

2026 STRATEJİ RAPORU

Ocak 2026

EUR/USD 1.1721

GBP/USD 1.3464

USD/JPY 155.89

136783 136783

20364 138574

2025 Yılına Bakış ve 2026 Yılı Beklentileri

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	1
TÜRKİYE	3
- TCMB	3
- Enflasyon	4
- Büyüme	5
- Kredi Notu	6
- 2026 Yılı Makroekonomik Projeksiyonlar	7
2026 Yılı Önemli Tarihler	7
AMERİKA	8
AVRUPA	11
ASYA	14
ONS ALTIN	17
PETROL	19
TARIM EMTİA	21
MODEL PORTFÖYÜMÜZ	23
- CWENE – CW Enerji Mühendislik Tic. ve San. A.Ş.	25
- ENKAI – Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	25
- MPARK – Mlp Sağlık Hizmetleri A.Ş.	26
- FROTO – Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.	26
- ASTOR – Astor Enerji A.Ş.	27
- TABGD – Tab Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	27
- THYAO – Türk Hava Yolları A.O.	28
- YKBNK – Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	28
Yasal Uyarı Notu	31

YÖNETİCİ ÖZETİ

Dünya 2025 yılında Trump'ın gümrük tarifelerine odaklandı. Trump 2 Nisan'da büyük bir duyuru yaptı ve Nisan başında hemen yürürlüğe giren tarifeler ilan etti. Buna göre ABD genel ithalatına en az yüzde 10'luk gümrük vergisi getirildi ve sonrasında bazı ülkelere yönelik daha yüksek, ürün ve ülke bazlı tarifeler uygulanmaya başladı. Trump'ın Çin kısılacı oldukça sert bir şekilde devam etti. Trump alışlagelmiş ticari ve politika yaklaşımını değiştirdi diyebilir. Sadece bu konu değil aynı zamanda Amerika Merkez Bankası'na (Fed) yönelik yaptığı çıkışlarla da piyasanın olağan seyrini değiştirdi. Ülkeler hem ticari ilişkileri hem de siyasi otoritelerini koruma çabasına girdi. 2026 yılında dünya yeniden Trump ve Trump'ın atacağı adımları takip edecek. En önemli konu başlıkları Nisan ayında değişecek Merkez Bankası Başkanlık koltuğuna kimin geçeceği ve 3 Kasım'da gerçekleşecek ara seçimler olacak. Bize göre yılın ilk yarısıyla ikinci yarısında piyasa koşullarının fiyatlama konuları birbirinden farklı olacak. Piyasanın genel seyri Dolar endeksindeki (DXY) ve tahvil faizlerindeki değişimle şekil kazanabilir.

Amerika (ABD), Trump yönetiminin ikinci dönemine girerken 2026 yılında da küresel ekonomik dengeleri belirleyen ana aktörlerden biri olmaya devam ediyor. 2025 yılında atılan korumacı adımlar ve ticaret politikalarındaki sertleşme, 2026'ya daha temkinli bir küresel görünüm bırakmış durumda. Fed'in para politikasında ihtiyatlı bir duruş sergilemesine karşın yılın son üç toplantısında art arda 25 naz puan faiz indirdi. Trump politikalarının enflasyon ve mali disiplin üzerindeki etkilerine dair belirsizliğin sürdüğü konusunda piyasa tam emin olmamakla birlikte Fed politikaları hala piyasa için hassas unsur olmaya devam ediyor. Küresel faiz oranlarının düşüş sürecinin yavaş ve sınırlı ilerlemesi, dünya genelinde büyüme beklentilerinin aşağı yönlü revize edilmesine neden olurken, 2026 yılı için küresel büyümenin %2,5-3,0 bandında şekillenmesi bekleniyor. Genel konsensüs büyümenin potansiyelin altında, ancak dengeli bir seyir

izleyeceği yönünde. Bununla birlikte ticaret savaşlarının kalıcı hale gelmesi ve jeopolitik risklerin yüksek seyri, özellikle dış ticarete duyarlı ekonomiler açısından aşağı yönlü riskleri canlı tutuyor. Trump yönetiminin genişlemeci mali politikaları ve korumacı ticaret yaklaşımı, ABD'de enflasyonist baskıların tamamen ortadan kalkmasını zorlaştırırken, Fed Başkanının bu yıl değişecek olması ve ABD'de Kasım ayında gerçekleşecek ara seçimler para politikasına ilişkin belirsizlikleri artıran ve piyasa fiyatlamlarında oynaklığı canlı tutan başlıca unsurlar olarak öne çıkıyor.

Avrupa Uzun ve yorucu bir durgunluk döneminin ardından 2026 yılı Avrupa için küçük ama anlamlı bir toparlanma ihtimalini beraberinde getiriyor. Her şey sihirli değnek değmiş gibi değişmeyecek elbette ki. Özellikle Fransa tarafında süregelen siyasi karmaşa ve karar alma süreçlerindeki tıkanıklık, Avrupa'nın en kırılgan başlıklarından biri olmaya devam ediyor. Buna karşın Almanya cephesinde daha farklı bir tablo var. Uzun süredir büyümede zorlanan Almanya, savunma ve altyapı ağırlıklı teşviklerle yeniden toparlanma arayışına girmiş durumda. Bu adımların karşılık bulması halinde Euro Bölgesi büyümesinin 2026'da %1,2 civarında gerçekleşmesi, daha olumlu bir senaryoda ise %1,5'e yaklaşması mümkün görünüyor. 2024 ve 2025 gibi Avrupa'yı zorlayan ekonomik görünümünden ziyade daha dengeli bir geçmesini bekliyoruz. Enflasyon tarafında tablo biraz daha rahat. ECB, 2026 için enflasyonun %2'ye yakın seyredeceğini öngörüyor. Bu da para politikasında sert adımlar yerine bekle gör yaklaşımının korunabileceğine işaret ediyor. Mali tarafta ise Avrupa'nın eski kemer sıkma refleksini bir kenara bırakıp savunma ve altyapı yatırımlarına yönelmesi, toparlanmanın daha kalıcı olmasını sağlayabilecek en önemli başlıklardan biri. Özetle, 2026 Avrupa için risklerin tamamen ortadan kalktığı bir yıl olmayacak. Ancak Almanya'daki toparlanma çabaları ve yatırım odaklı yeni yaklaşım sayesinde, geçmiş yıllara kıyasla daha dengeli ve daha öngörülebilir bir görünümünden söz etmek mümkün.

Çin Hiç kuşkusuz Asya tarafı 2025 boyunca Trump'ın korumacı gümrük tarifeleri nedeniyle sık sık gündemin merkezinde yer aldı. Belirsizliğin arttı ve piyasa fiyatlamalarının zaman zaman sertleştiği bir yıl oldu. Bu süreçte Çin daha sessiz, daha kontrollü ve dengeli bir siyasi ve ekonomik çerçeve çizmeye çalıştı. İç talebi ve finansal istikrarı koruma önceliği öne çıktı. Bir diğer yandan da büyüme performansı geçmiş yılların altında kalmaya devam etti. 2026 yılına girerken Trump'ın oluşturduğu tarife tansiyonun aynı şiddette sürüp sürmeyeceği konusunda net bir tablo çizmek zor. ABD'de Kasım ayında yapılacak ara seçimler, Trump yönetimini ya söylemini yumuşatmaya ya da tam tersine ticaret başlıklarını iç politika aracı olarak daha sert kullanmaya itebilir. Bu ikili olasılık, Asya piyasaları açısından temkinli ama fırsatların da tamamen kaybolmadığı bir görünüm yaratıyor. Çin ve Japonya başta olmak üzere büyük Asya ekonomilerinde büyüme daha dengeli bir zeminde ilerlerken, Hindistan ve Güneydoğu Asya seçici şekilde olumlu ayrışmaya devam ediyor. 2026, Asya için yüksek büyümeden çok, belirsizliklerle birlikte daha kontrollü bir normalleşme yılı olmaya aday görünüyor.

Bizim için (Türkiye), zorlu geçen 2024 yılının ardından 2025 yılı, uygulanan politikaların sonuçlarını almaya başladığımız bir yıl oldu. Enflasyonda yıllık bazda belirgin bir gerileme dikkat çekerken, para politikası sıkı duruşunu korudu. Bu dönemde önemli bir gelişme olarak kur korumalı mevduat uygulamasını sonlandırdık ve para politikasında sadeleşme yönünde kararlı adımlar attık. Yılın ilerleyen dönemlerinde artan siyasi riskler nedeniyle bazı ekonomik göstergelerde bir zayıflamaya neden oldu ve yakalanan ekonomik ivmeye ara vermek zorunda kaldık. Bu süreçte yeniden rezerv biriktirme ihtiyacı ön plana çıktı. Döviz kurunda kontrollü ve yönetilen bir eğilim izlenmeye devam etti. Enflasyonla mücadele kararlılıkla sürdürülürken, büyümeden de tamamen vazgeçilmedi. TCMB'nin iletişim kanalları daha açık ve öngörülebilir hale geldi ve dış dünyaya ekonomi politikalarının daha net anlatılmasına yönelik çaba da belirgin biçimde arttı. 2026 yılı ise rehavete kapılacağımız bir dönem

olmayacak. Karşı karşıya olduğumuz zorluklar azalarak da olsa varlığını sürdürüyor. Buna karşın, geçmiş yıllara kıyasla daha öngörülebilir bir politika çerçevesi ve daha dengeli bir makroekonomik görünümünden söz etmek mümkün.

TÜRKİYE

Normalleşmeden Kalıcılığa

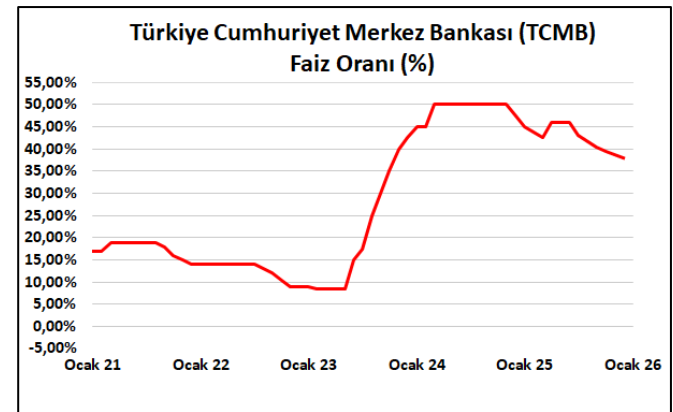
2024 yılı Türkiye ekonomisi açısından zorlu ancak değişimin başladığı bir yıldır. 2025 yılına girerken strateji raporumuzun başlığını “*Sisli Ufuklar, Güçlü Adımlar*” olarak belirlemiştik. Bu çerçevede, 2025 yılının dengelenmenin daha belirgin hale geleceği ve ortodoks politikalara dönüşle birlikte enflasyonla mücadelede kararlılığın ön plana çıkacağı bir yıl olacağını öngörmüştük. Yılın genel seyrine bakıldığında, bu beklentinin kısmen karşılandığını söylemek mümkün.

Buna karşın, 19 Mart tarihinde İstanbul Büyükşehir Belediye Başkanı Ekrem İmamoğlu’na yönelik adli sürecin yarattığı belirsizlik, yılın ilk yarısında finansal piyasalar üzerinde dalgalanmayı artıran önemli bir iç risk unsuru olarak öne çıktı. 2025 yılında siyasi risk artışının getirdiği bir ek sıkılaşma dönemi oldu ve bu durum bizi ekonomik göstergeler açısından geriye itmişti. Bu dönemde yaşanan vakit kaybı Türkiye risk priminde artışa neden olurken, ani oluşan kur oynaklığını kontrol altına alabilmek adına rezervlerde kayba neden oldu. Yabancı yatırımcının bizi bir adım daha geriden izlediği ve finansal göstergeler ile güveni yeniden tesis etmek adına çaba sarfettiğimiz bir sürece evrildi. Söz konusu süreç, politik eksenden ekonomiyi ayırmanın ne kadar zor olduğunu ve ekonomi politikalarında izlenen rasyonel çerçevenin önemini bir kez daha ortaya koymuş oldu. 2026 yılında ilave sıkılaşma ihtiyacı mevcut koşullarda bitmiş görünüyor. Ancak yıl genelinde siyasi risklerin varlığı ekonomi politikalarında etkili olur

2026 yılına daha öngörülebilir makroekonomik gelişmelerle giriyoruz. Para politikasında izlenen sıkı ve temkinli duruş, rezerv birikiminin yeniden sağlanması ve sadeleşen makroihtiyati çerçeve ile birlikte, finansal piyasalarda dalgalanmaların daha sınırlı kaldığı bir zeminin oluştuğunu değerlendiriyoruz. Enflasyonla mücadelede sağlanan ilerleme, yavaş ve maliyetli bir süreç olsa da, beklentilerin yönetilmesi açısından önemli kazanımlar yarattı. Bu dengelenme eğiliminin 2026 yılı boyunca sürmesini bekliyoruz.

TCMB - İhtiyatlı Gevşeme ve Beklenti Yönetimi: 2026 Görünümü

2025 yılının son PPK toplantısıyla birlikte başlatılan faiz indirimi süreci, 2026 yılına girerken Merkez Bankası’nın politika duruşunun yönünü netleştirmesine imkan tanıdı. Risk ortamında oluşan artış Merkez Bankası’nın frene basıp, ek sıkılaşma ortamına gitmesine neden oldu. 2026 yılında Merkez Bankası’nın mevcut risk ortamının sabit kalması halinde ek sıkılaşmaya gitmeyebileceği görüşündeyiz. Merkez Bankası’nın politika setinin temel önceliği, hızlı ilerleyen faiz patikasıdan daha çok, elde edilen kazanımların korunması şeklinde olmasını bekliyoruz. Faiz indirimleri otomatik bir patika üzerinden her ay 250 baz puan indirim olacak şekilde değil, Merkez Bankası’nın iletişimde belirttiği gibi veri bazlı ve toplantı temelli kararlarla yürütülmeye devam edecektir. Mevcut enflasyon görünümü dikkate alındığında 2026 yılı boyunca faiz indirimlerine alan açık görünüyor. Reel faizlerin pozitif bölgede tutulmaya devam edilmesini ve para politikasında veri odaklı, ihtiyatlı bir yaklaşımın sürdürülmesini bekliyoruz. Başka bir deyişle, faiz indirimleri olsa da sıkı politika eğilimi korundu. 2026 yılında göreceli sıkılığın reel faiz yapısının pozitif tutulması, kredi kanallarına getirilen sınırların sürdürülmesi ve likiditenin yönetim biçimiyle sağlanabileceği görüşündeyiz. Aynı zamanda, kur istikrarı ve finansal oynaklığın sınırlanması açısından da kritik önem taşımaktadır.



Kaynak: TCMB, İntegral Araştırma

Özellikle yılın ilk yarısında enflasyon eğiliminin seyri, politika adımlarının temposu açısından belirleyici olacaktır. Mart ve Nisan aylarına ait enflasyon

rakamlarının, faiz indirim temposu üzerinde doğrudan etkili olacağı kanaatindeyiz. Çekirdek enflasyonun yüksek seyrini koruması ve özellikle hizmet kalemlerinde fiyatların kolay gevşememesi, Merkez Bankası'nın faiz indirim sürecinde daha temkinli davranmasına neden olabilir. Bu görünüm, yılın ikinci yarısından itibaren para politikasında manevra alanının giderek daralabileceğine işaret ediyor. Maliye politikasında disiplinli ve dengeli bir duruşun sürdürülmesi ise, para politikasının hedeflerine ulaşmasını kolaylaştıran en önemli destek unsurlarından biri olmayı sürdürecektir.

Maliye politikası tarafında daha dengeli bir çerçevenin korunması, para politikasının etkinliğini artıran temel unsurlardan biri olmaya devam edecektir. 2024–2025 döneminde belirgin olan deprem kaynaklı harcama baskılarının azalmasıyla birlikte, 2026 yılında maliye politikası para politikası denkleğinin daha sağlıklı kurulabileceği bir alan oluştuğunu düşünüyoruz. Bu durum, Merkez Bankası'nın sıkı duruşunu daha öngörülebilir bir zeminde sürdürmesine katkı sağlayabilir.

Kredi hacmine yönelik politikaların ise yılın ilk yarısında belirgin bir gevşeme sinyali taşımadığını gözlemliyoruz. 2025 yılında uygulamaya alınan sınırlandırıcı düzenlemelerin, özellikle tüketici kredileri ve ticari segmentte etkisini koruması bekleniyor. Sektörel bazda farklılaştırılmış kredi politikalarının devrede kalması, Merkez Bankası'nın parasal aktarım mekanizmasına halen müdahale ettiğini gösteriyor. Bu da karar setinin sadece faiz üzerinden değil, çok boyutlu bir araç setiyle şekillendiğine işaret ediyor.

İletişim stratejisi, 2026 yılında da para politikasının en temel dikkat edilen unsuru olmaya devam edecek. 2025 yılında PPK toplantı sayısının azaltılmasıyla birlikte toplantıların önemi daha da arttı. Hem PPK toplantıları hem de Ekonomi yönetiminin yabancı yatırımcıyla yaptığı iletişimin geçen yıla paralel bir şekilde sürmesini bekliyoruz.

Rezerv yönetimi açısından bakıldığında, TCMB 2026'ya geçmiş yıllara göre daha sağlam bir bilanço ile giriyor. Swap hariç rezervlerin artmış olması ve dış

kırılganlıkların azaldığı bir ortamda, likidite yönetimi daha sağlıklı işliyor. Bu durum, TL varlıklara yönelik yatırımcı algısını desteklerken, özellikle tahvil piyasasına olan ilginin devam etmesine imkan tanıyor. 2025'te başlayan bu eğilimin, faiz indirimi döngüsüyle birlikte ivme kazanabileceğini değerlendiriyoruz.

Sonuç olarak, Merkez Bankası 2026 yılında faiz indirimlerine başlamış olsa da, bunu para politikasında genişlemeci bir dönüş olarak değil, kontrollü bir normalleşme süreci olarak yürütüyor. Politika duruşunun ana odağında halen fiyat istikrarı ve enflasyon beklentilerinin yönetimi bulunuyor. TCMB'nin kararlarında esneklik ile tutarlılığı birlikte sürdürmesi, piyasa güveni açısından belirleyici olacaktır. Maliye politikası ile kurulacak sağlıklı eşgüdüm, dezenflasyon sürecinin kurumsallaşmasında kritik rol oynayacaktır.

Enflasyon - Daha Dengeli, Daha Sabırlı Bir Süreç

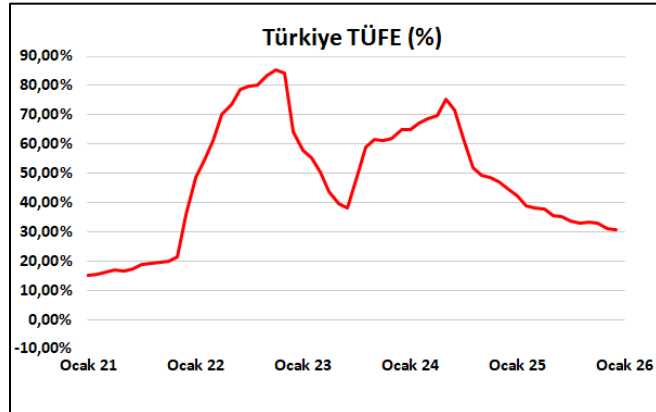
2026 yılına girerken enflasyon, eski yıllara göre daha dengeli görünüyor. Son iki yılda, alınan sıkı para önlemleri ve kurun sabit kalması enflasyondaki düşüşte zemin hazırladı. Ek olarak, baz etkisi de bu düşüşte yardımcı oldu. Tüm bu nedenlerle enflasyonda önceki yıllara göre açık bir gerileme oldu. Bu dönem, enflasyonun yönü için önemli bir nokta meydana getirdi. Şimdi ise, 2026 yılında düşüşün daha yavaş ve yatay olmasını bekliyoruz. En çok hizmet sektöründe, kira, sağlık ve eğitim gibi alanlarda fiyatların kolay düşmemesi ve maliyetin etkisi ile enflasyonun daha fazla düşmesi zorlaşıyor. Fiyatlar o alanlarda inatçı şekilde yüksek kalıyor. Bu nedenle, 2026 yılında enflasyonun belli bir seviyenin altına inmesi kolay olmayacak gibi görünüyor. Hizmet fiyatları ve bazı kalemlerdeki maliyetler bu duruma yön veriyor ve enflasyonun sınırını belirliyor.

Bu çerçevede Merkez Bankası'nın önceliğinin, enflasyonla mücadelede kazanılan alanı korumak olacağını düşünüyoruz. Para politikasında gevşeme alanı oluşsa da, beklentilerin bozulmasına adına kararlı duruşun sürdürülmesi önemli olacaktır. 2026 yılı

boyunca enflasyonun düşüş eğilimini korumasını beklemekle birlikte, bu sürecin geçmiş yıllara kıyasla daha sabır gerektiren bir yapıya büründüğünü değerlendiriyoruz.

Baz etkisi ve kur istikrarının katkısıyla 2026 yılı boyunca %23–24 bandına gerilemesi beklenebilir. Bu gerilemenin büyük kısmı yılın ilk yarısında gerçekleşirken, ikinci yarıda yataylaşma riski dikkat çekiyor. Hizmet enflasyonundaki direnç ve beklentilerdeki tam çıpalamama durumu, politika yapıcılarını elini zayıflatıyor. Enflasyonun %30’lu seviyelerin altına gerileyebileceğini öngörsek de %25’in altında kalıcılık sağlanabilmesi için uzun vadeli farklı politikalara ihtiyaç olabilir.

TCMB’nin geçici %16 hedefi korunmakla birlikte, piyasa fiyatlamalarında bu seviyeye güven zayıf. Kira, eğitim ve sağlık kalemlerinde süregelen maliyet baskıları, çekirdek enflasyonda yapışkanlığı sürdürmekte. Bu nedenle, reel faizler pozitif kalsa da, dezenflasyon sürecinin başarıya ulaşması için yalnızca para politikası değil, fiyatlamaya davranışlarına etki edecek yapısal müdahaleler gerekmektedir.



Kaynak: TÜİK, Integral Araştırma

Büyüme - Hikaye değişti mi?

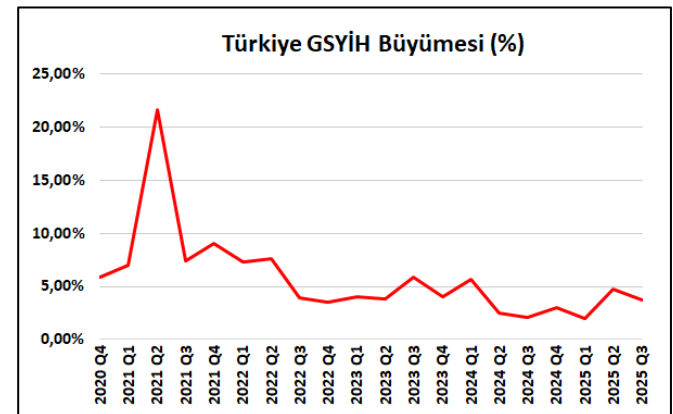
2026 yılı büyüme görünümünde, hızdan ziyade denge ve kompozisyonun ön plana çıktığı bir tablo bekliyoruz. Sıkı para politikasının ekonomiyi soğutucu etkisi büyük ölçüde geride kalırken, finansal koşulların kademeli olarak gevşemesi ekonomik aktiviteyi destekleyen bir unsur olacaktır. Bununla birlikte, geçmiş dönemlerde

olduğu gibi güçlü bir iç talep ivmesi yerine, daha kontrollü bir büyüme patikasının oluşmasını bekliyoruz.

İç talep tarafında faiz indirimlerinin etkisi zamanla hissedilecek olsa da, kredi koşullarının tamamen gevşemesi ve hızlı bir talep canlanması beklemiyoruz. Bu durum, büyümenin daha sağlıklı ve sürdürülebilir bir şekilde ilerlemesine olanak sağlayabilir. İmalat sanayi ve ihracat tarafında ise küresel koşullar belirleyici olmaya devam etti. Dış talebin büyümeye katkısının sınırlı ancak destekleyici olacağını öngörüyoruz.

Hizmet sektöründe 2024 ve 2025 yıllarına kıyasla daha ılımlı bir büyüme bekliyoruz. İnşaat ve gayrimenkul tarafında ise faiz indirimleri hızına bağlı olarak toparlanmanın daha belirginleşeceği görüşündeyiz. Bu taraftaki iyileşme yüksek maliyetler ve finansman koşullarındaki iyileşmeye bağlı olacaktır.

Genel olarak Türkiye bir politik duruş olarak büyümeden vazgeçmeyen bir yapı içinde oldu ve olamaya devam ediyor. Enflasyonla mücadele ettiğimiz en zorlayıcı yıllarda dahi büyümeden tamamen feragat edilmedi. 2026 yılında büyümede tempo kazanan ancak dengeli ilerleyen bir yapı izlenebilir. Elbette ki büyümenin içeriği yani başka bir deyişle kompozisyonu da önemlidir. İç talep ve yatırım eğiliminin beraber şekil kazanacağı bir kompozisyon olması yönünde beklentimiz bulunuyor.



Kaynak: TÜİK, Integral Araştırma

Kredi Notu – Not Artışı için hala alan var!

2024 yılında kat ettiğimiz mesafe bize not artışı olarak geri döndü. 2025 yılında ise bu artışları korumayla geçti. Yatırım yapılabilir seviyenin yaklaşık 3 kademe altındayız. 23 Ocak, 17 Nisan, 24 Temmuz ve 16 Ekim gibi kritik tarihler, Türkiye'nin makro performansının uluslararası sermaye tarafından yeniden puanlanacağı anlar olacak. Bu açıdan bakıldığında özellikle durağan olan görünümünün pozitif dönüşüne yönelik beklentimiz bulunuyor. Yılın ikinci yarısında ise not artışlarının gelebileceğini değerlendiriyoruz.

Gelişmekte olan piyasalar genelinde 2026 yılı kredi görünümünde ılımlı bir iyileşme beklentisi var. Bu ortamda, kredi derecelendirme kuruluşları genel olarak EM ülkelerinde ekonomik büyümenin görece istikrarını ve finansal göstergelerdeki düzelmeyi izliyor. Özellikle ABD ve Avrupa merkezli kurumlar, gelişmekte olanlar grubunda dayanıklılık ve dış finansman sürdürülebilirliğini ön planda tutuyor.

CDS (Credit Default Swap) primi tarafında da 2025 boyunca gözlenen düşüş, yatırımcıların Türkiye'nin görece risk priminin azaldığına inandığının bir göstergesi oldu. CDS'deki geri çekilme, uluslararası

yatırımcı ilgisinin yeniden canlanabileceğini işaret ediyor ve bu durum kredi notu görünümünü olumlu etkileyebilecek bir piyasa sinyali olarak okunabilir. CDS'deki iyileşmenin tek başına not artışı anlamına gelmediğini belirtelim. Bununla birlikte risk algısının ve borçlanma maliyetlerinin bir süre daha kontrollü seyretmesine katkı sağladığını söyleyebiliriz.

Sonuç olarak 2026 yılı bizim açımızdan kredi notu açısından hâlâ alanın bulunduğu bir yıl olarak öne çıkıyor. Bu yıl yurt içi ve yurt dışı risk unsurları sabit kalması halinde kredi notu görünümünde ve kredi notunda iyileşme bekliyoruz.

Sıradaki Not Değerlendirmeleri

23 Ocak 2026	Fitch ve Moody's
17 Nisan 2026	S&P Global
17 Temmuz 2026	Fitch Ratings
24 Temmuz 2026	Moody's
16 Ekim 2026	S&P Global

S&P	Moody's	Fitch	Not Açıklaması	Yatırım Kategorisi
AAA	Aaa	AAA	En Yüksek Derece	Yatırım Yapılabilir Düzey
AA+	Aa1	AA+	Üst Düzey	
AA	Aa2	AA		
AA-	Aa3	AA-		
A+	A1	A+	Üst Orta Düzey	
A	A2	A		
A-	A3	A-		
BBB+	Baa1	BBB+	Alt Orta Düzey	
BBB	Baa2	BBB		
BBB-	Baa3	BBB-		
BB+	Ba1	BB+	Spekülatif Düzey	Yatırım Yapılamaz Düzey
BB	Ba2	BB		
BB-	Ba3	BB-		
B+	B1	B+	Yüksek Spekülatif Düzey	Düşük Düzey
B	B2	B		
B-	B3	B-		
CCC+	Caa1	CCC	Ciddi Risk Düzeyi	
CCC	Caa2		Aşırı Spekülatif Risk Düzeyi	
CCC-	Caa3		İflas Riski Düzeyi	
CC	C		İflas Eşiği Düzeyi	
C			Batık Düzey	
D	D	DDD		
		DD		
		D		

2026 Yılı Makroekonomik Projeksiyonlar

			Orta Vadeli Program			İntegral Yatırım
	2024	2025	2026 P	2027 P	2028 P	2026 T
TÜFE (dönem sonu)	44,4%	30,9%	16,0%	9,0%	8,0%	25,0%
GSYİH (milyar TL)	44.587	62.179	77.257	89.406	101.397	74.256
GSYİH (milyar USD)	1.358	1.569	1.658	1.763	1.886	1.547
GSYİH Büyümesi (%)	3,3%	3,3%	3,8%	4,3%	5,0%	3,5%
Cari İşlemler Dengesi (milyar USD)	-10,4	-22,6	-22,3	-20,5	-18,5	-26,3
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH	-0,8%	-1,4%	-1,3%	-1,2%	-1,0%	-1,7%
İşsizlik Oranı	8,7%	8,6%	8,4%	8,2%	7,8%	8,7%
TCMB Politika Faizi (dönem sonu)	47,5%	38,0%	-	-	-	29,0%
USD/TRY (dönem sonu)	35,38	42,96	-	-	-	53,00
Brent Petrol (USD) (dönem ortalaması)	80,5	70,0	65,0	65,1	65,6	55,0 - 60,0
EUR/USD (dönem sonu)	1,0359	1,1752	-	-	-	1,2000

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, TÜİK, TCMB, Matriks, İntegral Araştırma
T: Tahmin **P:** Program

2026 Yılı Önemli Tarihler

2026 Yılı Önemli Tarihler											
Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
22 - TCMB Faiz Kararı	5 - ECB/BoE Faiz Kararı	12 - TCMB Faiz Kararı	17 - S&P Kredi Notu	12 - MSCI Endeks Değişiklikleri	11 - TCMB/ECB Faiz Kararı	17 - Fitch Kredi Notu	12 - MSCI Endeks Değişiklikleri	10 - TCMB/ECB Faiz Kararı	16 - S&P Kredi Notu	3 - ABD Ara Seçimleri	9 - Fed Faiz Kararı
23 - BoJ Faiz Kararı	10 - MSCI Endeks Değişiklikleri	18 - Fed Faiz Kararı	18 - Dünya Bankası Ekonomik Forumu	14 - TCMB Enflasyon Raporu	15 - BoJ Faiz Kararı	23 - TCMB/ECB Faiz Kararı	13 - TCMB Enflasyon Raporu	16 - Fed Faiz Kararı	18 - Dünya Bankası Ekonomik Forumu	5 - BoE Faiz Kararı	10 - TCMB Faiz Kararı
23 - DAVOS Dünya Ekonomik Forumu	12 - TCMB Enflasyon Raporu	19 - ECB/BoJ/BoE Faiz Kararı	22 - TCMB Faiz Kararı	15 - CI Kredi Notu	17 - Fed Faiz Kararı	24 - Moody's Kredi Notu		17 - BoJ/BoE Faiz Kararı	22 - TCMB Faiz Kararı	11 - MSCI Endeks Değişiklikleri	17 - ECB/BoE Faiz Kararı
23 - Fitch / Moody's Kredi Notu			28 - BoJ Faiz Kararı	22 - TCMB Finansal İstikrar Raporu	18 - BoE Faiz Kararı	29 - Fed Faiz Kararı			28 - Fed Faiz Kararı	12 - TCMB Enflasyon Raporu	18 - BoJ Faiz Kararı
28 - Fed Faiz Kararı			29 - Fed Faiz Kararı			30 - BoE Faiz Kararı			29 - ECB Faiz Kararı	13 - CI Kredi Notu	
			30 - ECB/BoE Faiz Kararı			31 - BoJ Faiz Kararı			30 - BoJ Faiz Kararı	15 - G20 Zirvesi	
										27 - TCMB Finansal İstikrar Raporu	

Kaynak: İntegral Araştırma

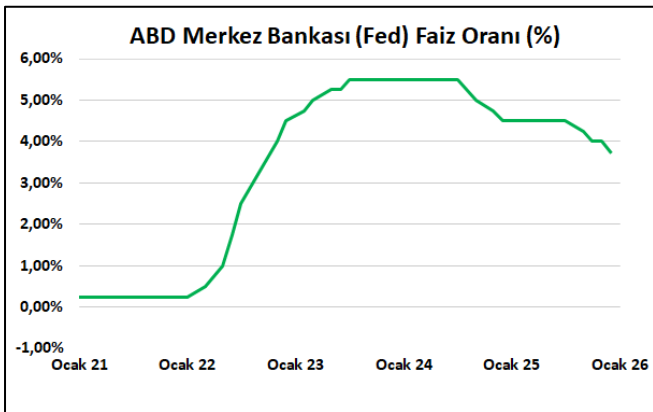
AMERİKA

ABD Ekonomisi Öncülüğünde 2026'da Kırılgan Küresel Denge

2025 yılı ABD için tarifelerin hakim olduğu bir yıl oldu. Trump yönetiminin 2 Nisan'da açıkladığı tarifelerle birlikte piyasalarda dalgalanmalar yaşandı. Tarifelerle ilgili belirsizlikler nedeniyle Fed yetkilileri faiz indirim sürecine sıcak bakmadı. Faizlerin uzun süre yüksek seviyelerde tutulması, ABD'de uygulanan ertelenmiş istifa programı ve işten çıkarmaların artmasıyla birlikte istihdam piyasasında ciddi bir zayıflama oluştu. Mevcut durumda ise tarifelerin 2025 yılında enflasyona beklendiği gibi bir etkisi olmadığı artık anlaşıldı diyebiliriz. Ayrıca tarifelerin etkisinin tek seferlik olacağını varsayarsak gelecek yıl için enflasyonda ılımlı bir seyir gözlemleyebiliriz. Bu bağlamda Fed'in önceliğinin istihdam olacağını düşünerek ek faiz indirimlerinin gündeme gelmesi muhtemel olabilir.

2026 yılı için ise dört önemli ana başlık bizleri bekliyor.

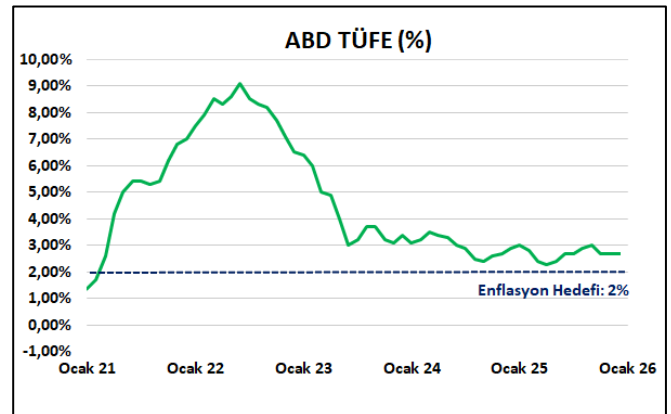
- Amerika Merkez Bankası yeni başkanı,
- Yapay zeka harcamaları,
- 2025 yılının ana konusu olan tarifeler ve etkisi,
- Var olan ve/veya potansiyel jeopolitik riskler,
- ABD'nin borç yapısı.



Kaynak: The Federal Reserve (Fed), Integral Araştırma

2026 yılının dolar için risk taşıdığını söyleyebiliriz. Mayıs ayında Powell'in görev süresinin bitmesi nedeniyle yeni bir Fed Başkanı göreve başlayacak. Yılın son haftalarında bu ismin Kevin Hasset olma olasılığı yüksek

görünürken aynı zamanda başka adaylarında olduğunu hatırlatalım. ABD Başkanı Trump yaptığı açıklamalarda kendisiyle aynı fikirde olmayan hiç kimsenin Fed Başkanı olamayacağına yönelik söylemleri önem arz ediyor. Trump'a yakın bir ismin göreve gelmesi durumunda Fed'in bağımsızlığı sorgulanabilir. Ancak henüz bu durumun böyle olup olmayacağı net değil. Cumhuriyetçilerden Trump'a yönelik huzursuz sesler çıkmaya başladı. Bazı Cumhuriyetçiler, Fed'in daha öngörülebilir ve rasyonel kararlar alması gerektiğini savunuyor. Bunun için Powell yerine gelecek yeni başkanın bağımsızlığının sorgulanmaması parti içindeki bazı isimler için de önem arz ediyor. Senato'da çoğunluk Cumhuriyetçilerde olsa da bazılarının bu kararı reddetmesi halinde Trump'ın istediği durumun gerçekleşmeme olasılığı bulunuyor. Aslında Cumhuriyetçilerin bu endişelerinin sebep olduğu kısa bir fragmanı yıl içinde izledik. Trump'a yakın bir isim olan Kevin Hasset'in yeni Fed Başkanı olacağına dair haber akışları dolar endeksinde bir miktar zayıflamaya yol açmıştı. Bu nedenle Trump ile aynı parti içinden muhalif seslerin yükselmesi göz ardı edilmemesi gereken bir olasılık. Ancak hali hazırda dolar endeksinde 100 seviyesinin üzerinde bir kalıcılık sağlanamadı. Eğer Trump'a yakın bir isim yeni Fed Başkanı olursa, hem dolar endeksinde yaşanan zayıf trendin devam etmesinin muhtemel olduğu görüşünderiz.



Kaynak: U.S. Bureau of Labor Statistics, Integral Araştırma

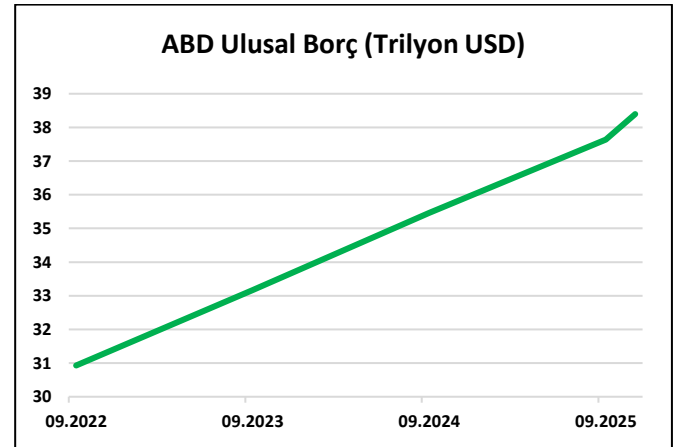
Özellikle 2025 yılının son çeyreğinde yapay zeka balonunun gündeme geldiğini gözlemledik. Yapay zeka yatırım harcamaları piyasa katılımcıları açısından tepki

çektii. Bu harcamalarla birlikte balon tartışmalarının gündeme gelmeye devam etmesi muhtemel. ABD ve Çin'in açık bir şekilde yapay zeka yarışına girdiğini söyleyebiliriz. 2025 yılı içinde gümüş fiyatlarında ciddi bir yükseliş yaşandı. Aslında gümüş fiyatları da bu çerçeveyi doğrular nitelikte. Bu yükseliş hareketini spekülative bir yükselişten ziyade yapısal bir dönüşümün öncüsü olarak değerlendiriyor ve 2026 için önemli bir gündem maddesi olacağını düşünüyoruz. Veri merkezlerinin ihtiyaç duyduğu enerji ihtiyacı ise sektörel bazlı ayrışmalara yol açabilir. Yapay zeka harcamalarının yüksek seviyelerde gerçekleşmesi durumunda hükümetlerin de bu giderlere destek verme olasılığının olduğu bir yıl olabilir. Bu çerçevede yatırım harcamalarını ve yapısal dönüşüm içerisinde yaşanan trendi yakından takip ediyor olacağız.

Tarifelere gelecek olursak. Yılın son çeyreğinde tarifelere bağlı dalgalanmalar senenin geri kalanına nispeten daha stabildi. ABD'nin tarifeleri bir ekonomik politikadan ziyade tehdit aracı olarak kullanıyor olması piyasalarda dalgalanmalara yol açıyor. Bu bağlamda 2026 yılında yine tarifelere bağlı olarak dalgalanmalar yaşanabilir. ABD ve Çin arasındaki tarife gerilimi bir miktar azalmış olsa da mevcut yapının kırılgan bir zemin üzerinde durduğunu söylemek yanlış olmaz. Tarife tartışmalarının yeniden gündeme gelmesi Fed'in izleyeceği patika açısından belirsizlik oluşturabilir fakat maliyetlerden kaynaklanan bir enflasyonun yüksek faiz ile kontrol altına alınması çabası bir tartışma konusu olabilir. Her ne kadar yılın sonuna doğru bu tartışmalar azalmış olsa da hala bir risk unsuru olduğunu belirtelim.

2025 Kasım ayında ABD'nin toplam borcu 38 Trilyon dolar seviyesine ulaştı. Böylelikle faiz yükü önemli seviyelerde seyreliyor. Artan borçluluk ve yüksek faiz ödemelerine rağmen ABD 10 Yıllık tahvil getirileri %4 seviyelerinde seyrini koruyor. Fed'in faiz indirimleri gerçekleştirmesi durumunda getirilerin aşağı yönlü hareket etmesi beklenebilir ki faiz yükünün azalması için önemli bir adım olur. Fakat tahvil getirileri için risk oluşturan durumlar hali hazırda oluştu. ABD'nin ihraç ettiği tahvillerde Japonya'nın payı göz ardı edilemeyecek seviyede. Mevcut durumda Japonya'nın

bulunduğu ekonomik koşullar ABD tahvillerinin ağırlığını azaltması ile sonuçlanabilir. Bu durum tahvil getirilerinin yükselmesini destekleyebilir. Diğer taraftan Fed Başkanı'nın değişecek olması ise tahvil getirileri açısından bir diğer önemli unsur. Bu bağlamda yatırımcıların risk algısı değişebilir ve Fed'in tahvil getirileri üzerinde kontrolü kaybetmesi söz konusu olabilir. Ayrıca ödenmesi gereken borçlarda sorun yaşanmaması için emisyon yoluna gidilebilir. Bu durum hisse senedi değerlemelerinde etkili olabilir ve risk algısı için son derece önemli olacaktır. Genel olarak kötü bir senaryo izlenmesi durumunda böyle bir olasılığı göz önünde bulundurmanın faydalı olacağını düşünüyoruz.

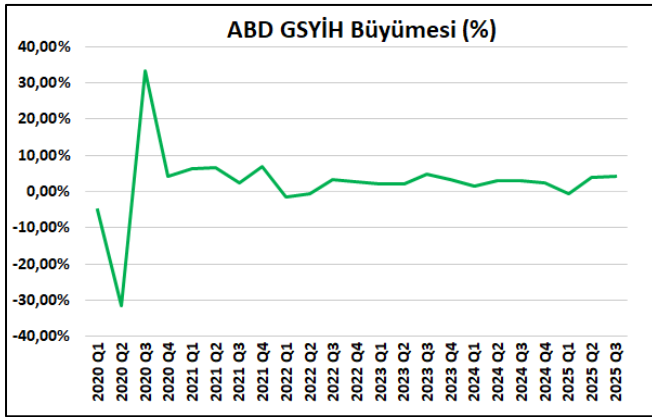


Kaynak: The Bureau of The Fiscal Service, Integral Araştırma

2025 yılında Rusya-Ukrayna arasındaki müzakerelerin sık sık gündeme geldiği bir yıl geçirdik. Yılın son günü itibarıyla bir barış anlaşması çıkmaması küresel risk primlerinin yüksek seyretmesine neden oldu. 2026'nın ilk haftalarında ABD-Venezuela arasında tansiyonun arttığı bir senaryo gözlemledik ki Maduro'dan sonra ABD'nin orada nasıl bir yapılanmaya gideceği hala belirsizlik taşıyor. Ayrıca Trump'ın Grönland ile ilgili söylemleri ise hafife alınmamalı. Stratejik konumuyla birlikte öne çıkan ada, Trump'ın özellikle istediği bir bölge. Küresel risk primleri açısından bu konuların öne çıkacağı bir yıl izleyebiliriz. Avrupa'da ise savunma endişeleri devam ediyor. Polonya ile Belarus arasındaki sınırda hareketlilik olduğuna yönelik haber akışları mevcut. Rusya ve Avrupa ülkeleri arasındaki gerilimin seyri ise küresel risk algısını belirleyen önemli bir unsur

olabilir. Orta Doğu'da İsrail'in saldırgan tavırları ve İran ile aralarındaki çekişme zaman zaman riskleri artırabilir.

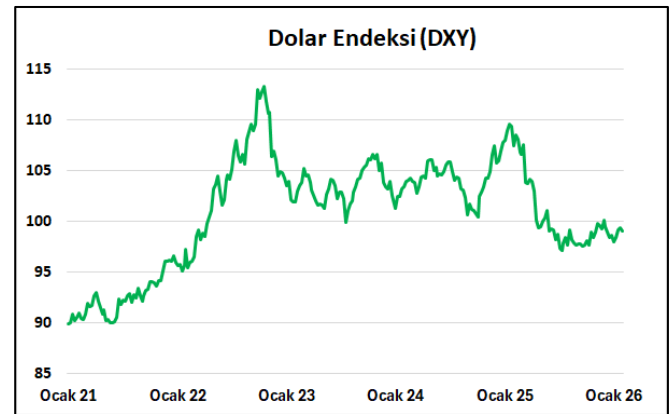
2026 yılının Kasım ayında ise ABD'de ara seçim tartışmaları gündeme gelecektir. Gerçekleşecek olan seçim siyasi gücün hangi yönde olacağına yönelik belirsizlikleri yanında getiriyor. Bu nedenle kasım ayına doğru gerçekleştirilecek olan anketlerle birlikte önden fiyatlamalar yaşanabilir. Siyasi iktidarın bu zaman diliminde atacağı adımlar ara seçime kadar önemli olacaktır. Çoğunluğun iktidar partisi tarafından oluşmaması durumunda Trump yönetiminin atacağı adımlar kısıtlanabileceğinden dolayı seçim öncesi anketlerle birlikte dalgalı bir seyir gözlemleyebiliriz.



Kaynak: U.S. Bureau of Economic Analysis, Integral Araştırma

ABD'de son ekonomik verileri yorumlamak gerekirse, aralık ayı işsizlik oranı %4,4 seviyesinde gerçekleşti. Eğer 2025 kasım ayı verilerini dikkate almazsak, 2021 Ekim ayından bu yana en büyük işsizlik seviyesine işaret ediyor. Diğer taraftan Kasım ayı enflasyon verisi %3,1 oranında beklentilere karşın %2,7 seviyesinde gerçekleşti. Bu senaryo bize San Francisco Fed Başkanlığı'nın gerçekleştirdiği çalışmayı anımsatıyor. Çalışmada ABD'nin 150 yıllık tarifelerle ilgili politikaların ekonomisine olan etkisi incelendiğinde, işsizliğin arttığı ve enflasyonun düştüğü sonucu elde edilmişti. Mevcut durumda bu araştırmanın dışında bir veri gözlemlemedik. Önümüzdeki yıl istihdam piyasasındaki zayıflığın öne çıkması muhtemel görünüyor ki bu da piyasalara pozitif yansiyabilir. Fed'in enflasyon beklentilerini aşağı yönlü revize etmesi ve büyüme beklentileri yükseltmesi pozitif bir senaryoya işaret

ediyor. Enflasyona gelecek olursak yapışkanlık olduğunu söylemek yanlış olmaz fakat istihdam riskinin gündeme gelmemesi için iş gücü piyasasının güçlenmesini destekleyici adımlar görmemiz önem arz ediyor. Bu durum dolar endeksinde bir zayıflık yaratabilir. Ayrıca yeni Fed başkanı eğer Trump'ın görüşlerine yakın olursa dolara yönelik risklerin yüksek olacağı bir yıl izleyebiliriz. Faiz indirim patikasını etkileyecek riskler ise tarifelerle birlikte tedarik zincirine yönelik zedeleyici hamleler olabilir. Fakat Fed'in bu durumda nasıl davranacağı hem başkan değişikliğinden hem de istihdam piyasasının ne kadar önemsendiği ile alakalı olacaktır. Bizim genel beklentimiz ek faiz indirimlerinin gerçekleşeceği yönünde.



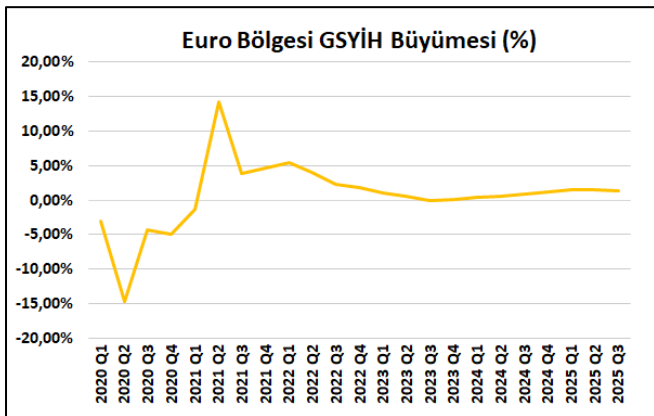
Kaynak: Matriks, Integral Araştırma

AVRUPA

Avrupa'da politik yara ve döngüsel yorgunluk geride mi kalıyor?

Zorlu geçen bir önem sonrasında 2026 yılı, Avrupa ekonomisi için bir dönüm noktası olabilir. Bu yıl, Avrupa için uzun bir yorgunluk ve sürekli durgunluk döneminden sonra yapısal dönüşüm ve/veya normalleşmeye dönüş olabilir. Elbette ki tüm bunları risklerin stabil kaldığı bir ortam için söylüyoruz. Avrupa yapısal sorunlarla uğraşmak zorundayken, savunma, altyapı, enerji güvenliği açısından uzun vadeli bir toparlanmaya odaklanmak için ilk adımları da atmaya başladı.

Euro Bölgesi için GSYİH büyüme tahmini %1,1-%1,4 aralığında. 2026'da Euro Bölgesi'nin toplam büyümesini %1,2 olarak öngörüyoruz. Almanya'nın teşvikleri, Euro Bölgesi'nin toparlanmasını hızlandıracak. Özellikle uzun süredir imalat sektöründe daralma yaşayan Almanya toparlanmaya öncülük ederse, büyüme %1,5'e yükselebilir. Ancak, İspanya'da azalan GSYİH büyümesi, ABD tarifelerinin olası etkileri, ihracatı aşağı çeken güçlü bir Euro ve Almanya, Fransa ve İtalya'da devam eden huzursuzluk gibi sorunlar artışı engelleyebilir. Bu etkilerin ne kadar derin olacağı henüz öngörmek güç. Yıl boyunca gelişmelerin nasıl şekilleneceğini göreceğiz.

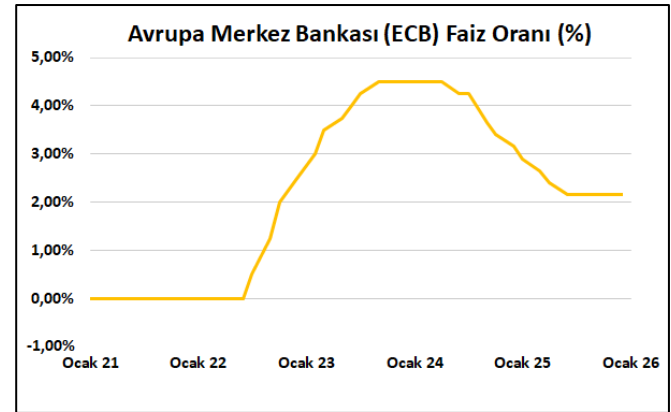


Kaynak: Eurostat, Integral Araştırma

Avrupa Merkez Bankası (ECB), enflasyonun 2026'da ortalama %1,9 olacağını öngörüyor. Enflasyon oranını düşüren ana faktörlerden biri, Çin'in ihracat kaynaklı deflasyon için aşırı kapasitesidir. Mali açıdan, Avrupa,

eski kemer sıkma politikalarını terk ederek yeni bir kamu yatırımları döngüsüne girecek. Özellikle Almanya'nın savunma ve altyapı harcamalarında borç freni kuralını gevşetme isteği ve Avrupa genelinde savunma harcamalarını GSYİH'nin %5'ine çıkarma taahhütleri, yerel sanayi için yeni büyüme beklentilerini ve Avrupa'nın yeniden sanayileşme stratejilerini yönlendiren önemli bir faktör temsil ediyor. Bu, bölgeye hem dış talep hem de yeni yerel yapısal projelere dayalı bir büyüme döngüsünü sürdürme şansı verecektir.

Para politikası açısından, Avrupa Merkez Bankası muhtemelen sabit faiz oranlarında kalacak, ancak büyüme ivmesi yakalanmazsa, faiz indirimleri (ECB genellikle %2'de tutsa da) daha olasıdır. Avrupa Merkez Bankası'nın pozisyonu, Fed'in hala daha temkinli olabileceği bir ortamda farklılık gösteriyor. Bazı uzmanlar, ECB'nin %2'lik nötr faiz oranında kalacağını öngörüyor, ancak Morgan Stanley gibi kurumlar, dezenflasyon beklenenden çok daha fazla ısındıkça oranların %1,5'e düşebileceğini tahmin ediyor. Böyle bir gevşeme hareketi, kredi piyasalarının likiditesini artırabilir, şirketler için finansmana erişimi iyileştirebilir ve maliyet seviyelerinin değişmeden kalmasının beklendiği ekonominin toparlanmasına yardımcı olabilir.



Kaynak: European Central Bank (ECB), Integral Araştırma

Avrupa piyasaları, ABD ile olan büyük değerleme farkı nedeniyle 2026 için yatırımcılar için yüksek çeşitlendirme potansiyeli sunuyor. Artık Avrupa hisselerinin küresel emsallerine kıyasla daha cazip değerlemelerle fiyatlandığını söyleyebiliriz. Özellikle Avrupa bankacılık sektörü, küresel finansal krizden bu

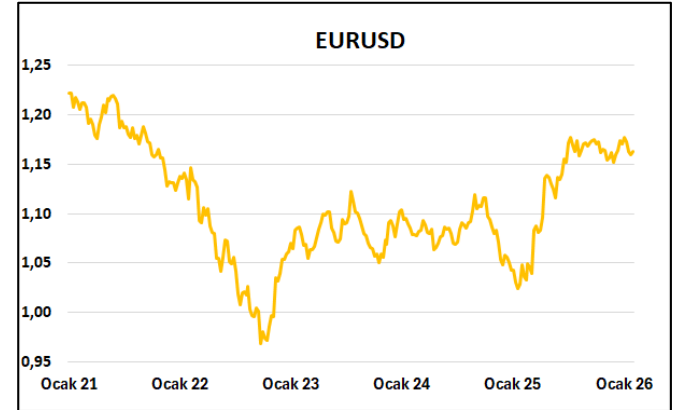
yana tarihsel ortalamalarının altında işlem görüyor, ancak güçlü sermaye yapıları ve yüksek temettü getirileri ile de dikkat çekiyor. Danimarka, Portekiz ve Hollanda, hisse senedi bazlı analizlerde indirimli piyasalar olarak tanımlanıyor ve Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinin ardından Avrupa'da savunma harcamalarındaki artış, havacılık, savunma ve enerji dönüşümü gibi tematik alanları bölge için en dirençli yatırım anlatıları haline getirecek.

İç tüketim cephesinde, Euro Bölgesi'nin hane halkı tasarruf oranı pandemi öncesi ortalama değerlerin 3 puan üzerinde, 2026 için bir büyüme alanı sunuyor. Enerji krizinin etkisi tamamen ortadan kaldırılabilir ve enflasyon %2 hedefinde ılımlı bir yapıya dönüşürse, bölge ekonomisi beklentileri aşabilir. Tüketicilerin tasarruflara yeniden yatırım yapmaya başlaması durumunda büyüme %1,5'in üzerine çıkabilir. Ancak bu daha olumlu beklenti, hükümetin emeklilik ve sosyal politika gelişmelerindeki belirsizliklerin üstesinden gelme kapasitesine bağlı olabilir.

Genel görünüm daha iyileşiyor gibi görünse de, Fransa'daki siyasi istikrarsızlık ve parçalanmış Ulusal Meclis, bölgedeki en kırılgan alanlardan biri olmaya devam ediyor. Ayrıca, Çin'in aşırı ihracat baskısı ve Pekin'in nadir toprak elementleri üzerindeki kontrolleri de Avrupa'nın teknolojileri ve üreticileri için önemli zorluklar yaratıyor. 2026 yılı riskleri de içinde barındıran bir olmasına karşın Avrupa için daha ılımlı bir toparlanma yılı olabilir.

Euro/Dolar paritesi için en önemli görünüm hiç kuşkusuz ki Dolar Endeksinin (DXY) nereye evrileceğine bağlı olacaktır. 2024 yıl sonu ve 2025 yılının başında Trump'ın başkanlık koltuğuna oturacağı fiyatlaması yaptı ile Dolar diğer gelişen ülke para birimleri karşısında güçlendi. DXY 100 seviyesi yakınlarından başladığı yükselişi 110 seviyesine kadar sürdürdü. Buna karşın Trump'ın koltuğa oturduktan sonra tarife krizi yaratması Dolara karşı güvensizliği de oluşturmuş oldu. Böylelikle 2025 yılında dolar endeksi en son 2022 yılı Şubat ayında gördüğü seviyelere geriledi. Dolar endeksinde şimdilik 96 seviyesinin dip oluşturduğu düşüncesindeyiz. Buna karşın Trump birçok konu başlığı

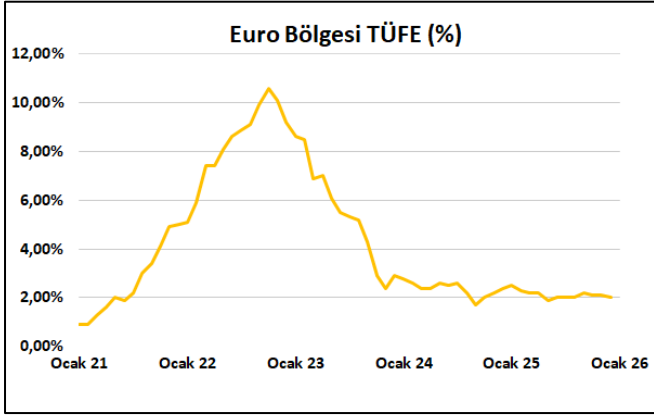
oluşturmaya devam ediyor. Dolayısıyla yılın ilk yarısında dolar endeksinde zayıf seyrin sürmesine yönelik beklentimiz de sürüyor. Dolar endeksindeki dip beklentimiz yaklaşık 94 seviyesini oluştururken, yılın ikinci yarısından sonra Kasım ayında gerçekleşecek ara seçimlerle birlikte DXY'de görece daha güçlü bir eğilim beklentimiz bulunuyor.



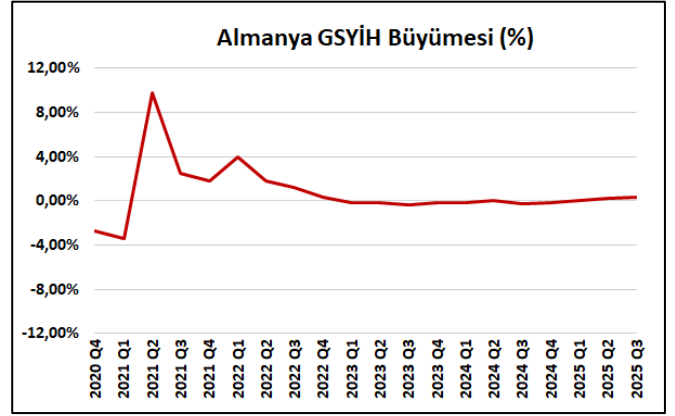
Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma

Euro/Dolar için yılın ilk yarısından daha güçlü duran ancak ara seçimlere yönelik beklentilerin ve gündemin oluşturacağı eksende Dolar endeksi baskısının oluşabileceği görüşündeyiz. Bununla birlikte, özellikle faiz farklarındaki değişimler ve risk primlerine bağlı olarak tahminler farklılık gösterebilir. Ancak kurum olarak EURUSD kurunun 1,22 seviyelerine doğru yükselebileceği beklentimizi koruyoruz. Ancak yılın ikinci yarısından sonra daha baskılı bir eğilim oluşabilir.

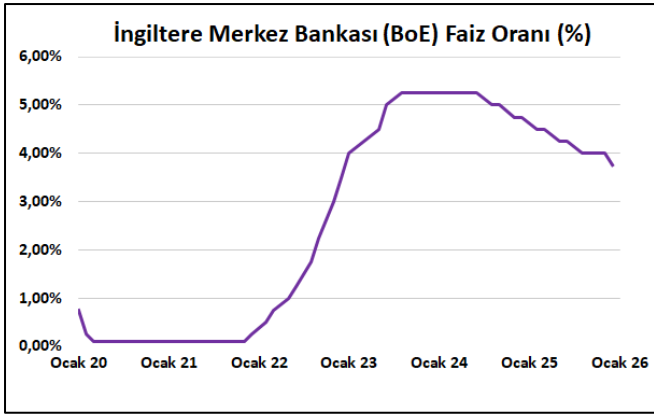
Fed'in faiz indirimlerinde Avrupa Merkez Bankası'na göre daha fazla baskı altında kalması ve Almanya'da beklenen mali gevşeme (savunma ve altyapı harcamaları), euroyu destekleyen ana unsurlar arasında olacağı beklentisindedir. Buna karşın yılın ikinci yarısından sonra ECB ve BoE faiz indirimlerine devam ederse Euro daha baskılı bir hal alabilir ve 1.1480 seviyesinin altında oluşabilecek bir gerileme de baskı aratabilir. Yılın ikinci yarısından sonra Dolar endeksinde şimdikinden daha farklı ve ara seçimlere odaklı bir eğilim görmemiz de muhtemel. Tüm bunlara ek olarak, Fed'in bağımsızlığının yeniden şekillenmesi ve ABD'nin bütçe açığının büyümesinde yüksek bir yer teşkil etmesi ve artan borç ihraç hacmi doların rezerv para birimi olarak güvenilirliğinde baskı oluşturabilir.



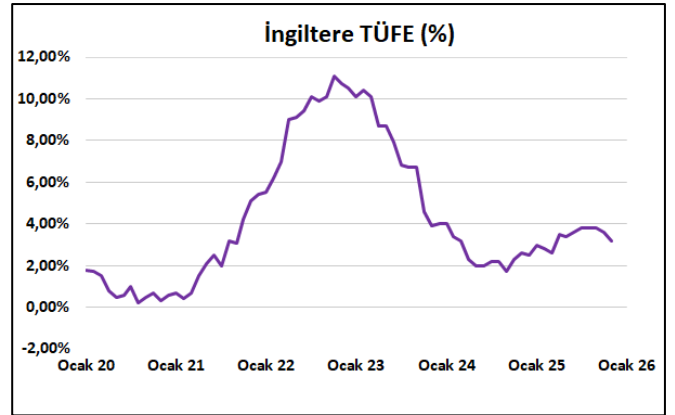
Kaynak: Eurostat, İntegral Araştırma



Kaynak: Statistisches Bundesamt Deutschland, İntegral Araştırma



Kaynak: Bank of England (BoE), İntegral Araştırma

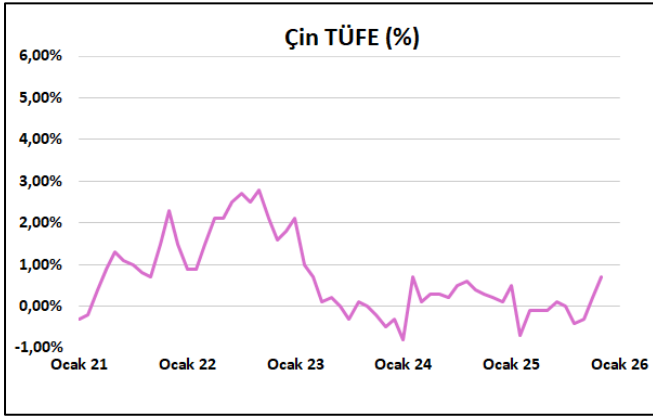


Kaynak: The Office for National Statistics, İntegral Araştırma

Asya

Çin: Geleneksel modelden, teknolojiye dayalı modele geçiş

Asya ekonomileri 2026 yılına küresel ortalamaların üzerinde bir büyüme görünümüyle girse de, bölgenin uzun yıllar boyunca alışık olduğu yüksek ve istikrarlı büyüme temposunun henüz gerisine dönülemediği bir dönemden geçiliyor. Bölge genelinde iç talep, sanayi üretimi ve teknoloji yatırımları büyümeyi desteklemeye devam ederken, ticaret politikaları, jeopolitik başlıklar ve küresel finansal koşullar Asya varlıkları açısından seçiciliğin önemini artırıyor.



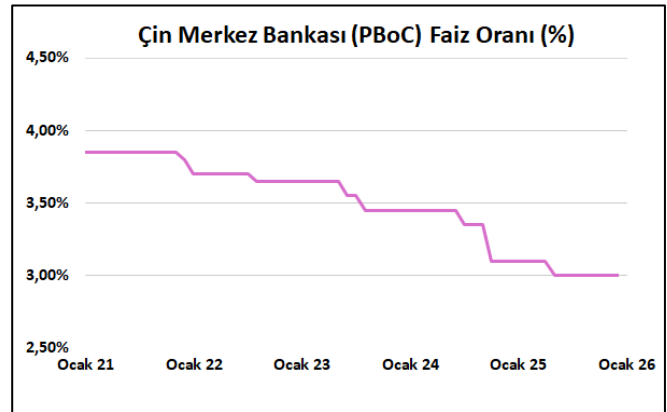
Kaynak: National Bureau of Statistics of China, İntegral Araştırma

Çin ekonomisi açısından 2024 ve 2025 yılları, büyüme modelinin sınırlarının daha net hissedildiği bir dönem oldu. 2024'te büyüme %5 hedefinin altında kalırken, açıklanan büyük ölçekli teşvik paketlerinin iç tüketim ve emlak piyasasında beklenen etkiyi yaratmaması hayal kırıklığı yarattı. 2025'te resmi büyüme hedefi yeniden %5 olarak belirlenmiş olsa da, bu hedefe ulaşılmasının dış ticaret koşullarına ve özellikle Trump yönetiminin gümrük tarifeleri politikasına oldukça duyarlı olduğu görülüyor.

2026 yılına gelindiğinde Çin için daha gerçekçi büyüme beklentisi %4,5 civarında şekilleniyor. Bu oran tarihsel ortalamaların altında kalsa da, düşük enflasyon hatta zaman zaman deflasyona yaklaşan fiyat dinamikleri hem mali hem de parasal tarafta politika alanı yaratıyor. Çin Merkez Bankası'nın agresif faiz indirimleri yerine likidite yönetimi ve zorunlu karşılık oranları üzerinden

daha kontrollü bir destek vermesi bekleniyor. Bankacılık sistemini zorlamadan büyümeyi dengelemeyi amaçlayan bir süreçte işaret ediyor.

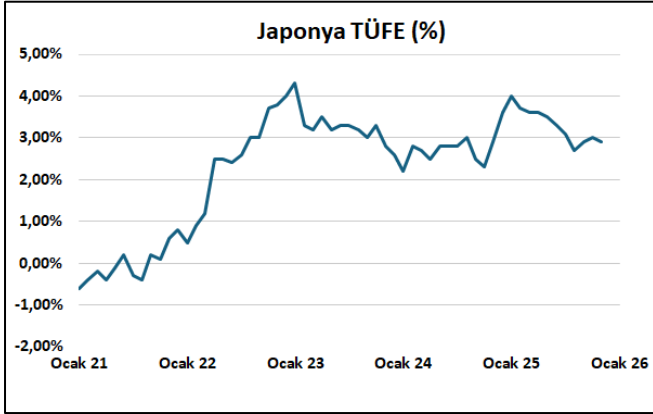
ABD ile ticaret gerilimlerinin 2026'da da gündemde kalacağına kesin gözüyle bakıyoruz. Ancak 2026 Kasım ayında gerçekleşecek ABD ara seçim öncesi Trump bu konuda vites küçültmek zorunda kalabilir. Başka bir deyişle, 2025'te zaman zaman Trump'ın yaşattığı yüksek panik havasının küresel piyasalar üzerinde aynı ölçüde tekrar etmesini beklemiyoruz. Şanghay Kompozit Endeksi'nin dolar bazında son bir yılda sergilediği güçlü performansın ardından, 2026'da daha dengeli ama pozitif bir seyir öne çıkmasını bekleriz. Yuan tarafında ise rekabet gücü, ihracat ve finansal istikrar dengesi gözetilerek daha sınırlı bir güçlenme eğilimi beklenebilir.



Kaynak: People's Bank of China (PBoC), İntegral Araştırma

Japonya: Savunma, teknoloji odaklı yeni mali görünüm

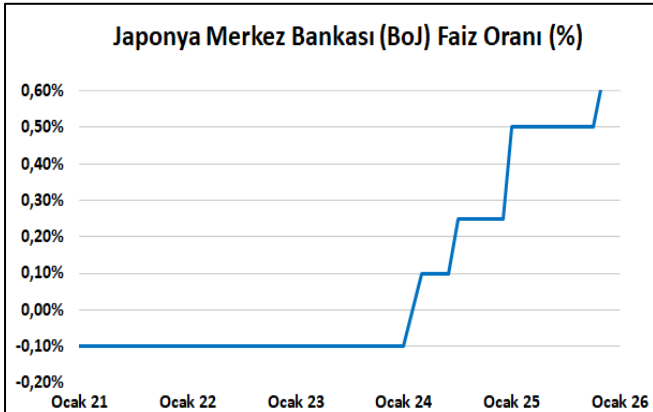
Japonya cephesinde ise uzun yıllar süren düşük enflasyon döneminin ardından daha farklı bir dengeye geçildiğini izledik. 2022'den bu yana fiyat baskılarının kalıcı hale gelmesiyle birlikte, Japonya Merkez Bankası negatif faiz politikasını geride bıraktı ve 2025 yılında faiz artışlarına devam etti. 2026'ya girerken politika faizinin son 30 yılın en yüksek seviyelerine yaklaşmış olması nedeniyle para politikasında normalleşmenin artık net bir çerçeveye oturduğunu gösteriyor olabilir.



Kaynak: Statistics Bureau of Japan, Integral Araştırma

2025'in üçüncü çeyreğinde yaşanan büyüme zayıflığı faiz artışlarının hızına dair soru işaretleri yarattı. Ekonomi yönetimi 2026'da toparlanmanın yeniden ivme kazanacağı görüşünü koruyor. Yeni Başbakan Takaichi döneminde savunma, yarı iletkenler, yapay zekâ ve ileri teknoloji yatırımlarının ön plana çıkması, Japonya'nın büyüme kompozisyonunu daha stratejik sektörlere kaydırıyor. Bu çerçevede Tokyo Borsası'nın küresel piyasalara paralel hareket etmeyi sürdürmesi ve 2026'da da çift haneli getiri potansiyelini koruması bekleniyor.

Yen tarafında ise yıl boyunca dalgalı bir seyir öne çıkabilir. Olası müdahaleler ve faiz farklarındaki değişimler, para biriminin aşırı değer kaybını sınırlayabilecek unsurlar olarak izleniyor. Burada Euro/Dolar paritesinin seyri belirleyici olabilir. Bir diğer yandan yılın ikinci yarısından sonra ara seçim beklentilerine bağlı olarak Dolar endeksinde yaşanabilecek oynaklık Yen'in Dolar karşısındaki seyrini belirleyecektir.



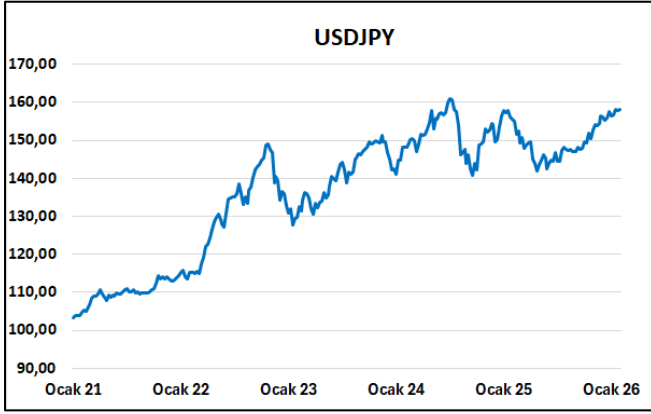
Kaynak: Bank of Japan (BoJ), Integral Araştırma

Diğer Asya ekonomileri: Ayrışma belirginleşiyor

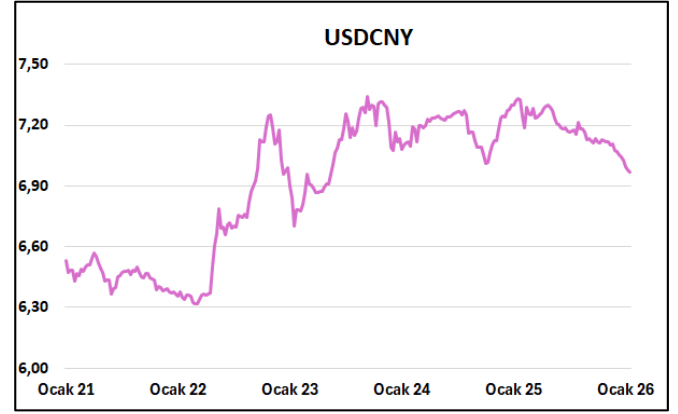
Bölgenin geri kalanında ise tablo daha heterojen. Hindistan, güçlü iç talep, görece düşük enerji maliyetleri ve üretim tarafındaki canlılık sayesinde Asya'nın pozitif ayrışan ekonomilerinden biri olmaya devam ediyor. Güney Kore'de yarı iletken sektörüne bağlı dalgalanma sürerken, Vietnam düşük maliyetli üretim yapısı ve doğrudan yabancı yatırımlar sayesinde bölgesel üretim merkezi olma konumunu güçlendiriyor.

Buna karşılık Tayland, Pakistan, Bangladeş ve Malezya gibi ülkelerde siyasi belirsizlikler, finansman sorunları ve yapısal kırılganlıklar büyüme görünümünü sınırılıyor. Singapur'da ise teknik durgunluk sonrası toparlanmanın zayıf kalması dikkat çekiyor.

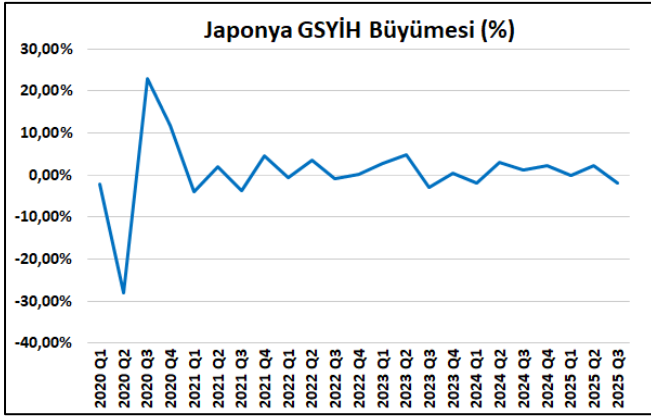
Özetle, 2026 yılı Asya için yüksek büyümeden çok, daha dengeli, daha seçici ve daha temkinli bir büyüme yılı olmaya aday görünüyor. Trump faktörü de Çin üzerinde önemli bir belirsizlik kapısını açık tutmaya devam ediyor. Çin ve Japonya başta olmak üzere büyük ekonomilerde atılacak politika adımları, bölge varlıklarının yönünü belirlemede kritik rol oynarken, yatırımcılar açısından ülke ve sektör bazlı ayrışmanın belirginleştiği bir yıl öne çıkıyor.



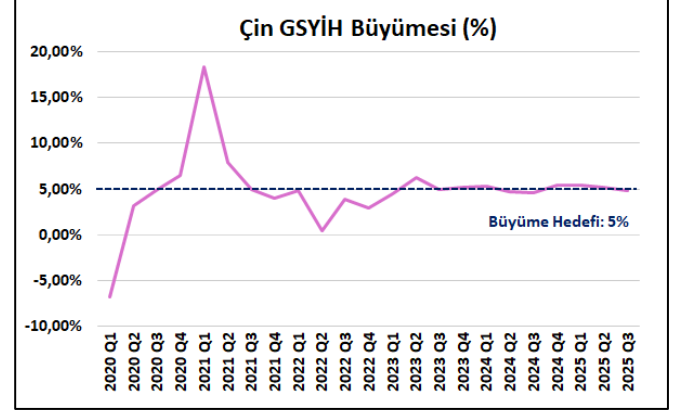
Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma



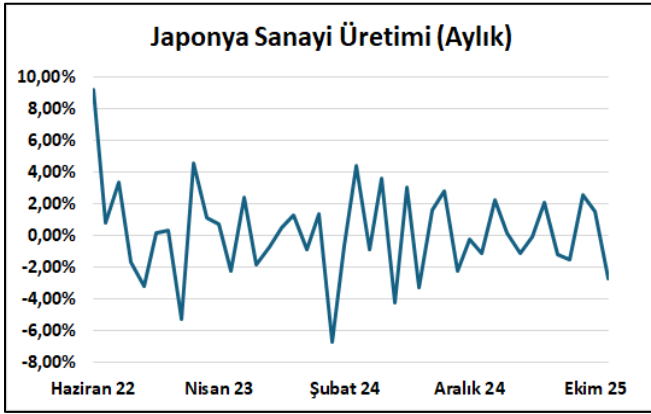
Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma



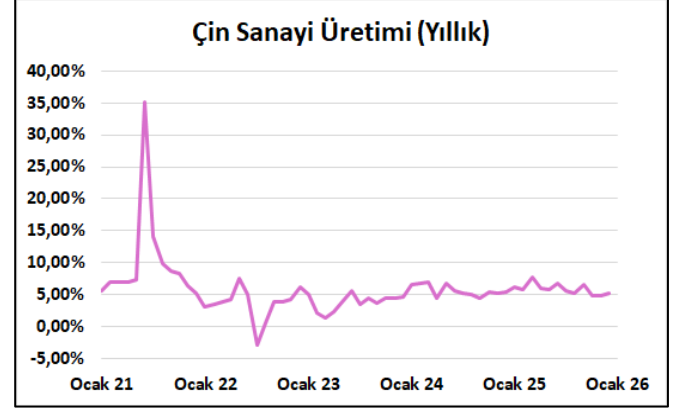
Kaynak: Cabinet Office, Government of Japan, İntegral Araştırma



Kaynak: National Bureau of Statistics of China, İntegral Araştırma



Kaynak: Cabinet Office, Government of Japan, İntegral Araştırma



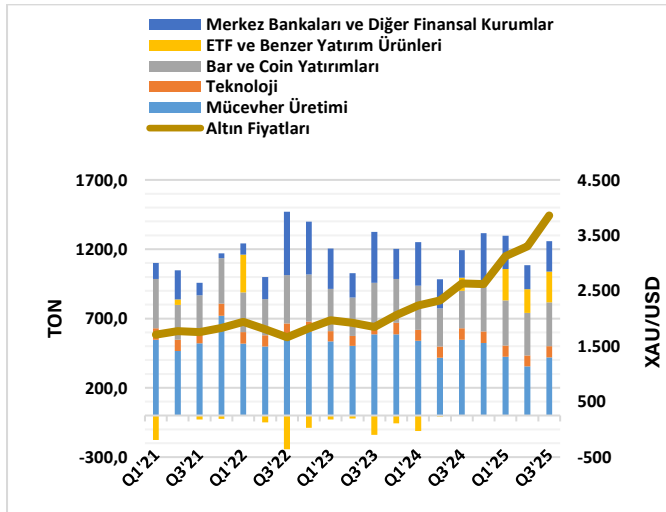
Kaynak: National Bureau of Statistics of China, İntegral Araştırma

Ons Altın

Zor zamanların referans noktası

2026 yılında altın fiyatlarının güçlü seyrini koruması muhtemel görünüyor. Bu görünümü destekleyen temel unsurların başında Merkez Bankalarının devam eden altın alımları ve ETF'lerin net alım yönünde seyretilmesi geliyor. Küresel belirsizlik ortamında merkez bankalarının rezerv çeşitlendirme eğilimini sürdürmesi, altına olan yapısal talebi güçlü tutuyor. Öte yandan, ABD Merkez Bankası (Fed) başkanlığına Trump'ın görüşlerine daha yakın bir ismin gelmesi ihtimali, Fed'in bağımsızlığına yönelik soru işaretlerini artırabilir. Bu durum, para politikasına ilişkin öngörülebilirliği azaltarak altın gibi parasal risklere karşı koruma sağlayan varlıkların cazibesini artırabilir. Son olarak, yapay zeka ve yüksek teknoloji yatırımlarının hız kesmeden devam etmesi ve jeopolitik riskler yükseliş hareketini destekleyen temel dinamikler olmaya devam ediyor.

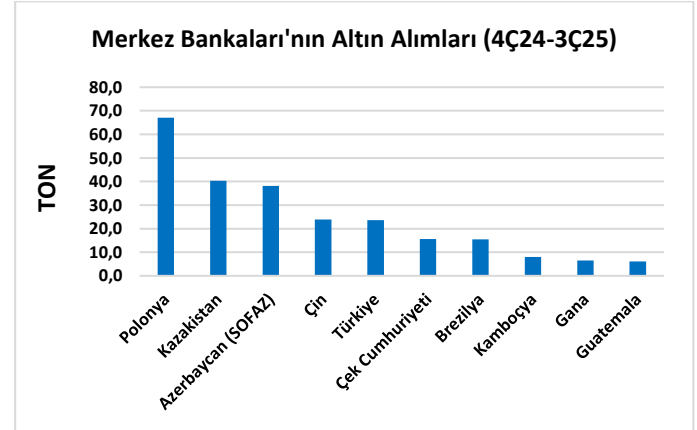
2025 Altın Talebi



Kaynak: World Gold Council, Integral Araştırma

2025 yılı boyunca ons altına yönelik güçlü bir talep gözlemlendi. Bu talepte özellikle yatırım amaçlı alımlar ve ETF'ler öne çıktı. 2025'in üçüncü çeyreğinde ETF'lerin portföylerine 221,7 ton altın eklemesi, bu eğilimin ne kadar belirgin olduğunu gösteriyor. ABD merkezli ETF'ler talepte başı çekerken, 2026 yılında Fed'in olası faiz indirimleri altına ve ETF'lere olan ilgiyi desteklemeye devam edebilir. 2026 yılında ek faiz

indirimleri için istihdam piyasasının öne çıkacağını düşünüyoruz. İstihdam açısından 2021 Ekim ayından bu yana en yüksek seviyedeyiz. 2025 Kasım ayı işsizlik oranı %4,5 olarak açıklandı. İstihdam piyasasında zayıf bir seyrir olduğunu söyleyebiliriz. İlerleyen dönemlerde zayıf seyrin devam etmesi durumunda toparlanma için ek faiz indirimlerinin gündeme gelme olasılığı bulunuyor.

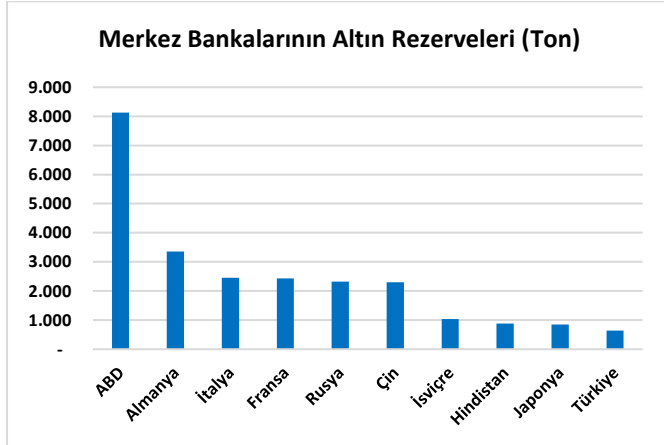


Kaynak: World Gold Council, Integral Araştırma

Merkez Bankalarının 2024 yılından 2025'in üçüncü çeyreğine kadar altın alımlarına değinecek olursak gelişmekte olan ülkelerin öne çıktığını söyleyebiliriz. Polonya Merkez Bankası rezervlerine yaklaşık 67,1 ton altın ekleyerek lider konumda yer alıyor. Sık sık gündeme gelen Çin'in alımları ise 23,9 ton civarında yer alıyor. Çin tarafında her ne kadar alımlar diğer bankalara nispeten az görünse de 2022 yılının son çeyreğinden bu yana düzenli bir şekilde alım gerçekleştirdiğini söyleyebiliriz.

2026 yılı için Merkez Bankalarının alım iştahı güçlü olamaya devam edebilir. Güney Kore, Sırbistan Merkez bankalarının yetkililerinin altın alım sinyalleri verdiğini hatırlatalım. Güney Kore Merkez Bankası uzun süre sonra ilk kez alım yapmayı planlıyor fakat orta ve uzun vadeli perspektife sahip oldukları belirtildi. Sırbistan Merkez Bankası'nın ise 2030 yılında altın rezervlerini 100 ton artırması bekleniyor. Sonuç olarak merkez bankaları açısından talebin devam edebileceğini fakat 2025'e göre yavaşlama olasılığının olduğunu söyleyebiliriz. Genel olarak stratejik alımlar olması nedeniyle uzun vadeye yayılan bir süreç olduğunu söylemek yanlış olmaz.

Her ne kadar merkez bankalarının altın rezervlerini artırması katalizör olarak görünse de hali hazırda güçlü altın rezervi bulunan ABD gibi ülkelerin satış gerçekleştirmesi ise bir risk unsuru olarak değerlendirilebilir. World Gold Council Raporuna göre; 3Ç25 itibarıyla ABD'nin en yüksek altın rezervine sahip olduğunu ve bu yıl diğer ülkeler gibi alım gerçekleştirmediğini belirtelim.



Kaynak: World Gold Council, İntegral Araştırma

Fed'in Para Politikası ve Yeni Fed Başkanı

Fed'in 2026 yılında daha ılımlı bir para politikası uygulaması muhtemel görünüyor. En azından mevcut gelişmeler bunu destekler nitelikte. Aralık enflasyon verileri dikkate alındığında yıllık TÜFE %2,7 seviyesinde gerçekleşerek ılımlı bir hava sergiledi. Tarifelerin enflasyona olan etkisinin beklenenden daha az olduğunu söyleyebiliriz. Özellikle tarifelerin etkisinin tek seferlik olacağını düşünürsek gelecek dönemler için daha ılımlı veriler elde etmemiz muhtemel görünüyor. 2025 yılı içerisinde faiz oranlarının gereğinden yüksek kaldığını düşünüyoruz bu durumun ise önemli bir risk olarak gördüğümüz istihdam piyasasındaki zayıflamayı tetiklediğini düşünüyoruz. 2025 aralık işsizlik oranı %4,4 seviyesine ulaşmış durumda. İş gücü piyasasında bir çöküş olmadığını fakat zayıf seyrettiğini gözlemliyoruz. Faiz oranlarının en azından şimdilik bulunduğu seviyelerde kalması muhtemel görünüyor. Fakat istihdam piyasasına yönelik riskler tekrardan ana odak noktası olabilir.

Fed Başkanı Jerome Powell'in görev süresi 2026 yılının mayıs ayında sona eriyor. ABD Başkanı Trump yaptığı açıklamalarda kendisi ile aynı görüşte olmayan hiç

kimsenin Fed Başkanı olamayacağını belirtmişti. Trump'ın sürekli olarak Fed'in kararlarını sert bir şekilde eleştirmesi ve bu mesajı vermesi dolara yönelik risklerin gündeme gelmesi anlamına geliyor. Trump'ın istediği bir adayın seçilmesi aslında bizlere Fed'in bağımsızlığının sorgulanması anlamına gelir. Bu nedenle 2026 yılı için hem Fed'in faiz indirimlerinin devam etme olasılığı ve bağımsızlık tartışmalarının gündeme geleceği bir yıl gözlemleyebiliriz. Diğer taraftan cumhuriyetçiler arasında Fed'in Trump'ın görüşlerinden ziyade rasyonel verilerle hareket etmesini destekleyen birtakım isimler bulunuyor. Bu nedenle parti içerisinde muhalif seslerin yükselmesi Fed'in kalkını olabilir. Özellikle Senato'da ciddi bir fark olmaması nedeniyle birkaç muhalif cumhuriyetçinin demokratlarla birleşmesi durumunda Trump'ın hayalindeki Fed Başkanı'nın seçilmesi zorlaşır.

Yapay Zeka Harcamaları - Tarifeler ve Jeopolitik Riskler

2025 yılının son çeyreğinde sık sık gündeme gelen yapay zeka harcamalarının 2026 yılı içinde de gündeme gelmesi muhtemel görünüyor. Yapay zeka harcamalarının yüksek seviyelerde olması hükümetlerin devreye girmesini tetikleyebilir. Özellikle ABD ve Çin arasında geçen yapay zeka yarışında artık sadece firmaları değil hükümetlerin harcamalarını da görebiliriz. Firmaların bu harcamaları tek başına karşılayamaması durumunda hükümetlerin teşvik vb. hamleler atma olasılığının masada olacağı bir senaryo yaşanması durumunda para arzında artış gündeme gelebilir. Bunu ise dolara yönelik bir diğer risk olarak takip etmekte fayda var. J.P. Morgan'ın tahminlerine göre 2030'a kadar veri merkezleri ve yapay zeka alt yapısı için 5 trilyon dolar harcanması gerekiyor. Bu harcamanın borçlanma yapısında ise devletlerin 1.4 trilyon dolar fonlama yapması öngörülmüyor.

ABD'nin tarifeleri ekonomik bir politika yerine zaman zaman tehdit olarak kullanıyor olması piyasalarda dalgalanmalara yol açıyor. Son zamanlarda her ne kadar sakin bir seyir izlense de yeni tartışmaların gündeme gelmesi durumunda tarifelere bağlı olarak dalgalanmalar gözlemleyebiliriz. Diğer taraftan Grönland önümüzdeki yıl için önemli bir jeopolitik risk olarak takip edilecek. Ayrıca İran'da ve Venezuela'daki gelişmeler altın için önemli olacaktır.

Petrol

Petrol Piyasasında Dengeyi Ne Belirleyecek: Arz – Talep mi, Jeopolitik Riskler mi?

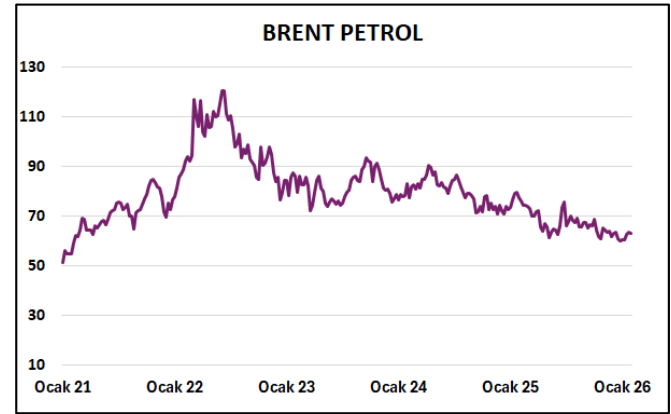
Enerji piyasası, 2025 yılı boyunca yaşanan jeopolitik gerilimlerin etkisiyle dalgalı bir görünüm sergiledi. Özellikle Rusya-Ukrayna savaşının tortularının sürmesi ve Orta Doğu'da İran ile İsrail arasında artan tansiyon, risk iştahının yüksek seyretmesine neden olurken, OPEC+ üyelerinin yıl boyunca üretim artışlarına gitmesi yükselişlerin sınırlı kalmasına yol açtı. Yılın ilk çeyreğinde küresel ticari belirsizliklerin güçlenmesi petrol fiyatlarında aşağı yönlü baskı oluştururken, 2 Nisan'da Trump yönetiminin uyguladığı tarife politikası Brent Petrol fiyatının son dört yılın en düşük seviyesine gerilemesine neden oldu. Zayıf seyrini koruyan petrol fiyatları, haziran ayı ortasında İsrail'in İran'daki nükleer tesisleri hedef alan saldırısı sonrasında yeniden yükselişe geçti. Yılın ikinci yarısında sınırlı toparlanmalar görülmesine karşın, jeopolitik gerginliğin düşük yoğunlukta seyretmesi ve talep tarafındaki zayıflık, petrol piyasasının genel olarak zayıf bir görünüm sergilemesine neden oldu.

OPEC, orta vadeli programında petrol talebinin sınırlı artış göstereceğini tahmin ediyor. Çin ekonomik görünümü talep yönünden belirleyici faktör olacaktır. Özellikle ABD-Çin tarifelerinin gidişatı, talep yönlü beklentileri şekillendirecektir. Petrol piyasasında eğilimi belirleyecek ana unsur ise arz yönlü gelişmeler olacaktır. OPEC+ üyelerinin 2026 yılının ilk yarısında üretim kısıtlamalarına gidecek olması, piyasada yukarı yönlü eğilimi destekleyebilir. Bu bağlamda üye ülkelerin kompanzasyon planı yakından takip edilmelidir.

Ülke(bn varil/gün)	Oca.26	Şub.26	Mar.26	Nis.26	May.26	Haz.26
Irak	125	125	120	120	104	103
UAE	10	25	25	54	55	55
Kazakistan	259	508	569	569	569	669
Umman	6	4	6	4	7	5
Toplam	400	662	720	747	735	832

Kaynak: OPEC, Integral Araştırma

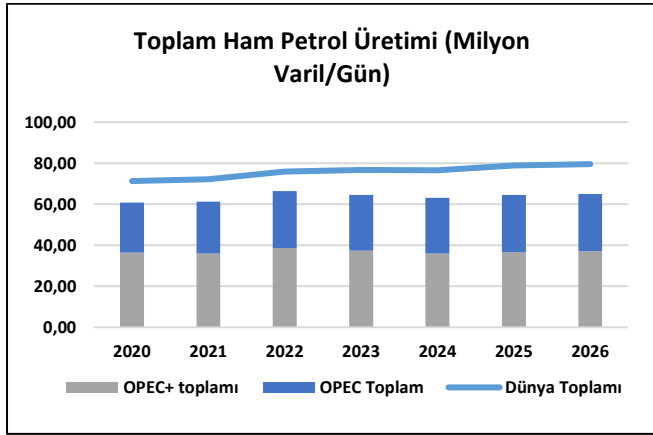
2025 yılında Brent petrol %18,5, WTI ise %19,9 oranında geri çekildi. Yıl genelinde yaşanan her yükselişin satış fırsatı sunduğu bir görünüm hakimdi. 2026 yılında da olağanüstü bir jeopolitik risk yaşanmadığı sürece yükselişlerin sınırlı kalacağını ve benzer şekilde satış fırsatı yaratmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Ancak ani fiyat hareketlerinin görülebileceği bir belirsizlik ortamına aday bir yıla girerken, bu süreçte yaşanan temel gelişmelerin boyutunu doğru analiz etmek büyük önem taşımaktadır. JP Morgan ve Goldman Sachs gibi önde gelen bankalar, 2026 yılında Brent Petrol fiyatının yaklaşık 56–57 dolar bandında seyredeceğini öngörüyor. ABD Enerji Enformasyon İdaresi ise stokların yıl boyunca artış göstereceğini vurgulayarak Brent petrol fiyatının yaklaşık 55 dolar seviyelerinde dengelenmesini bekliyor.



Kaynak: Matriks, Integral Araştırma

Yeni yıla girerken OPEC+ üyeleri, kasım ayında aldıkları kararın arkasında durarak üretimi sabit tuttu. Jeopolitik riskler her ne kadar varlığını sürdürse de talebe kıyasla arzın yüksek olması petrol piyasasında aşağı yönlü baskı oluşturmaya devam ediyor. OPEC+, bu baskının yıl geneline yayılacağını öngörerek üretim kısıtlamalarını desteklemeyi sürdürüyor. 2026 yılının ilk çeyreğinde de bu görünümün devam etmesini bekliyoruz.

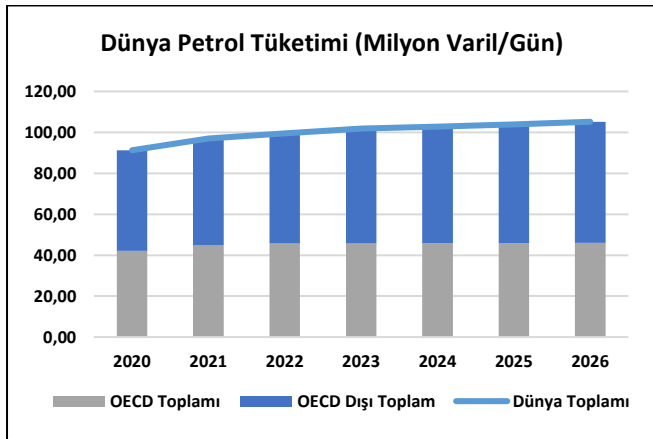
2025 yılında dünya ham petrol üretiminin yaklaşık %46,4'ü OPEC+ üyeleri tarafından gerçekleştirildi. 2026 yılında ise bu oranın yaklaşık %46,7 seviyesine yükselmesi bekleniyor. Bu bağlamda bölgede devam eden Rusya-Ukrayna çatışması ve olası barış adımları, küresel petrol arzı açısından belirleyici unsurlar arasında yer alacaktır.



Kaynak: EIA, Integral Araştırma

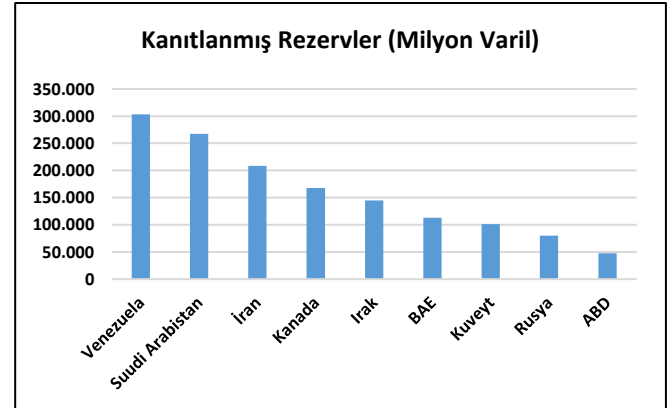
OPEC üyeleri 2025 yılında toplam ham petrol arzının %35,4'ünü oluşturdu. Suudi Arabistan başta olmak üzere Irak, İran, Kuveyt ve Birleşik Arap Emirlikleri üretimin büyük kısmını üstlendi. Orta Doğu'da son dönemde jeopolitik gerilimlerin azalması, piyasada arz fazlası beklentilerinin oluşmasına neden olmuştu. 2026 yılında bölgede yeni bir kriz yaşanmaması durumunda, arz fazlası beklentilerinin devam etmesi olası görünüyor.

2025 yılında dünya petrol tüketiminin büyük kısmı OECD dışı ülkeler tarafından gerçekleştirildi. Toplam tüketimin %55,9'u OECD dışı ülkelere, %44,1'i ise OECD ülkelerinden kaynaklandı. OECD tarafında ABD ve Avrupa tüketimde ön plana çıkarken, OECD dışı ülkeler arasında Çin ana tüketici konumunu korumaya devam ediyor. 2026 yılında ise ABD-Venezuela arasında yaşanabilecek gelişmelerin talep tarafında belirleyici ana unsurlardan biri olacağı düşünüyoruz.



Kaynak: EIA, Integral Araştırma

2026 yılının ilk haftasında ABD'nin Venezuela'ya yönelik adımları ana gündemdi. Venezuela, dünyanın en büyük petrol rezervine sahip ülkesi konumunda bulunuyor ve bu kapsamda yaşanacak gelişmeler küresel rezerv dengeleri açısından önem taşıyor. ABD'nin izlediği politikanın temel nedenlerine bakıldığında, son yıllarda petrol ihtiyacının önemli bir bölümünü ithalat yoluyla karşılaması öne çıkıyor. Bu durum, Venezuela topraklarından çıkarılan petrole olan ihtiyacı artırmış durumda. Önümüzdeki süreçte Trump'ın çağrısı doğrultusunda Amerikan petrol şirketlerinin Venezuela petrolünün çıkarılmasına yönelik yapacağı olası anlaşmalar, küresel petrol arzını yakından etkileyecektir. Uzun vadede Venezuela'nın petrol üretimini artırma potansiyeli, küresel ham petrol fiyatları üzerinde zamanla aşağı yönlü baskı oluşturabilir.



Kaynak: OPEC, EIA, Integral Araştırma

Özetle, 2026 yılında petrol talebinin zayıf seyrini sürdürmesini bekliyoruz. Bu görünüm, OPEC ve OPEC+ üyelerinin yıl boyunca üretim kısıtlamalarına yönelmesine neden olacaktır. Olası arz kısıtlamaları petrol piyasasında yukarı yönlü tepki hareketleri yaratabilir; ancak bu hareketlerin sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Küresel ölçekte olağandışı bir gelişme yaşanmadığı sürece, zayıf talep görünümü ve arz fazlası beklentileri petrol piyasasının 2026 yılının ilk yarısında zayıf seyrini korumasına yol açacaktır. Tüm bu beklentilere karşın, olası ticaret savaşlarının sürmesi, ABD-Venezuela gerginliği ve Rusya-Ukrayna savaşının seyri dalgalı piyasa riskini canlı tutmaya devam edecektir.

Tarım Emtia

2025 yılında tarımsal emtia grubunda yüksek volatilité ve belirsizlik ortaya çıktı. Küresel iklimle ilgili arz riskleri bazen fiyat artışlarına yol açsa da, genel hikaye zayıf talep büyümesi ve sağlam stoklarla dengelendi. 2026 için birçok belirsizlik olmasına rağmen, 2025 boyunca yaşanan önemli fiyat artışlarının daha ılımlı bir düzeltme ile karşılanacağını tahmin ediyoruz. Bu bağlamda, enerji fiyatlarındaki sürekli düşüş ve yıl boyunca zayıf seyri, ulaşım maliyetlerini azaltmaya yardımcı olabilir. Bu, üretim maliyetlerini azaltarak gerçek fiyatların hafifçe düşmesine yardımcı olabilir. Ancak, 2026 yılında iklimsel/jeopolitik nedenlerle oluşan volatilitenin getirdiği riskler ve fırsatlar üzerinde yoğunlaşacağız.

Dünya Bankası verilerine göre, 2026 yılında toplam emtia fiyatlarında nominal olarak %7'lik bir düşüş bekleniyor. Tarımsal fiyat endeksi, 2025'e kıyasla reel olarak yıl bazında hafifçe düşecek ancak dengelenecek. Aşırı koşulların üzerinde, iklim şokları (La Nina), jeopolitik olaylar ve temel senaryodaki varsayımlar altında ticaret politikası belirsizliği ile yüksek volatilitenin devam edeceği unutulmamalıdır.

Kakao: Fazla Arz ve Fiyat Baskısı

Kakao, Ocak 2025'te tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra sert bir düşüş eğilimine girdi. Fazla arz, yıl ortasında bir toparlanma olmasına rağmen önemli fiyat baskısı yarattı. 2025 yılında dünya çapında arzın ağırlıklı olarak Batı Afrika tarafından yönlendirildiğini ve Batı Afrika'daki üretimin hava durumu, hastalıklar ve verim sorunları yaşadığını gördük. Kakao, 2026 yılına kadar en hassas tarımsal emtialardan biri olmaya devam edebilir. Küresel pazarın, 2025/26 sezonunda ağırlıklı olarak Ekvador ve Gana'da daha fazla üretimle yaklaşık 175.000 tonluk bir fazlaya gireceği tahmin ediliyor. Bu durumun küresel stokları yeniden sağlaması ve aşırı volatilitéyi hafifletmesi umuluyor. Bu fazla arz ortamında, Londra kakao fiyatlarının 2026 yılında ortalama 3.400 GBP/ton

civarında olacağı ve AB Ormansızlaşma Yasası'nın uygulanmasının 2026 sonuna kadar ertelenmesinin arz endişelerini hafiflettiği ve fiyat baskılarının düşmesi için zemin hazırladığı tahmin ediliyor. Ancak Batı Afrika'daki hastalıklar ve yaşlı ağaçlar gibi yapıya özgü zorluklar, dağıtım profilinin değiştirilmesi ve/veya yeni iklim şoklarının kakao fiyatlarının daha da volatil hale gelmesine olanak tanıyabilir.

Kahve: 2026'da kahve piyasasında söz iklim şartlarının

2026 yılında kahve piyasasında, özellikle dünyanın en büyük üreticisi Brezilya'nın iki yıllık üretim döngüsündeki verimli yıl (on-year) fazına girmesiyle arzın güçlü bir şekilde toparlanması ve fiyatların aşağı yönlü baskılanması beklenmektedir. Brezilya'da Arabica üretiminin yıllık bazda %24 artarak yaklaşık 47 milyon çuvala ulaşabileceği ve bu durumun küresel stok seviyelerini yükselterek fiyatlar üzerinde bir düzeltme etkisi yaratacağı öngörülmektedir. Dünya Bankası projeksiyonları da 2026 yılında kahve arzındaki bu genişlemeye bağlı olarak fiyatlarda genel bir düşüş eğilimi tahmin ederken, AB Ormansızlaşma Yasası'nın uygulanmasının 2026 sonuna kadar ertelenmesi Avrupa pazarındaki arz endişelerini geçici olarak hafifletmektedir. Bununla birlikte, Brezilya'daki olası kuraklık ve don olayları gibi iklimsel şoklar ile finansal fonların pozisyon değişimlerine bağlı short squeeze ihtimalleri, 2026 yılı için en temel volatilité ve yukarı yönlü fiyat riskleri olarak geçerliliğini korumaktadır.

Buğday: Rusya-Ukrayna savaşı 2026'yı şekillendirmeye devam edecek mi?

Buğday piyasasının talebe, arz, lojistik ve fiyatlandırmaya çok duyarlı olması bekleniyor. 2026 yılında fiyatların geçmiş yıllardaki zirve seviyelerinden uzaklaştığı yumuşak bir düzeltme ve stabilizasyon süreci beklenmektedir. Dünya Bankası tahminleri, nominal buğday fiyatlarının 2026'da yaklaşık %4 artacağını, ancak enflasyona göre ayarlanmış reel fiyatların bu piyasada uzun vadede düşüşte kalmaya devam edeceğini belirtiyor. Arz tarafında, 2026/27 sezonu için küresel üretimin, bir önceki yılın rekor üretiminden

hafifçe düşmesi ancak tarihteki en yüksek ikinci üretim seviyesine ulaşması bekleniyor. Dünya emtia buğday stoklarının yeterli düzeyde olması ve yaklaşık %32'lik bir stok-kullanım oranına sahip olması, fiyatlardaki potansiyel büyümeyi sınırlandıran birincil faktör. Ancak, Karadeniz ve Hindistan ticaret anlaşmazlıkları ve Rusya ile Ukrayna arasında bir barış anlaşması olasılığı, 2026 için önemli risk faktörleri olarak izlenecek.

Mısır: 2026 mısır görünümünde fiyatların yönünü büyük ölçüde ABD ve Güney Amerika'daki hava koşulları belirleyecek.

2026 yılında mısır piyasasında, 2025/26 sezonundaki rekor üretimin fiyatlar üzerinde yarattığı baskının ardından piyasanın belirgin şekilde sıkışması ve fiyatların dip seviyelerden toparlanması beklenebilir. Kaynaklara göre, 2026/27 pazarlama yılında yaklaşık 39 milyon tonluk bir küresel açık oluşacağı ve küresel dönem sonu stoklarının 260 milyon tonun altına gerileyeceği tahmin ediliyor. Bu sıkışmanın temel nedeni, ABD'li çiftçilerin Çin ile yapılan ticaret anlaşmaları çerçevesinde ekim alanlarını soya fasulyesi lehine azaltması ve birim verimin rekor seviyelerden beş yıllık ortalamalara dönmesiyle ABD mısır hasadının %7 oranında azalacak olmasıdır. Ayrıca, ABD ve Çin arasındaki ticari ateşkesin bir sonucu olarak Çin'in ithalat talebinin yeniden artma potansiyeli, mısır piyasasını daha da daraltabilecek bir unsur olarak görülmektedir. Her ne kadar mısır fiyatlarının 2022'deki zirve seviyelerinin altında kalması beklense de, Güney Amerika'daki olası kuraklıklar veya Karadeniz bölgesindeki jeopolitik gerginlikler fiyatlar üzerinde yukarı yönlü ani sıçramalar yaratabilecek temel risk faktörleri olarak geçerliliğini korumaktadır.

Pamuk: Tekstil Talebinde Stabilleşme ve Reel Fiyatlarda Kademeli Düzeltme

2026 yılında pamuk piyasasında, fiyatların nominal bazda hafif bir artış sergilemesi beklenebilir. Pamuk piyasası hem küresel tekstil talebine hem de mısır ve soya gibi alternatif ürünlerin göreceli karlılığına bağlıdır. Bu doğrultuda 2026'da küresel ekonomik büyümenin

zayıf seyretmesi durumunda tekstil talebinin yavaşlaması fiyatlar üzerinde aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Arz tarafında ise özellikle ABD'li üreticilerin ekim alanlarını mısır veya soya fasulyesine kaydırması, pamuk arzını kısıtlayarak fiyatları bir miktar destekleyebilir. ABD'de pamuk değirmen kullanımının son 150 yılın en düşük seviyelerine gerilemesi ve 2025/26 sezonu için öngörülen ortalama çiftlik fiyatlarının pound başına 60 cent seviyelerine kadar çekilmesi piyasadaki durgunluğu yansıtmaktadır. Buna karşılık, Brezilya'nın ekim alanlarını baz döneme göre %23 oranında artırma potansiyeli ve dünya genelinde verimlilik artışlarının yıllık %1,1 seviyesinde sürmesi, 2026 ve sonrasında arzın güçlü kalmaya devam edeceğine işaret etmektedir.

MODEL PORTFÖYÜMÜZ

2025 yılında faiz indirimlerinin başlayacağı döngüde piyasa beklentileri olumluydu ve ana hareketin başlayacağı noktada beklenmedik siyasi risk belirdi. Risk artışı izi birkaç ay geriye atarken, piyasada oluşan belirsizlik ortamı algılamaları bozdu. Aslında 2025 Aralık'ta başlayan ve 12000 seviyesi üzerine çıkan hareketi biz muhtemelen 2025 yılı içinde genele yayılan bir şekilde görebilirdik. Kursa yaşanana oynaklığı kontrol altına alabilmek için rezervlerdeki erimeyi erine koymak uzun bir zaman aldı. Merkez Bankası politika faizini %42,5'tan %46'ya çıkartmak zorunda kaldı. Böylelikle 2025 yılında gevşemeye başlayacağımız bir süreçte tekrar sıkılaşmak zorunda kaldık. Rezerv kontrolü, CDS gerilemesi ve yabancı çıkışları Gelişmekte Olan Ülke Piyasalarının güçlendiği bir dönemde bize zaman kaybettirdi diyebiliriz. Bununla birlikte Nisan ayında Trump'ın tarife kararlarını açıklamasıyla küresel ölçekte riskten kaçış eğilimi güçlenirken, volatilité belirgin şekilde arttı.

Mart ayında başlamasını beklediğimiz faiz indirim döngüsü temmuz ayında başladı. Gerileyen enflasyon alan yaratırken, azalan siyasi tansiyonla birlikte piyasalarda sınırlı bir toparlanma eğilimi gözlemlendi. Ancak yılın devamında iç siyasi gündemin canlılığını koruması ve dezenflasyon sürecinin beklenenden daha düzensiz ilerlemesi, yatırımcıların temkinli duruşunu sürdürmesine neden oldu.

Ana tema Dezenflasyon ve faiz indirimi... 2026 yılındaki ana temamız yıllık bazda gerileyen enflasyon görünümünün sürmesi ve faiz indirimlerinin devam etmesidir. Dezenflasyon eğiliminin yıla başladığımız %38 politika faizinin yıl sonuna doğru %30 seviyesine doğru gerilemesine olanak sağlayacağı görüşündeyiz. Enflasyondaki ılımlı gerilemenin %25 seviyesine doğru sürmesi ve Merkez Bankasına alan açacağını düşünüyoruz. Reel pozitif faiz korunarak devam ettiğimiz bu süreçte dezenflasyon sürecinin yılın ikinci yarısından sonra hız kazanabileceğini düşünüyoruz. 2025 yılını siyasi risklerden arındırdığımızda piyasanın enflasyon görünümü takibi ve Merkez Bankası patikasıyla hareket etme isteği içinde olduğu dönem dikkate alındığında 2026 yılı 2025 yılında piyasa performansı açısından daha elverişli bir yıl olabilir. Dolayısıyla normalleşen makroekonomik görünüm zayıf performansın geride kalmasını destekleyebilir.

Yurt içi siyasi faktörler hala risk olmaya devam ediyor... 2025 yılında yaşanan siyasi gelişmeler, piyasa açısından belirgin bir şok etkisi yarattı. Yıl genelinde algılamaların bozulduğu bir dönem yaşandı. Süregelen gelişmeler zaman içinde yeni bir şoktan ziyade, haber akışına bağlı geçici baskılamalar şeklinde fiyatlandı. Bu süreçte piyasanın, siyasi haber akışına ve haber etkisinin boyutunu ölçmeye yönelik bir tür bağışıklık kazandığını söylemek mümkün. Buna karşın, 2026 yılında da siyasi risklerin tamamen ortadan kalkmasını beklemiyoruz. Zaman zaman gündeme gelebilecek siyasi gelişmeler, piyasalarda risk algısını yeniden ön plana çıkarabilir. Özellikle Yılın geneline yayılan ve süreklilik arz eden bir risk artışı, piyasa açısından önemli bir risk faktörü olabilir. Diğer yandan, erken seçim olasılığının düşük olduğu varsayımıyla, 2026 yılını bu açıdan görece daha sakin geçebileceğimizi değerlendiriyoruz. Ancak seçim döngüsüne bağlı olarak, seçim öncesi döneme yaklaşırlarken politika tarafında teşvik edici ve gevşeme yönlü eğilimlerin artması ihtimali, yıl boyunca devam etmesini beklediğimiz dezenflasyon sürecinde dönemsel dalgalanmalara neden olabilir.

Yurt dışı risklerin sabit kaldığı bir ortam bizi destekleyebilir... 2026 yılı yeni fırsatlar barındırdığı gibi risklere de alan açan bir yıl olabilir. Almanya'nın açıkladığı teşvik ve altyapı paketinin, Avrupa ekonomisinde toparlanmayı desteklemesi Türkiye açısından olumlu bir unsur olarak değerlendirilebilir. Özellikle sanayi, altyapı ve yeşil dönüşüm yatırımlarına yönelik harcamaların artması, Almanya ile ticari ilişkileri güçlü olan Türk şirketleri için ek talep yaratma potansiyeli taşıyor. 2026 yılı için küresel döviz piyasalarında ABD dolarının zayıfladığı, Euro'nun ise görece daha güçlü seyrettiği bir görünüm öne çıkıyor. Bu görünümü risk unsurları tersine çevirmezse, gelişen piyasalar açısından genel olarak destekleyici bir zemin sunabilir. ABD dolarındaki zayıflama, küresel risk iştahını artırırken, finansman koşullarını da daha rahat hale getirebiliyor. Euro'nun güçlü seyri ise özellikle Avrupa ile ticaret yapan Türk ihracatçıları için olumlu bir tablo

oluşturuyor. Avrupa pazarına satış yapan şirketler hem rekabetçilik hem de kur çevrimi etkisi sayesinde bu ortamdan daha fazla fayda sağlayabilir. Buna karşın Trump'ın Grönland üzerinden Avrupa'ya gümrük tarife tehdidinde bulunması bizim açısından ihracat kanalında risk olabilir.

Ayrıca, oyun kurucu Merkez Bankalarının faiz indirim döngüleri Gelişmekte olan Piyasalara sermaye akışı açısından yardımcı olabilir. Bu yıl Fed'in en az iki faiz indirmesini ve Avrupa Merkez Bankasının faizi sabit tutmasını bekliyoruz. ECB daha erken ve sürekli faiz indirim döngüsüne girdiğinden bu yıl frene basacaktır.

Yatırım tercihleri arasında hisse ağırlığı artabilir... Son dönemde hisse senedi yatırımcısının dalgalı bir süreçten geçtiğini ve tabiri caizse borsaya küstüğü bir dönem yaşandığını gördük. Yüksek faiz ortamında para piyasası fonları ve mevduat, sundukları cazip getirilerle TL bazlı yatırım tercihlerinde öne çıktı. Aynı zamanda, altın fiyatlarındaki güçlü yükseliş ve konut fiyatlarındaki seyrin belirsizliği, yatırımcıların risk alma iştahını sınırlayan unsurlar oldu. 2025 yılı, hisse senedi yatırımcısı açısından zor bir yıl oldu. Alternatif yatırım araçlarının sunduğu yüksek ve görece risksiz getiriler, hisse senetlerinin yukarı yönlü potansiyelini sınırladı. Ancak 2026 yılına girerken bu dengede kademeli bir değişim bekliyoruz. Para piyasası ve mevduat tarafında getirilerin, faiz indirim süreciyle birlikte önceki yıla kıyasla daha ılımlı seviyelere gerilemesi muhtemel görünüyor. Bu durum, hisse senedi tutmanın fırsat maliyetini azaltarak yatırım tercihleri içinde hisse ağırlığının yeniden artmasına zemin hazırlayabilir. Özellikle kısa vadede yüksek getiri beklentisiyle TL araçlarına yönelen yatırımcıların, 2026 yılında daha seçici biçimde hisse senetlerine yönelmesi mümkün olabilir. Borsa endeksi yıla hızlı başladı. Bu hız bir yerde daha dengeli bir eğilimle değiş tokuş yapabilir. 2026 yılında yatırım tercihlerinde hisse senetlerinin yeniden daha fazla gündeme gelmesini bekliyoruz.

Özetle 2026 yılını Borsa endeksi daha olumlu geçirmeye aday gibi görünüyor. Değerlemeler cazip olurken, piyasayı destekleyecek dezenflasyon sürecinin ve faiz indirimlerinin sürmesini bekliyoruz. Bununla birlikte risk iştahının izin verdiği ortamda EM'ler için 2026 yılı da güçlü geçebilir. Bu ortamda yurt içi ve yurt dışı risk unsurları önemli olacak. Yukarıdaki tüm varsayımlarla birlikte rapor tarihi endeks seviyesi üzerinden 12 aylık Borsa endeksi hedefimiz 16.500 seviyesinde bulunuyor.

Model Portföy

Kod	Şirket	Son Fiyat		Yükseliş Pot. %	Geçen Süre	Milyon TL		F/K	PD/DD
		TL	Hedef TL			Sermaye	Piyasa Değeri		
ENKAI	Enka İnşaat	80,45	110	37	371	6.022	484.445	14,36	1,36
MPARK	MLP Sağlık	423,75	603	42	745	191	80.941	20,77	2,52
CWENE	Cw Enerji	30,5	44,85	47	371	1.000	30.500	25,60	2,56
ASTOR	Astor Enerji	146,7	195	33	745	998	146.407	28,35	5,00
TABGD	TAB Gıda	260	359,71	38	427	261	67.936	28,50	3,18
THYAO	Türk Hava Yolları	297	444	49	745	1.380	409.860	3,88	0,49
YKBNK	Yapı Kredi	38,58	53,1	38	744	8.447	325.887	7,34	1,35
FROTO	Ford Otosan	103,1	145,9	42	371	3.509	361.788	13,39	2,28

Hedef Fiyatlar 12 aylık dönemi kapsamaktadır.

*F/K ve PD/DD Verileri bir önceki işlem gününün kapanışını baz almaktadır.

Portföy Getirisi	0,0%
BIST100 Endeksi	0,0%
Rölatif Getiri	0,0%

	Portföy	BIST100	Rölatif
2020 Performansı	67,4%	29,1%	29,7%
2021 Performansı	31,1%	25,8%	4,2%
2022 Performansı	236,7%	196,7%	13,6%
2023 Performansı	103,8%	36,9%	48,9%
2024 Performansı	35,5%	25,5%	8,0%
2025 Performansı	41,0%	29,9%	8,5%

Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

CWENE – CW Enerji Mühendislik Tic. ve San. A.Ş.
Hedef: 44,85 TL
Yükseliş Potansiyeli: %47
Özet Tablolar ve Projeksiyon (mnTL)

	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	13.196	14.648	21.239
FAVÖK	2.640	3.515	4.715
Net Kar	458	1.705	3.186
Brüt Kar Marjı (%)	24,4	28,0	26,0
FAVÖK Marjı (%)	20,0	24,0	22,2
Net Kar Marjı (%)	3,47	11,64	15,0
Hisse Performansı (TL)			% Değ.
1 Aylık			5,45
3 Aylık			35,51
Yılbaşına göre			7,56
Son 1 Yıl			54,13
Piyasa Bilgileri			
Piyasa Değeri (mn TL)			32,133
Takas Saklama Oranı (%)			36,00
Piyasa Çarpanları			
F/K			23,33
FD/FAVÖK			12,35
FD/NS			3,31

ABD'nin Çin'e uyguladığı tarifeler, panel üreticileri için yeni bir fırsat alanı oluşturuyor. Bugüne kadar sektörün ağırlıklı olarak yurt içine odaklandığını gözlemliyorduk ancak bu tarifelerin, sektör özelinde ihracat kanallarını açma olasılığı yüksek görünüyor. Buna ek olarak, CW'nin alüminyum çerçeve üretim tesisinin 2025 yılının ikinci yarısında faaliyete geçmesiyle birlikte, özellikle 2025 yılının son çeyreğinde gözlenen pozitif eğilimin devam edeceğini düşünüyoruz.

Şirketin Hot-30 programı kapsamında devam eden yatırımları bulunuyor. Bu yatırımlar çerçevesinde 2028 yılına kadar üretim kapasitesinin 5 GWh seviyesine yükseltilmesi hedefleniyor. Tamamlanan ve devam eden yatırımların etkisiyle, bu yıl içinde de pozitif seyrin korunmasını bekliyoruz. Şirketin ABD pazarına yönelik hedeflerine ek olarak, yurt içinde hali hazırda güçlü bir konumda olması da riskleri sınırlayan önemli bir unsur olarak öne çıkıyor. Artan gümüş fiyatları nedeniyle maliyetlerde yükseliş yaşanabilir fakat ABD'de yapay zeka harcamalarıyla birlikte enerji ihtiyacının artacağı senaryo için önemli bir fırsat sunabileceğini düşünüyoruz.

Model portföyümüze dahil ettiğimiz CWENE için hedef fiyatımızı 44,85 olarak belirliyoruz.

ENKAI – Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.
Hedef: 110,00 TL
Yükseliş Potansiyeli: %37
Özet Tablolar ve Projeksiyon (mnTL)

	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	100,541	152,823	217,009
FAVÖK	22,921	34,844	47,166
Net Kar	24,691	35,149	49,911
Brüt Kar Marjı (%)	25,00	24,00	24,00
FAVÖK Marjı (%)	22,80	22,80	21,73
Net Kar Marjı (%)	24,56	23,00	23,00
Hisse Performansı (TL)			% Değ.
1 Aylık			4,01
3 Aylık			12,80
Yılbaşına göre			3,22
Son 1 Yıl			66,42
Piyasa Bilgileri			
Piyasa Değeri (mn TL)			482,400
Takas Saklama Oranı			12,00
Piyasa Çarpanları			
F/K			14,35
FD/FAVÖK			10,43
FD/NS			2,39

ENKA, uzun yıllara dayanan tecrübesiyle mühendislik ve taahhüt alanında küresel ölçekte faaliyet gösteren güçlü bir oyuncu konumunda bulunuyor. Şirket, özellikle EPC projelerinde sahip olduğu teknik bilgi birikimi ve proje yönetim kabiliyeti sayesinde farklı coğrafyalarda büyük ölçekli işleri üstlenebiliyor.

Finansal görünüm tarafında ENKA'nın güçlü nakit pozisyonu ve sağlam bilançosu dikkat çekiyor. Şirketin gelir yapısının büyük ölçüde döviz bazlı olması, yurt dışı projelerden elde edilen gelirlerin toplam içindeki yüksek payı ve sipariş tarafında ise görünümün güçlü olması şirket performansını olumlu etkileyen unsurlar. İnşaat segmentinde devam eden projelere ek olarak, özellikle Avrupa ve Orta Doğu'da enerji ve altyapı alanlarında yeni işlerin kazanılması, sipariş birikiminin önümüzdeki dönemde de yüksek seviyelerde kalabileceğine işaret ediyor. Mevcut sipariş hacmi, şirketin önümüzdeki yıllara yönelik gelir görünümünün önemli ölçüde destekliyor. Enerji tarafında yaşanan toparlanma da ENKA'nın operasyonel görünümünü güçlendiren bir diğer başlık.

Rusya-Ukrayna arasında kalıcı bir barış senaryosunun gündeme gelmesi, ENKA açısından önemli bir yukarı yönlü potansiyel barındırıyor. Şirketin bölgede sahip olduğu tecrübe ve mevcut varlığı göz önüne alındığında, olası bir normalleşme sürecinin yeni proje fırsatları yaratabileceğini düşünüyoruz.

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

MPARK – Mlp Sağlık Hizmetleri A.Ş.
Hedef: 603,00 TL
Yükseliş Potansiyeli: %42
Özet Tablolar ve Projeksiyon (mnTL)

	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	49,783	54,263	71,628
FAVÖK	12,800	14,434	18,766
Net Kar	6,535	7,423	13,609
Brüt Kar Marjı (%)	27,36	27,00	27,00
FAVÖK Marjı (%)	25,7	26,6	26,2
Net Kar Marjı (%)	13,1	13,7	19,0
Hisse Performansı (TL)			% Değ.
1 Aylık			15,00
3 Aylık			31,28
Yılbaşına göre			13,34
Son 1 Yıl			11,87
Piyasa Bilgileri			
Piyasa Değeri (mn TL)			80,798
Takas Saklama Oranı (%)			42,00
Piyasa Çarpanları			
F/K			15,47
FD/FAVÖK			6,74
FD/NS			2,24

2025 yılında yürürlüğe giren 7557 sayılı Kanun ile lisans alma zorunluluğu getirilmesi ve lisansların ihale yöntemiyle, bölgesel sağlık arzı dikkate alınarak dağıtılacak olması, sektörde yeni hastane açılışlarını zorlaştıran önemli bir unsur olarak öne çıkıyor. Buna karşın, MLP Care'in önümüzdeki 5-6 yıllık planı kapsamında gerekli yatırımlarını 2025 yılı itibarıyla büyük ölçüde tamamlamış olması, şirketin yeni düzenlemeden sınırlı düzeyde etkileneceğini sağlayacaktır. Şirket, bu yatırımlara rağmen 1 seviyesinin altında Net Borç/FAVÖK rasyosuna sahip bulunuyor.

Mali yönetimini başarılı bulduğumuz MLP Care'in dengeli bilanço yapısı, sürdürülebilir büyüme potansiyeline işaret ediyor. Öte yandan, şirket bünyesinde verimliliği artırmaya yönelik önemli adımlar atıldığını görüyoruz. Hekim verimliliğini artırmaya yönelik uygulamaların yanı sıra, misafir hizmetlerinde kiosk sistemine geçilmesi operasyonel verimliliği destekliyor. SUT ve Türk Tabipler Birliği katsayılarında yapılan artışların da şirket için pozitif bir etki yaratacağını düşünüyoruz. Geçtiğimiz yıl artış yapılmayan katsayılar ciroya sınırlı katkı sağlarken, bu yıl SUT katsayısına %30 oranında yapılan artışın şirket marjlarına olumlu yansımaları bekliyoruz.

MLP Care'in orta ve uzun vadeli büyüme stratejisini ve güçlü bilanço yapısını olumlu değerlendiriyor, bu doğrultuda şirket için hedef fiyatımızı 603 TL olarak belirliyoruz.

FROTO – Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.
Hedef: 145,90 TL
Yükseliş Potansiyeli: %42
Özet Tablolar ve Projeksiyon (mnTL)

	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	746,300	791,344	1,052,487
FAVÖK	50,010	49,063	75,779
Net Kar	48,746	29,363	42,100
Brüt Kar Marjı (%)	28,29	38,12	35,83
FAVÖK Marjı (%)	6,7	6,2	7,2
Net Kar Marjı (%)	6,5	3,8	4,0
Hisse Performansı (TL)			% Değ.
1 Aylık			8,02
3 Aylık			13,74
Yılbaşına göre			11,17
Son 1 Yıl			20,91
Piyasa Bilgileri			
Piyasa Değeri (mn TL)			355,471
Takas Saklama Oranı			18,00
Piyasa Çarpanları			
F/K			9,63
FD/FAVÖK			9,51
FD/NS			0,72

Ford Otosan (FROTO), açıkladığı son finansallarda sınırlı pozitif bir görünüm sergiledi. Şirketin 2024 yıl sonu itibarıyla 127,2 milyar TL seviyesinde olan net borcu, 9A25 döneminde %23 azalışla 97,8 milyar TL'ye geriledi. Net Borç/FAVÖK rasyosu ise 2,05x seviyesinde bulunuyor. Şirket, 9A25 bilançosunda yurtiçi satış adetlerinde %7 artış kaydetmesine karşın, rekabetçi fiyatlamaya nedeniyle yurtiçi hasılatla %6 oranında düşüş yaşadı. 2025 yılında yüksek faiz ortamı finansmana erişim tarafında zorluklar yaratmış olsa da ODD verileri sektörde talebin canlı kalmaya devam ettiğine işaret etti.

Yurtiçinde faiz indirim sürecinin sürmesi ve ODD verilerinde gözlenen güçlü satış rakamları, sektör açısından destekleyici katalizörler olmaya devam ediyor. Yüksek faiz ortamına rağmen talebin dirençli seyretmesi dikkate alındığında, taşıt kredisi faizlerinde yaşanabilecek gerilemenin hane halkının finansmana erişimini kolaylaştırarak talebi arttırabileceğini düşünüyoruz. Türkiye'de fiyat rekabetinin yılın ikinci yarısında yumuşaması beklentisi, karlılığı destekleyen ana unsur olarak karşımıza çıkıyor. Buna karşın politika faizinde devam eden gerilemeye rağmen uzun vadeli faiz oranlarına yansımalarının sınırlı kalması, bir süre daha finansmana erişimi zorlaştırabilir.

Son dönemde yurtiçi talepte gözlemlenen toparlanmanın devam etmesi ve azalan borç seviyesiyle birlikte finansman giderlerindeki düşüşün şirket finansallarına olumlu yansımaları bekliyoruz.

ASTOR – Astor Enerji A.Ş.
Hedef: 195,00 TL
Yükseliş Potansiyeli: %33
Özet Tablolar ve Projeksiyon (mnTL)

	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	33,394	35,144	50958
FAVÖK	10,000	10,262	14,931
Net Kar	6,303	7,320	10,073
Brüt Kar Marjı (%)	34,58	39,00	39,00
FAVÖK Marjı (%)	29,94	29,20	29,30
Net Kar Marjı (%)	18,87	20,83	19,77

Hisse Performansı (TL)

	% Değ.
1 Aylık	37,84
3 Aylık	56,76
Yılbaşına göre	30,88
Son 1 Yıl	24,57

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri (mn TL)	141,217
Takas Saklama Oranı	37,00

Piyasa Çarpanları

F/K	21,92
FD/FAVÖK	14,84
FD/NS	6,11

Geçtiğimiz yıl model portföyümüze dahil ettiğimiz Astor Enerji hissesini, 2026 yılı için de portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Astor'u yapısal talep ile desteklenen faaliyet alanı, kapasite artışına dayalı görünür büyüme potansiyeli ve güçlü bilanço yapısının bir arada bulunması nedeniyle öne çıkan bir şirket olarak değerlendiriyoruz. Şirket, küresel ölçekte elektrik ekipmanları ve transformatör tarafında yaşanan arz sıkışıklığından en doğrudan fayda sağlayan oyuncular arasında yer alıyor.

Özellikle ihracat gelirlerinin toplam satışlar içindeki payının artması, şirketin döviz bazlı gelir görünürlüğünü güçlendiren önemli bir unsur olarak öne çıkıyor. Ürün gamının daha yüksek katma değerli alanlara kayması ve ihracat pazarlarının çeşitlenmesi, marjların korunmasına ve kârlılığın sürdürülebilirliğine katkı sağlamaktadır. Amerika pazarında varlığını artırması şirket potansiyelini destekleyen unsur olarak karşımıza çıkıyor.

Güçlü hisse performansına rağmen, Astor'un kapasite artışı ve ihracat penetrasyonu ile desteklenen çok yıllık büyüme potansiyeli dikkate alındığında, küresel benzerlerine kıyasla hala potansiyel sunduğunu düşünüyoruz.

TABGD – Tab Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Hedef: 359,71 TL
Yükseliş Potansiyeli: %38
Özet Tablolar ve Projeksiyon (mnTL)

	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	40,149	46,413	64,978
FAVÖK	8,610	9,747	13,645
Net Kar	2,398	3,249	4,548
Brüt Kar Marjı (%)	17,28	16,00	16,00
FAVÖK Marjı (%)	21,45	21,00	21,00
Net Kar Marjı (%)	5,97	7,00	7,00

Hisse Performansı (TL)

	% Değ.
1 Aylık	13,53
3 Aylık	11,40
Yılbaşına göre	24,82
Son 1 Yıl	58,05

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri (mn TL)	68,001
Takas Saklama Oranı	20,00

Piyasa Çarpanları

F/K	23,69
FD/FAVÖK	7,14
FD/NS	1,85

Tab Gıda (TABGD), 2025 yılında zorlu makroekonomik koşullara rağmen, güçlü bir operasyonel performans sergiledi. 3Ç25 dönemi satış geliri %15,1 reel artış gösterdi. Sistem geneli satışları ise %49 artışla 17,4 milyar TL'ye ulaştı. Fiş sayısında %23, ortalama fiş tutarında ise %22'lik bir artış kaydedildi. Ayrıca yıl içinde Popeyes restoran sayısında %21 artış görüldü. Tüm bu gelişmelere bağlı olarak net kar %31,2 oranında yükselerek 943,7 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Şirketin net nakit pozisyonu ise devam ediyor. Net borç/FAVÖK seviyesi -0,3x seviyesinde bulunmaktadır.

2026 yılında, düşen enflasyon eğilimi ile birlikte alım gücüne yaşanacak artışın müşteri talebini desteklemesini bekliyoruz. Maliyet tarafının da yönetilebilir seviye tutulması durumunda şirketin güçlü operasyonel performansının net kara yansımaları görebiliriz. Buna karşın talep koşullarının öngörülen seviyelerden uzak seyretmesi ve restoran dönüşümlerinin uzun sürmesi de risk unsurları olarak karşımıza çıkmaktadır. Genel anlamda şirketin nakit yaratma kabiliyetini ve rakiplerine kıyasla güçlü bilanço yapısını beğeniyoruz. TABGD için hedef fiyatımızı 359,71 TL seviyesinde belirliyoruz.

THYAO – Türk Hava Yolları A.O.
Hedef: 444,00 TL
Yükseliş Potansiyeli: %50
Özet Tablolar ve Projeksiyon

(mnTL)	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	745,430	954,150	1,259,479
FAVÖK	136,260	171,747	186,403
Net Kar	113,378	108,085	144,840
Brüt Kar Marjı (%)	19,17	17,00	16,00
FAVÖK Marjı (%)	18,28	18,00	14,80
Net Kar Marjı (%)	15,21	11,33	11,50
Hisse Performansı (TL)			% Değ.
1 Aylık			5,32
3 Aylık			-1,93
Yılbaşına göre			8,75
Son 1 Yıl			-2,24
Piyasa Bilgileri			
Piyasa Değeri (mn TL)			400,890
Takas Saklama Oranı			50,00
Piyasa Çarpanları			
F/K			3,80
FD/FAVÖK			5,37
FD/NS			0,89

Türk Hava Yolları (THYAO), 2025 yılının üçüncü çeyreğinde beklentilere paralel satış geliri ve net kar açıkladı. Şirketin açıkladığı son finansalları sınırlı pozitif bulduk. Şirket 2025 yılında jeopolitik riskler, rekabet baskısı ve maliyet artışlarına rağmen operasyonel büyümeyi sürdürdü. Yolcu sayısı ve arz edilen koltuk kilometrede (AKK) güçlü artışlar kaydedilirken, doluluk oranları yüksek seviyelerde korunmaya devam etti. Kargo operasyonları ise şirketin büyüme hikayesinde önemli bir bileşen olmayı sürdürüyor. Asya ve Uzak Doğu pazarı, Avrupa ve Amerika'ya kıyasla daha yüksek büyüme potansiyeli sunarken, şirketin 2026 yılında bu bölgelerde pazar payını artırmaya devam etmesini bekliyoruz.

2026 yılında filo genişlemesi ve uçak teslimatları nedeniyle borçluluk seviyesinde artış görülebilir. Buna rağmen nakit yaratma kapasitesinin güçlü kalacağını ve borçluluğun yönetilebilir seviyelerde tutulacağını düşünüyoruz. Jeopolitik gelişmeler ve bölgesel çatışmalar risk unsuru olarak öne çıkmaya devam ederken, genel olarak 2026 yılının maliyet odaklı bir yaklaşımın hakim olduğu ve büyümenin ağırlıklı olarak Asya, Uzak Doğu ve kargo operasyonları üzerinden şekillendiği bir yıl olmasını bekliyoruz.

THYAO için İNA modelimize göre hesapladığımız hedef fiyatımızı 444 TL seviyesine revize ediyoruz.

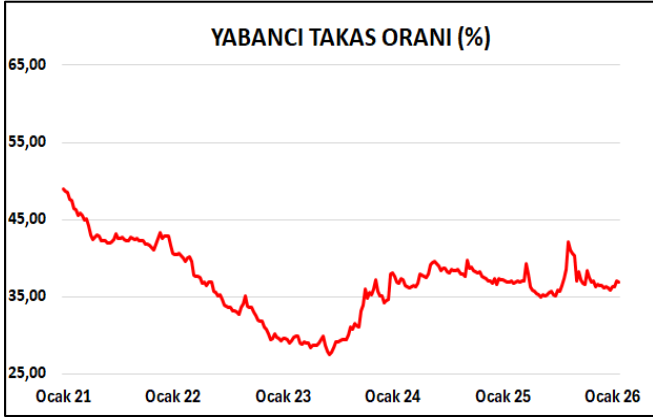
YKBANK – Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
Hedef: 53,10 TL
Yükseliş Potansiyeli: %37,6

Oranlar	2025/09	2024/09	Değişim(Bps)
Varlık & Fonlama Yapısı			
Krediler/Ortalama Aktifler	52,18	49,96	2,21
Krediler/Mevduat	97,29	91,92	5,37
Değerleme			
F/K	7,34	6,26	1,07
PD/DD	1,35	1,37	-0,02
PD/Net Satış	1,49	1,82	-0,34
Karlılık			
Özsermaye Karlılığı	17,49	12,69	4,81
Aktif Karlılık	1,41	1,15	0,26
VÖK Marjı	24,43	20,82	3,61
Net Kâr Marjı	21,38	21,05	0,33
Net Faiz Marjı	4,07	3,10	0,97
Büyüme			
Net Kâr Büyüme	68,75	-54,00	122,75
Favök Büyüme	0,00	0,00	0,00
Özsermaye Büyüme	26,35	17,73	8,61
Aktif Büyüme	30,45	48,96	-18,51

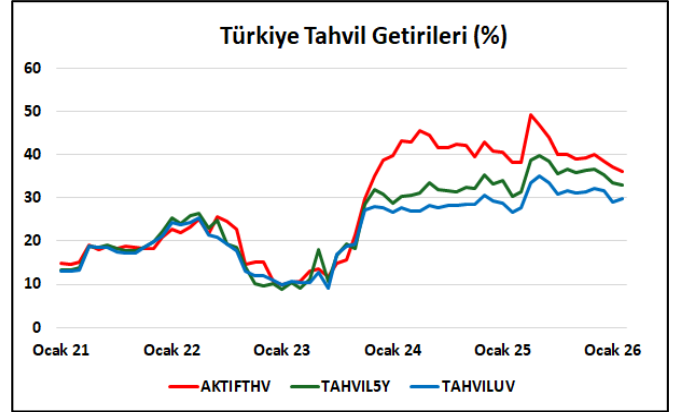
Yapı Kredi'yi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Faiz indirim sürecini marjlara en hızlı yansıtabilecek bankalar arasında yer almaktadır. Bankanın aktif yapısı içinde TL para piyasası fonlamasının yüksek paya sahip olması ve güçlü vadesiz mevduat tabanı, fonlama maliyetlerinin kısa sürede gerilemesine olanak sağlamaktadır. Buna karşılık mevduat maliyetlerinin daha gecikmeli ayarlanması, net faiz marjı açısından belirgin bir avantaj yaratmaktadır. Bu yapı, 2026 yılında marjların sektör ortalamasının üzerinde toparlanmasını desteklemektedir. Fonlama maliyetlerindeki iyileşmenin, rakip bankalara kıyasla daha erken ve daha güçlü hissedilmesini bekliyoruz.

Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama gücünün korunması, Yapı Kredi'nin karlılık görünümünü destekleyen bir diğer başlık olarak öne çıkmaktadır. Bu sayede banka, faiz dışı gelirler tarafında da dengeli bir yapı sunmaktadır.

Bankanın güçlü kar oranı, sağlam aktifleri ve dengeli gelir yapısı ile potansiyel oluşturmaya devam ediyor.

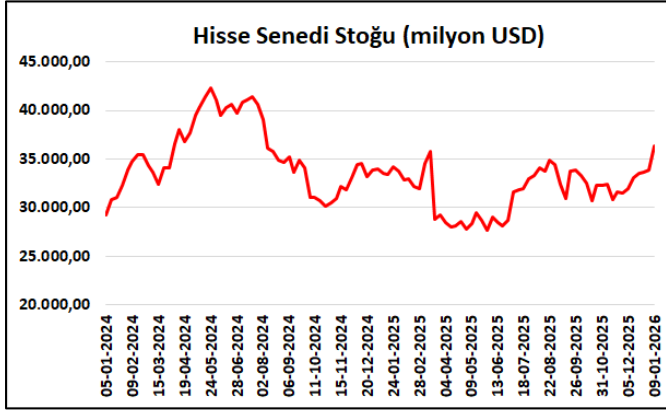


Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma

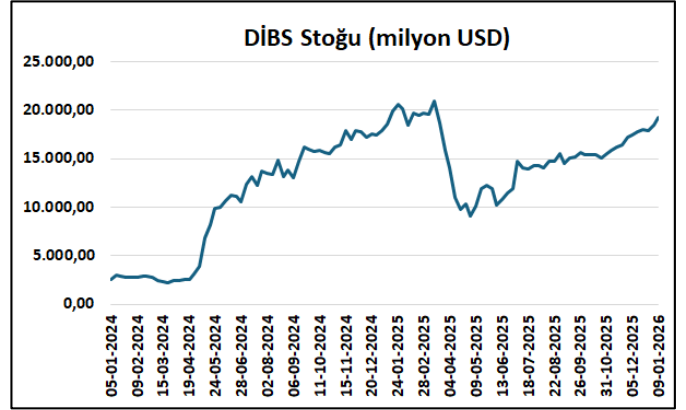


Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma

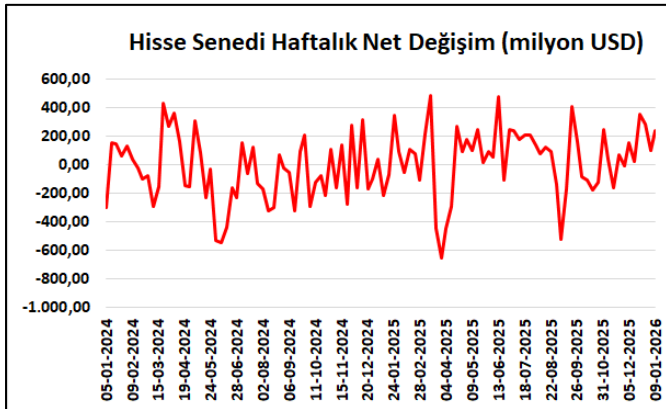
Yurt Dışında Yerleşik Kişilerin Portföyündeki Hisse Senedi ve Borçlanma Senetleri



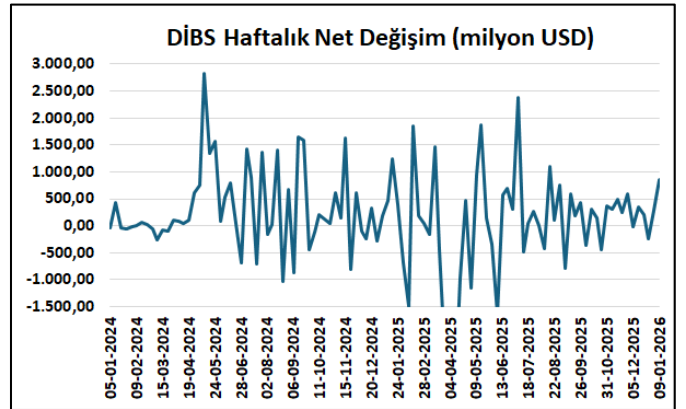
Kaynak: TCMB, İntegral Araştırma



Kaynak: TCMB, İntegral Araştırma



Kaynak: TCMB, İntegral Araştırma



Kaynak: TCMB, İntegral Araştırma

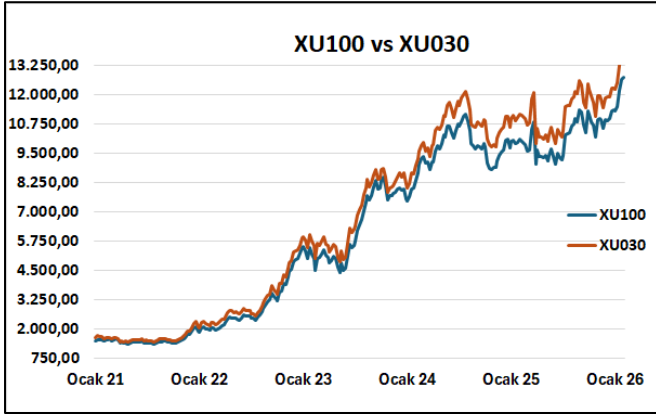
İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

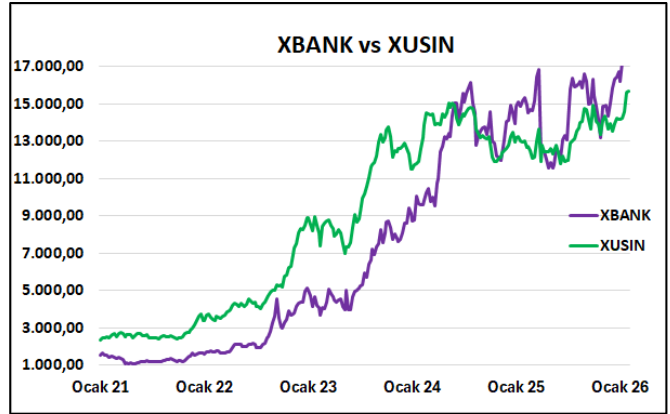
t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

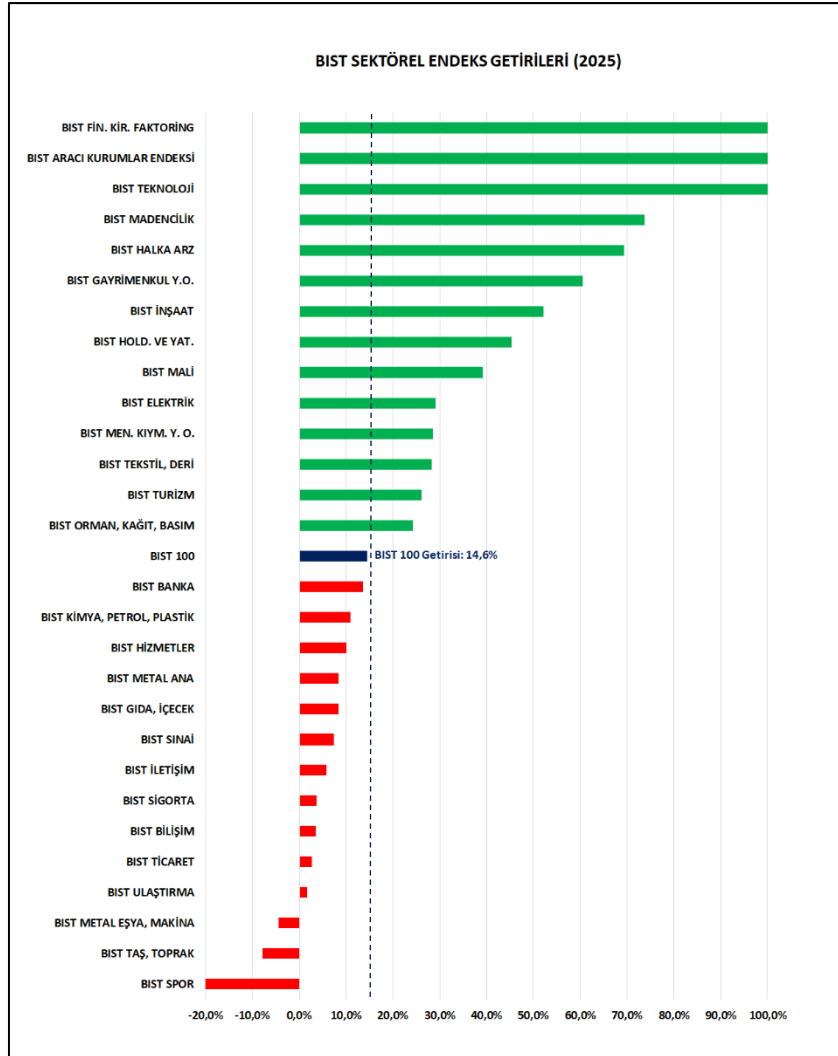
2025 Yılı BIST Endeks Getirileri



Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma



Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma



Kaynak: Finnet, İntegral Araştırma

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

4441858
ULUL