

GENEL GÖRÜNÜM

Cumhuriyet Halk Partisi'ne kayyum atanma riskinin ortadan kalkmasının ve iç siyasetin piyasalar üzerindeki etkisinin azalmasının da desteğiyle piyasalarda görece istikrar gözlenmektedir. Nitekim kurlar eylül-ekim döneminde TCMB'nin hafif döviz satışları ile istikrarlı seyrederken, kasım ayında TCMB'nin döviz satmamasına rağmen kur istikrarı sürmektedir. Diğer yandan, ABD Merkez Bankası FED'in faiz indirimlerine devam edeceği bekleşiminin kuvvetlenmesi ve petrol fiyatlarındaki kısmi düşüş, olumlu görünümü desteklemektedir.

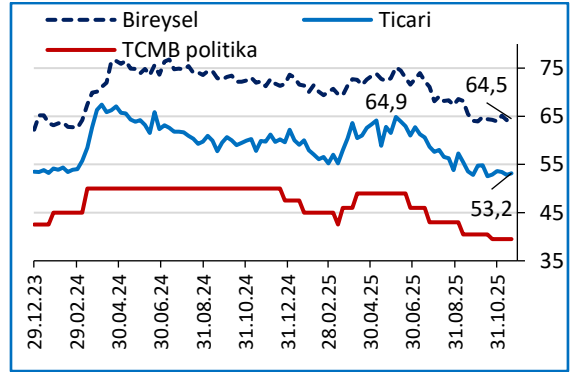
TCMB, en son PPK toplantısının olduğu ekim ayında politika faizini 1 puan düşürerek yüzde 39,5'e indirmişti. Mevcut faiz indirimine rağmen parasal koşullar sıkılığını önemli ölçüde devam ettirmektedir. Kredi faizlerinde kısmi düşüşler olsa da oldukça yüksek düzeylerde seyretmekte, imalat sanayi kapasite kullanım oranını gösterge kabul ettiğimizde, ekonomideki zayıf seyrin kasım ayında da sürmektedir. Kasım ayında kurlardaki istikrar ve enflasyon eğiliminde gözlemlenen düşüş eğilimi TCMB'ye ilave faiz indirimi için alan yaratmış gözükmemektedir.

Piyasalar, TCMB'nin politika faizini düşürmeye devam edeceğini beklemektedir. Piyasalar, TCMB'nin aralık ayında da politika faizini 1 puan düşürerek yıl sonunda yüzde 38,5 civarına indireceğini öngörmektedir. Ancak, piyasalar, 2026 yılında enflasyonun yüzde 16'lık hedefin çok üstünde, yüzde 23 civarında olacağını beklemektedir. Dolayısıyla, piyasalarda TCMB'nin yüzde 16'lık hedefte ısrarlı olmayacağı, faiz indirimlerine devam edeceği algısı ve bekleyişi belirginleşmektedir. Biz de benzer düşünce ile TCMB'nin aralık ayında politika faizini 100-150 baz puan indireceğini, ama para ve kredi koşullarının sıkı kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Kredi faizleri yüksek seyretmeye devam etmektedir. TCMB faiz indirimlerine paralel olarak, kredi faizleri haziran ayından bu yana 12 puan düşmüştür. İlave düşüşlerin sınırlı olacağını, bileşik kredi faizlerinin yıl sonunda yüzde 50 civarına inebileceğini düşünüyoruz.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)

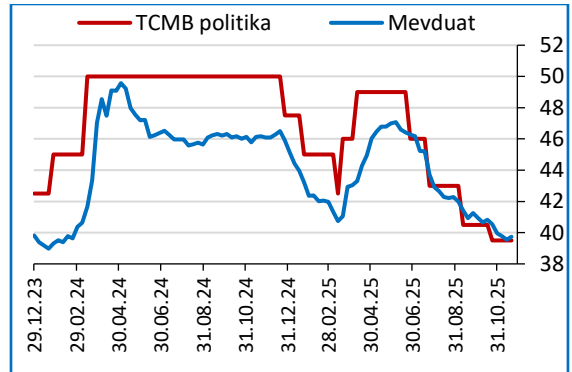


Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir. 23 Ekim tarihli TCMB faiz indirimi henüz verilere yansımamıştır.

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

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)



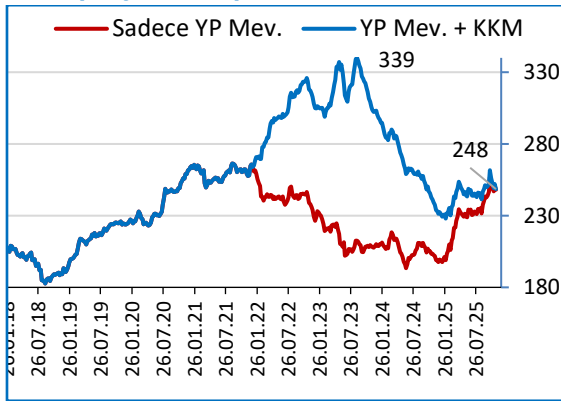
Kaynak: TCMB

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

3.Yabancı para cinsinden mevduatlarda artış eğilimi kasım ayında durmuştur. Kasım

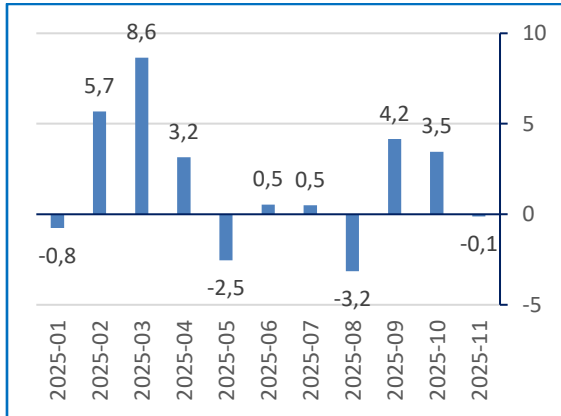
ayına kadar, faiz oranlarının düşmeye başlaması, iç siyasi gerginliklerin devamı ve Kur Korumalı Mevduatların (KKM) tasfiye edilmesi yabancı para (altın dahil) cinsi mevduat talebini artırmıştır. Nitekim eylül-ekim aylarında parite ve altın fiyatları hariç 7,7 milyar ABD doları artarken, kasım ayında 100 milyon dolar civarında azalış olmuştur. Döviz mevduat talebinin azalması kur istikrarını ve TCMB faiz indirim sürecini desteklemekle birlikte, faiz indirimlerinin devamı halinde, bu talep tekrar canlanabilecektir.

Grafik 3.a: Yabancı para mevduatlar ve KKM (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

Grafik 3.b: Parite etkisinden arındırılmış aylık yabancı para mevduat değişimi (milyar dolar)

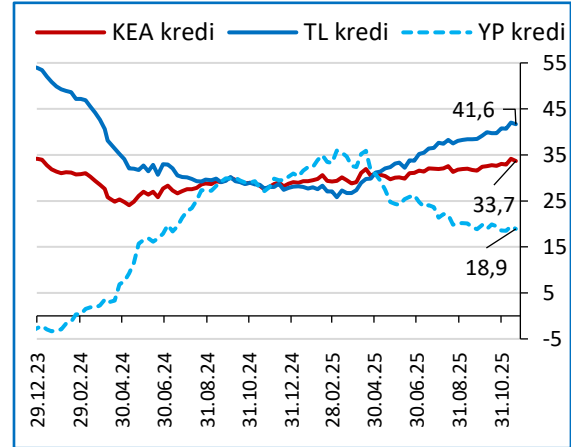


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

4. Kredi artış oranı zayıf seyretmeye devam etmektedir. Kredilerdeki yaklaşık yüzde 33,7'lik zayıf artış eğiliminde, TCMB'nin kredi kısıtlarının yanı sıra kredi faizlerinin aşırı yüksek seyri ve ekonomideki yavaşlama belirleyicidir. Ancak, TL kredilerde hafif canlanma eğiliminin

de (yüzde 41,6) altı çizilmelidir. Kredilerdeki yavaş artış eğiliminin devam etmesini beklemekteyiz. Zira, bir yandan TCMB'nin aylık kredi kısıtları devam etmekte, diğer yandan kısmi düşüşler olsa da reel faizler oldukça yüksek düzeylerdeki seyrini sürdürmektedir. Dolayısıyla, zaruri finansman ihtiyaçları hariç kredi talebinin zayıf seyredeceğini bekliyoruz.

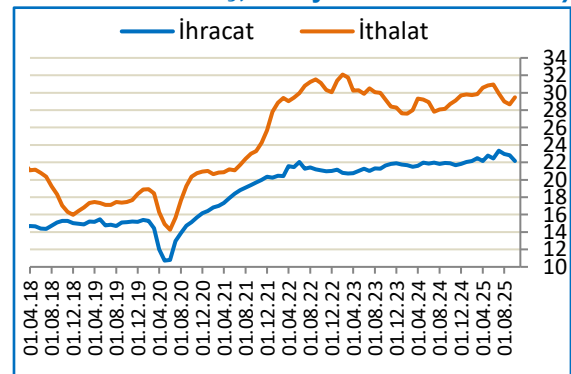
Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (%)



Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

5. İhracat ve ithalatta henüz belirgin bir eğilim değişikliği gözlenmemektedir. Emek-yoğun bazı sektörlerde sorun gözlense de ekim ayı itibarıyla toplam ihracatın Avrupa'daki durgunluğa rağmen Türk lirasının değerlendirilmesinden fazla etkilenmediği ve ihracatın ve ithalatın yataya yakın seyrettiği görülmektedir.

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



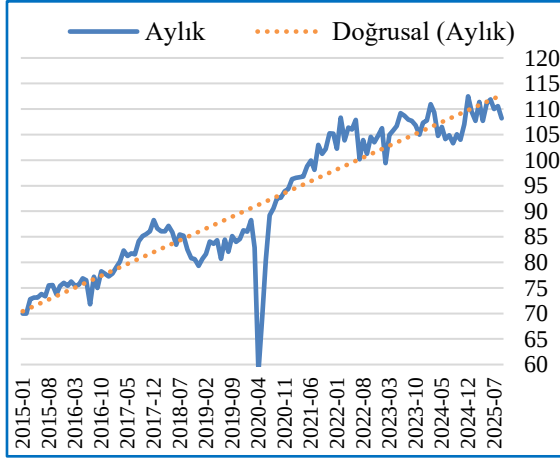
Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

6. Sanayi üretimi eylül ayı itibarı ile potansiyelin altında ve zayıflama eğiliminde

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

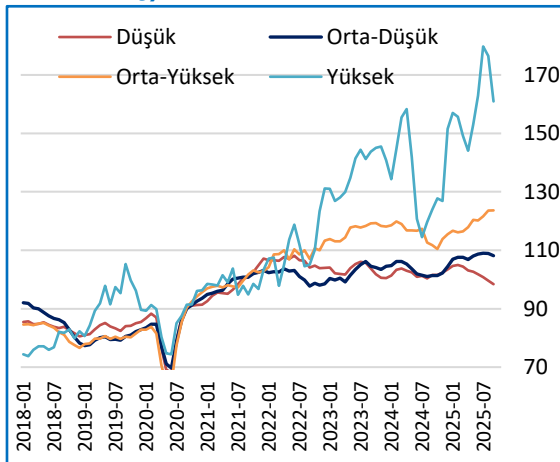
olsa da kısmi güçlü seyrini korurken, imalat sanayi kapasite kullanımı kasım ayında çok düşük düzeylerden hafif toparlanmasını sürdürmüştür. Sanayi üretimindeki beklenen belirgin gerilemenin olmaması, yüksek teknolojiye savunma sanayi üretiminin canlılığından kaynaklanmaktadır. Son dönemde, sanayi üretiminin yapısında da değişiklik gözlenmektedir. Yüksek teknolojiye sektörler güçlü üretimini sürdürürken, emek-yoğun düşük teknolojiye sektörlerde üretim azalmaktadır. Sanayinin ve ekonominin genelini daha iyi yansıtan kapasite kullanım oranı ise kasım ayında da hafif toparlanma eğilimini sürdürmüştür. Bu çerçevede, ekonominin durgunlukta olduğu görüşümüzü koruyoruz.

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



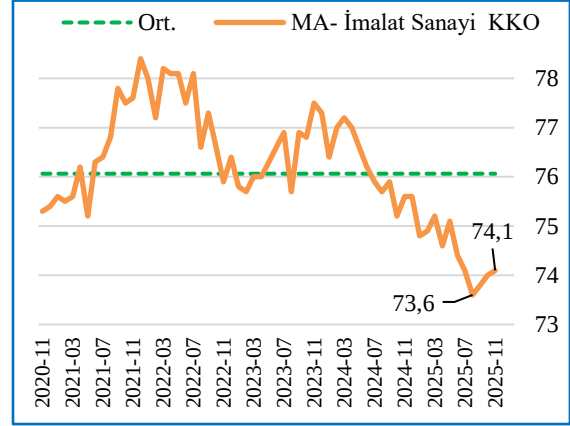
Kaynak: TÜİK

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



Kaynak: TÜİK

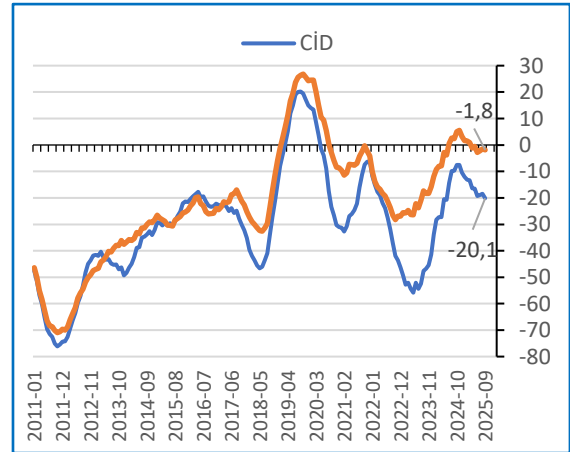
Grafik 6.c: İmalat sanayi kapasite kullanım oranı (mevsimsellikten arındırılmış)



Kaynak: TCMB

7. Yıllık cari işlemler açığı sınırlı düzeyde seyretmektedir. Ekonomideki kırılganlıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler açığı makul düzeydedir. Nitekim, son 12 aylık cari işlemler açığı eylül ayında hafif artarak 20,1 milyar ABD doları gerçekleşmiştir. Türk lirasının önemli ölçüde reel değer kazanması ve ihracatın zayıf seyretmesi cari işlemler açığı üzerinde baskı oluştursa da yüksek faizler ve ekonominin yavaş toparlanması bu baskıyı sınırlayacak faktörler olacaktır. Bu çerçevede, yıllık cari işlemler açığının hafif artış gösterse de sınırlı kalacağını öngörüyoruz.

Grafik 7: 12 aylık cari işlemler dengesi (milyar ABD doları)

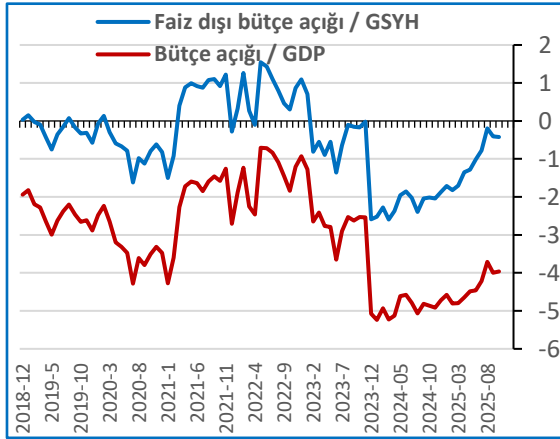


Kaynak: TCMB

8. Yüksek düzeylerden hafif azalış eğilimine giren bütçe açığı eylül ve ekim aylarında beklenenin üzerinde gerçekleşmiştir. Yüksek bütçe açığı, enflasyonu düşürmek için olması gerekenden daha yüksek politika faizini gerektirmektedir.

2024 yılında GSYH'nın yüzde 4,9'u olarak gerçekleşen bütçe açığının 2025 yılı sonunda GSYH'nın yüzde 3'üne yakınsaması hedeflenmekteydi. Ancak, eylül ayında açıklanan Orta Vadeli Programda bu hedef yüzde 3,6 olarak güncellenmiştir. Mevcut eğilim söz konusu hedefe ulaşılmasının güç olacağını göstermektedir. Esasında, faiz dışı bütçe disiplinin önemli ölçüde iyileştiğinin, buna karşın yüksek faiz ödemelerinin toplam iyileşmeyi sınırladığının da altı çizilmelidir.

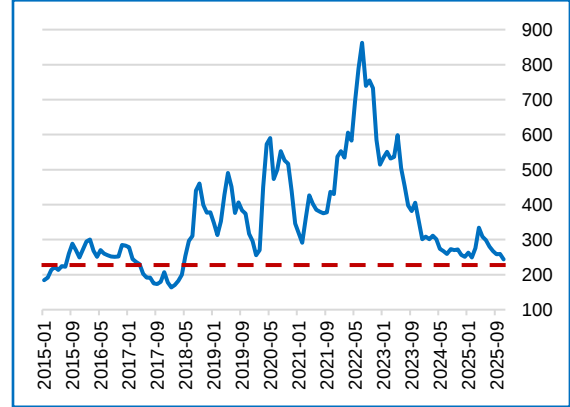
Grafik : 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamalar

9. İç siyasette tansiyonun düşmesi, Fed faiz indirim beklentilerinin küresel risk iştahını desteklemesi ve enflasyonun Ekim ayından itibaren düşüş eğilimine girmesiyle birlikte ülke risk primi, 26 Kasım'da 240 baz puan seviyesine kadar gerilemiştir. TCMB'nin faiz indirim döngüsünü sürdürerek büyümedeki yavaşlamayı sınırlandırması, reel sektör ve finansal piyasalar üzerindeki baskıyı hafifletmiş; bu tablo Türk varlıklarını yabancı yatırımcılar için yeniden cazip hale getirmiştir. Risk primi hala tarihsel ortalamasının üzerinde seyreitse de kasım ayında düşüş makroekonomik dengelenme sürecinin beklentilerle uyumlu seyrettiğine işaret ederken, 240 baz puan seviyesi piyasalarda güvenin tazelendiği yeni bir denge noktası olarak öne çıkmaktadır.

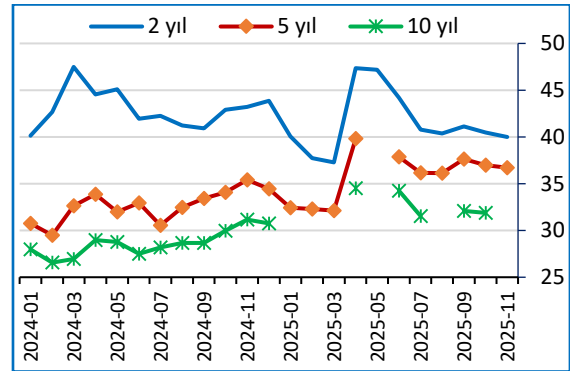
Grafik 9: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)



Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

10. Hazine borçlanma faizleri oldukça yüksektir. 19 Mart sonrasında yatırımcıların yoğun satışlar sonrası oldukça yüksek düzeylere çıkan Hazine tahvil faizleri, piyasaların sakinleşmesi, TCMB faiz indirimi ve ilave indirim beklentilerinin devamı ile tekrar hafif düşmeye başlasa da yüksek düzeylerde seyretmektedir. Mevcut durumda, yüksek faizler, yüksek bütçe açığının en temel nedeni olmaya devam etmektedir.

Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)

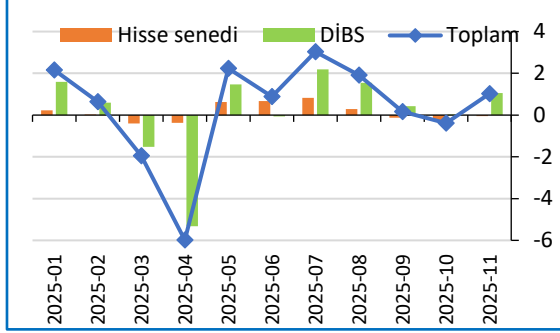


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

11. Yabancıların swap ve benzeri kısa vadeli işlemler haricindeki portföy hareketleri (tahvil ve hisse senedi) sınırlı ve oynak bir seyir izlemektedir. Türkiye'nin temmuz ayında artan kredi notu ve kısmi iyileşen beklentilere rağmen, yabancı portföy girişlerinin sınırlı olması, yabancıların hala siyasi gelişmeler başta olmak üzere olası riskleri dikkate aldıklarına ve Türkiye piyasalarına oldukça temkinli yaklaştıklarına işaret etmektedir. Nitekim, 2025 yılındaki toplam yabancı portföy girişi sadece 3,8 milyar ABD doları düzeyinde kalmıştır. Diğer yandan,

swap ve benzeri kısa vadeli işlemlerle (carry trade) oluşan yabancı sıcak para stokunun 40 milyar ABD dolarını aştığı tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, yabancı girişleri kısa vadeli işlemlerde yoğunlaşmaktadır.

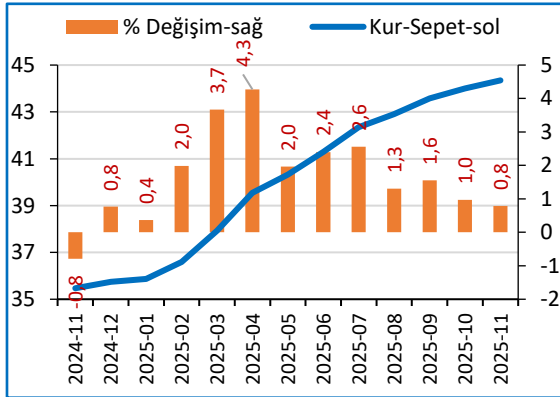
Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)



Kaynak: TCMB

12. Kurlar daha istikrarlı bir seyir izlemeye başlamıştır. TCMB, mart ayı ve sonrasındaki kur artışlarının enflasyona yansımalarını dikkate alarak ağustos ayından itibaren kur artışlarını yavaşlatmıştır. Özellikle eylül ve ekim aylarında TCMB zaman zaman sınırlı da olsa döviz satarak, enflasyonist etkileri azaltmak amacıyla kurlarda sınırlı artışı hedeflemiştir. Ancak, kasım ayında TCMB döviz satmasa da kurlar istikrarlı seyretilmektedir. TCMB'nin önümüzdeki dönemde de aylık sepet kur artışını yüzde 1,5'in altında tutması gerekmektedir. Aksi halde enflasyon eğilimindeki yavaşlamanın devamı zorlaşacaktır.

Grafik 12: Sepet kur (TL) ve değişimi (%)



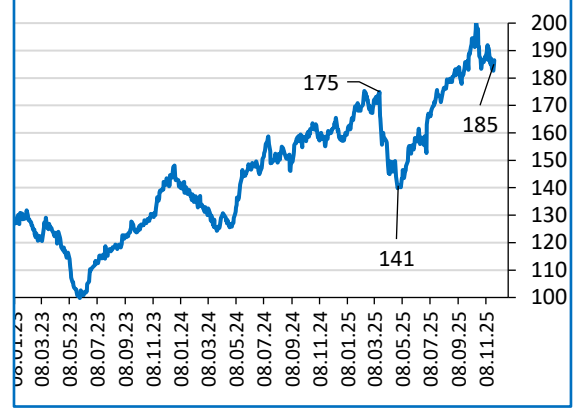
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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

13. TCMB'nin rezervleri, altın fiyatlarındaki artışın da desteği ile güçlü seyretilmeye devam etmektedir. TCMB brüt döviz rezervleri, son dönemde 19 Mart öncesi düzeyi

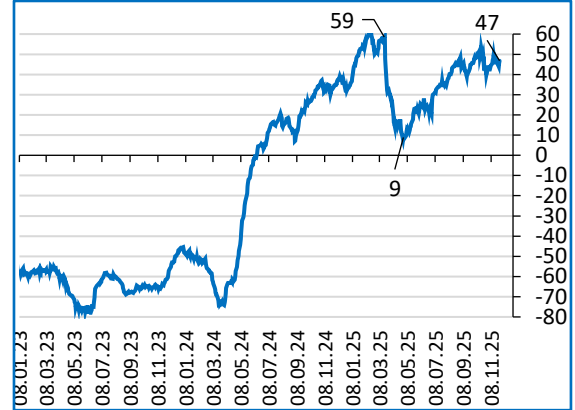
geçmiştir. Rezervlerin güçlü oluşu ve yüksek faizler, TCMB'nin kur istikrarını devam ettirebileceği algısını desteklemektedir. Ancak, brüt ve net rezervlerdeki artış önemli ölçüde altın fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Grafik 13.a: Brüt döviz varlıkları (milyar USD)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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



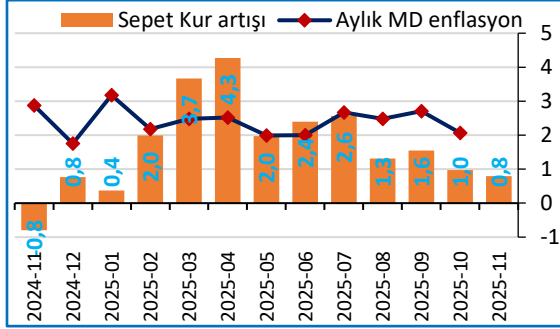
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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

Mevsimsellikten arındırılmış enflasyon eğilimi, mart-temmuz dönemindeki yüksek kur artışlarının da etkisiyle, temmuz-eylül döneminde ortalama yüzde 2,6 civarında gerçekleşmiştir. Ancak, mevsimsellikten arındırılmış enflasyon oranı kur istikrarının desteği ile ekim ayında yüzde 2,1'e düşmüştür. Kasım ayındaki öncü göstergeler söz konusu oranın yüzde 2'nin altına düşebileceğine işaret etmektedir. TCMB'nin itibarlı faiz indirimleri için mevsimsellikten arındırılmış enflasyon eğiliminin yüzde 2'nin altına inmesi gereklidir. Aksi halde, 2026 yılı için yüzde 16 olan hedefe ve mevcut yüksek enflasyon eğilimine rağmen yapılan faiz indirimlerinin itibarı olmayacak, kur

baskısını artırabilecektir. Bu çerçevede, mevcut enflasyon eğilimi, TCMB'ye faiz indirimi için alan açmaktadır.

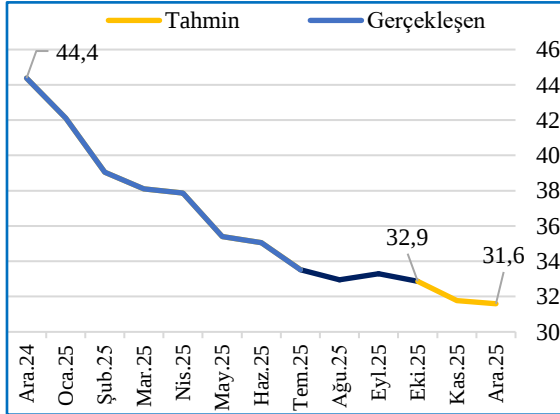
Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)



Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Ekim ayındaki öncü göstergeler, enflasyonun yıl sonunda yüzde 32'nin altında gerçekleşeceğini ima etmektedir. Bu düşüş eğilimi olumlu olmakla birlikte, 2026 sonu için geçerli olan yüzde 16'lık hedefe ulaşmak için yeterli değildir.

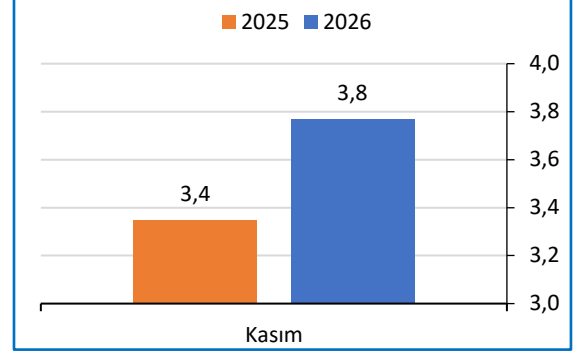
Grafik 15: Enflasyon tahminlerimiz (%)



Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri.

16. Piyasalar, ekonomide belirgin yavaşlama beklememektedir. Piyasalar 2025 yılında yüzde 3,4, 2026 yılında ise yüzde 3,8 büyüme beklemektedir. Son aylardaki sanayi üretim endeksi rakamları, mevcut parasal sıkılığın 2025 yılında yüzde 3'ün altında bir büyümeye yol açabileceğine yönelik önceki düşüncemizi desteklememektedir. Dolayısıyla, 2025 yılı büyümesi yüzde 3'ün biraz üzerinde olabilecek gözükmemektedir. Söz konusu büyüme oranlarının, Türkiye'nin yüzde 4,7 olan tarihsel büyüme oranlarının oldukça altında olduğunun, ekonomide belirgin bir yavaşlama anlamına geldiğinin de altı çizilmelidir.

Grafik 16: 2024 yılı büyüme bekleşi (%)

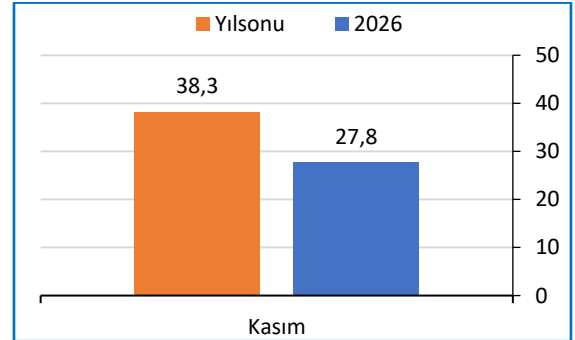


Kaynak: TCMB

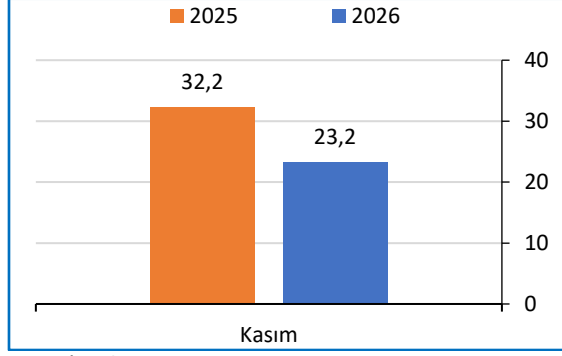
17. Piyasalar, enflasyon bekleşilerinin yüzde 16'lık hedefin belirgin üzerinde olmasına rağmen, TCMB'nin faiz indirimine devam edeceğini tahmin etmektedir.

Piyasalar, faiz indirimlerinin devam edeceğini, politika faizinin yıl sonunda yüzde 38 civarına, 2026 sonunda ise yüzde 28 civarına gerileyeceğini düşünmektedir. Ancak, enflasyonda belirgin düşüş olmadıkça, 2026 yılında da indirimlerin piyasa bekleşilerine göre daha sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz. Zira, enflasyon eğilimi yüzde 16'lık hedefin oldukça üzerindedir. Nitekim, 2026 yılı enflasyon hedefi yüzde 16 iken, piyasaların bekleşi de yüzde 23'e yükselmiştir.

Grafik 17.a: Politika faizi bekleşileri (%)

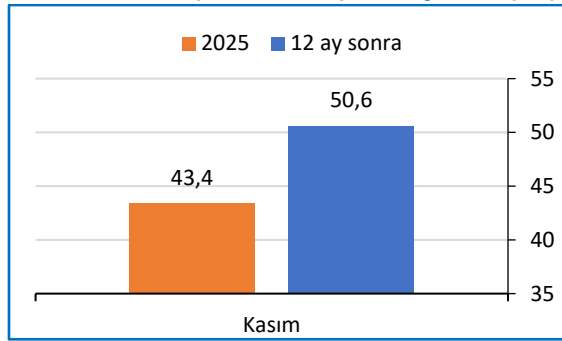


Kaynak: TCMB

Grafik 17.b: Enflasyon beklentileri (%)

Kaynak: TCMB

18. Piyasalar, orta vadede, kurlarda aylık yaklaşık yüzde 1,5'e yakın artış beklemektedir. TCMB'nin enflasyonu 2026 yılında yüzde 20'ye yakınsatabilmesi için aylık kur artışlarının yüzde 1,5'in altında kalması gerekmektedir. Nitekim, TCMB son aylarda kurlardaki artışın aylık yüzde 1,5'in belirgin altında kalmasına özen göstermektedir. Ancak, ilerleyen dönemde siyasi riskler ya da TCMB faiz indirimlerinin hızlı olması nedenleriyle beklentilerin ve güvenin bozulması halinde kurlarda ilave baskının devam etme olasılığı da bulunmaktadır.

Grafik 18: Kur (ABD doları) beklentileri (TL)

Kaynak: TCMB

SONUÇ

8. Mevcut son gelişmeler çerçevesinde;
 - a. Ekonomik aktivite, savunma sanayi hariç, durgunlukta gözükmemektedir.
 - b. Politika faizi ve kredi faizleri oldukça yüksektir; maliyetleri ve ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemektedir.
 - c. TCMB, kur artışlarının enflasyon üzerindeki olumsuz etkisini dikkate alarak, aylık kur artış oranını ağustos ayından itibaren belirgin azaltmıştır. Kasım ayında TCMB'nin döviz satmamasına karşın kurlardaki artışın aylık sadece yüzde 0,8'de kalması olumludur.
 - d. TCMB döviz rezervleri, altın fiyatlarındaki artışın desteği ile oldukça güçlüdür, gerektiğinde kur istikrarını devam ettirmek için ölçülü müdahalede bulunabilecek imkânı vardır.
 - e. Ekim ayı enflasyon gerçekleşmesi ve kasım ayı öncü göstergeleri, temmuz-eylül döneminde enflasyonda gözlemlenen bozulmanın durduğuna ve iyileşme gösterdiğine işaret etmektedir.
 - f. Sayılan bu koşullar TCMB'nin aralık ayında faiz indirimine imkân sağlamaktadır.**
 - g. Mevcut eğilimler dikkate alındığında 2025 yıl sonu enflasyonun yüzde 30'un üzerinde olacağını, 2026 yılı enflasyonun ise yüzde 16 olan enflasyon hedefine yakınsama bir yana, yüzde 20'ye yakınsamasının dahi güç olacağını düşünüyoruz.
 - h. Piyasalar, TCMB'nin faiz indirimlerine aralık ayında ve sonrasında devam edeceğini öngörmektedir. Zira, piyasalar, TCMB'nin enflasyonda ödün vereceğini düşünmeye başlamıştır.
 - i. Piyasaların faiz indirimlerinde iyimser olduğunu, mevcut olumsuzluklar ve riskleri dikkate alarak TCMB'nin aralık ayında faiz indirebileceğini, ancak ilerleyen süreçte daha temkinli olması gerektiğini düşünüyoruz. Aksi halde, ilerleyen süreçte kur baskısının artma olasılığı yükselebilecektir.
 - j. Diğer yandan, faiz indirim süreci kredi faizlerine de önemli ölçüde yansımıştır. Ancak, reel faizler yüksek düzeyini önemli ölçüde koruyacaktır. Belirsizliklerin ve reel faizlerin yüksek seyri, kısmi toparlanma olsa da iç talebin zayıf seyrini sürdürmesine yol açabilecektir.
 - k. Dolayısıyla, mevcut görünümde, enflasyonun arzu edilen ölçüde olmasa da hafif düşüş eğilimini sürdüreceğini, TCMB'nin temkinli faiz indirimlerine devam edeceğini ve 2026 yılının ilk yarısında ekonomide kısmi toparlanmanın başlayabileceğini değerlendiriyoruz.**