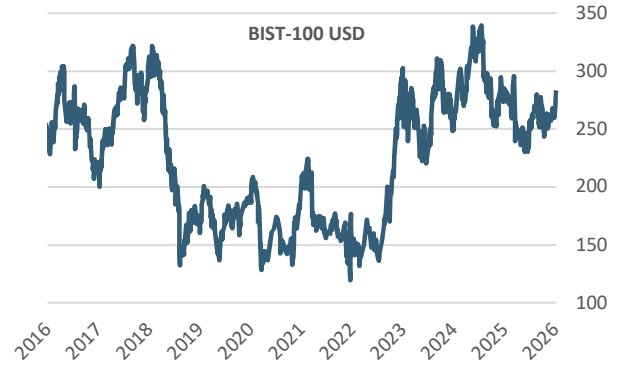
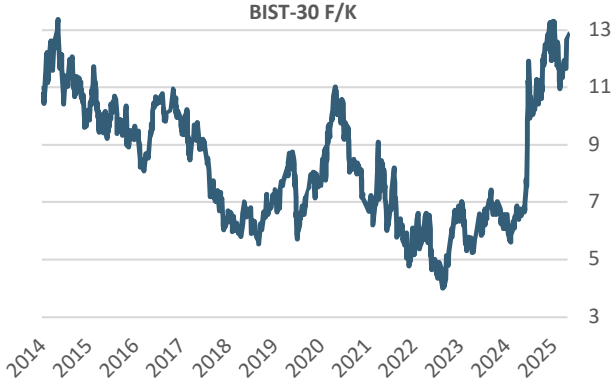
BIST-100 endeksi 2022-2024 arası döneme damga vuran düşük faiz – yüksek enflasyon sürecinde bazı ara oynaklık dönemleri hariç neredeyse tüm sektörler ve hisselerin katkısıyla belirgin olumlu performans göstermiş ve bu süreçte hisse/sektör seçimine atfedilen önemin hafiflediği izlenmişti. 2025 yılı ise yatırımcıların risksiz faiz getirilerini hem USD bazında hem de enflasyona kıyasla reel olarak en cazip seçenek olarak değerlendirmesi neticesinde belirgin bir konsolidasyona sahne oldu. Bu süreçte endeks USD bazında ortalama \$250 eşiğinin üstüne çıkamazken, değerlendirme çarpanları olarak bakıldığında ise küresel muadillerinden ayrışma artarak devam etti.

Önümüzdeki dönemde ise, yukarıda detaylandırılan olumlu ve olumsuz tüm faktörlerin yaratacağı dengede yılın ilk yarısında yine faiz cazibesinin süreceğini, ancak faiz fiyatlamasının ve getirisinin realize edilmesi ardından yılın ikinci yarısında hisse senetlerine ilginin artabileceğini değerlendiriyoruz. Dolayısıyla hisse seçiminin 2026'nın ilk yarısında önemli olduktan sonra, yılın ikinci yarısında genele yaygın bir hareket oluşabileceğini düşünüyoruz.

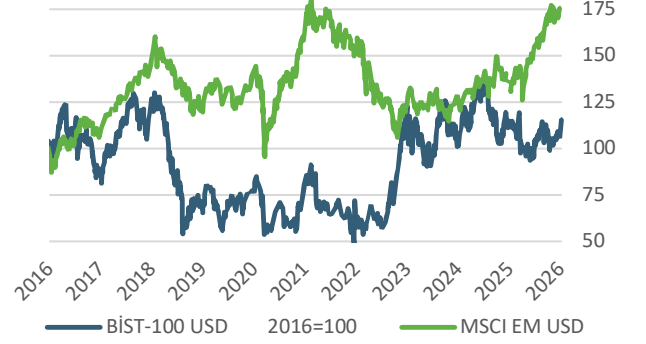
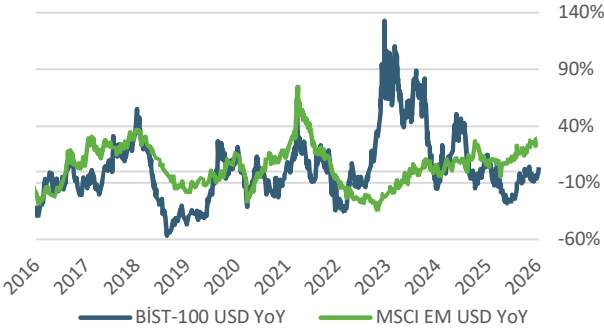
Bu dönemde avantajlı olacağını değerlendirdiğimiz şirketler:

1. **BANKALAR:** Normalleşme ve yabancı sermaye akımı beklentileri ışığında bu girişleri kaldırabilecek nitelikte tahta derinliğine sahip ve borsa işlem likiditesi yüksek hisseler
2. **SAVUNMA:** Devam eden küresel jeopolitik belirsizlikler ve Avrupa kaynaklı talep beklentisi ışığında, katma değeri yüksek ve stratejik olarak desteklenen savunma sektöründe yatırımları ve gelecek değerlemesi artması beklenen hisseler
3. **İNŞAAT, YAPI, BEYAZ EŞYA, MOBİLYA:** Kredi faizlerinin gerilemesi akabinde yurt içinde, küresel konjonktürün olanak sağlaması durumunda da çevre ülkelerde izlenebilecek olan talepten olumlu etkilenme potansiyeli olan hisseler
4. **MODEL PORTFÖY:** Değerleme tarafında endeksin geri kalanına ve küresel muadillere kıyasla ucuz kalmış olan ve bu sebeple mevduat getirisiyle mukayesede öne çıkabilecek şirketler

Endekste ki yükseliş beklentimiz yurt içi enflasyon, GSYH büyüme ve değerlendirme çarpanları ışığında baz senaryomuzda 16.000 seviyesi civarına işaret etmekte. Bu yükselişte yurt içi ekonomi politika adımlarına bağlı olarak kredi notu iyileşme süreci ve değerlendirme çarpanlarının küresel muadillere kıyasla ucuz kalması gibi faktörler etkili olabilecek olsa da şirket karlılıklarında ilk yarıda beklediğimiz gevşek seyir ışığında değerlendirme zamanlaması ikinci yarıda yoğunlaşabilir. Şirket karlılıklarının tahminlerden dayanıklı kalabileceği ve küresel konjonktüre bağlı olarak sermaye akımlarının da olanak sağlayabileceği iyimser senaryomuzda ise, endekste sene sonunda 18.000 seviyesine kadar potansiyel olabileceğini düşünüyoruz.

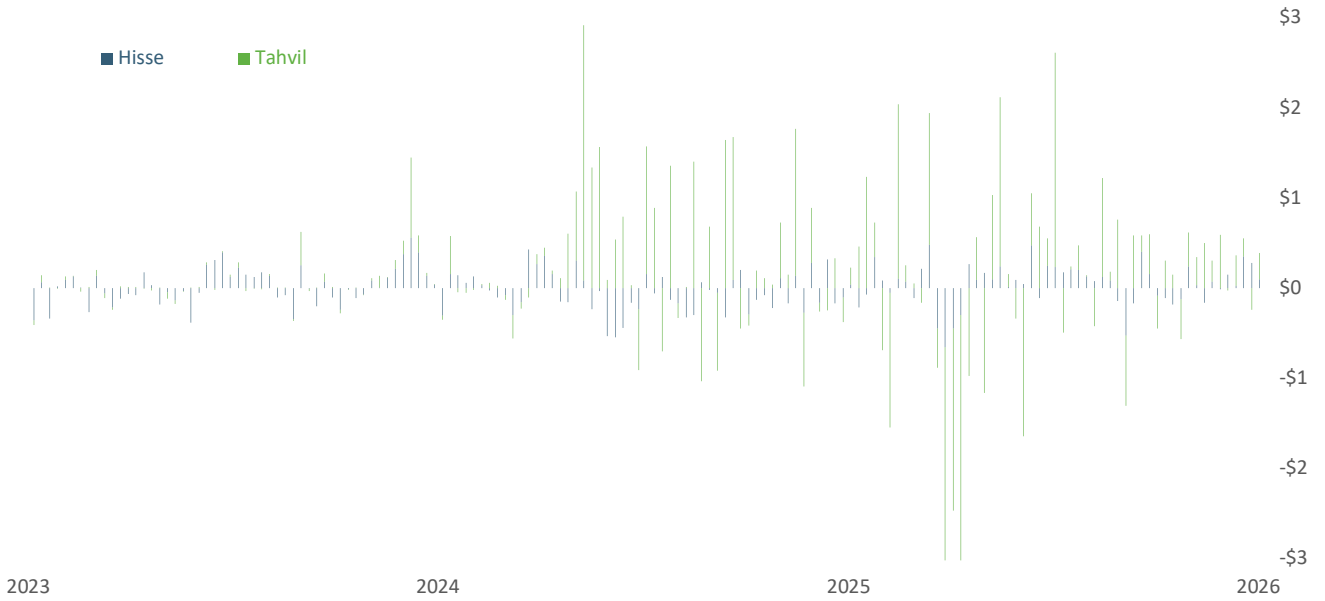


Kaynak: TCMB, Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

Hisse senetlerine haftalık yabancı girişleri tahvillere kıyasla beklentilerin altında (milyar)::



Kaynak: TCMB

MODEL PORTFÖY

GCM Yatırım olarak hazırladığımız model portföyümüz, size güvenli bir finansal gelecek sunmak amacıyla titizlikle seçilmiş ve özenle çeşitlendirilmiş varlıklarla oluşturulmuştur. Yatırım yolculuğunuzda size rehberlik edecek bu portföy, piyasa dalgalanmalarına karşı dayanıklılığı artırmak ve getirilerinizi optimize etmek için dikkatle tasarlanmıştır.

Kod	Şirket	Son Fiyat	Hedef	Yükseliş Pot.% (*)	Portföye Giriş Tarihi	Portföye Giriş Fiyatı	Kar / Zarar	Geçen Süre (Gün)	Sermaye (mn TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn \$)	F/K	PD/DD	Temettü Verimi %
AKBNK	AKBANK	74,95	97	%29	06-05-2022	3,91	1.816,88%	1354	5.200	389.740	9.015	8,09	1,40	1,00
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI	292,00	512	%75	16-06-2022	42,59	585,61%	1313	1.380	402.960	9.321	3,82	0,48	2,00
TCELL	TURKCELL	105,90	160.65	%52	08-11-2023	51,28	106,51%	803	2.200	232.980	5.389	15,00	0,96	2,00
EKGYO	Emlak Konut	22,90	34.03	%49	16-09-2025	20,56	11,38%	125	3.800	87.020	2.013	3,89	0,67	1,00
TURSG	TÜRKİYE SİGORTA	11,49	15.64	%36	27-11-2024	6,41	79,25%	418	10.000	114.900	2.658	6,59	2,76	1,00
TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası	13,08	25.8	%97	03-03-2025	12,35	5,91%	322	2.800	36.624	847	2,95	0,86	0,18
ISFIN	İş Finansal Kiralama	18,38	27	%47	03-03-2025	12,52	46,81%	322	695	12.780	296	4,17	1,14	0,45
OYAKC	OYAK Çimento	24,66	35,16	%42	17-09-2025	20,50	20,29%	124	4.862	119.888	2.773	13,04	2,02	3,00
ENKAI	ENKA İnşaat	84,05	118,26	%40	19-09-2025	73,29	14,68%	122	6.000	504.300	11.665	15,00	1,42	843,25

© Son Güncelleme:2026-01-19 09:31:42 (Pay Piyasası verileri BIST kaynaklı en az 15 dakika gecikmeli verilerdir.)

(*)"Yükseliş Potansiyeli %" bölümünde yer alan negatif yüzdesel değerler, hissenin hedef fiyatını aşmasından kaynaklanmaktadır.

Güncel model portföy tablosu için [buraya](#) tıklayabilirsiniz.

UYARI NOTU

Risk Açıklaması; Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri "Yatırım Danışmanlığı" kapsamında değildir. Bu sayfanın içerdiği materyaller sadece örnek piyasa bilgisi iletebilmek ve reklam amaçlıdır. Yatırım danışmanlığı hizmeti, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. "VİOP, Opsiyon, Borsa, Forex ve CFD (contracts for differences) ticareti yüksek oranda kayıp riski içerir ve her yatırımcı için uygun olmayabilir.

GCM Yatırım Strateji Raporundaki Veri ve grafikler, güvenilir kaynaklardan alınmış olup, yorumlar sadece GCM Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin görüşlerini yansıtmaktadır. Bu bilgilerle yapılan yatırımların sonuçlarından şirketimiz sorumlu değildir. Ayrıca, GCM Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan bu içeriğin kısmen veya tamamen başka kişiler tarafından yayımlanması, kullanılması veya alıntılanması yasaktır. Bu mesaj, gönderilen kişiye özeldir. Ek olarak, bu raporun gönderildiği ülkelerdeki yasal düzenlemelere uygun olarak tüm haklarımız saklıdır.