

GENEL GÖRÜNÜM

ABD/İsrail-İran savaşının yarattığı şok devam etmektedir. Ancak, savaşın uzamasına karşın, barış görüşmeleri çerçevesinde çatışmasızlık dönemi enerji ve diğer hammadde fiyatlarında aşırı ve kalıcı yükselişi ve piyasalar üzerindeki olumsuz etkileri sınırlamıştır. Buna rağmen, küreselde ve Türkiye’de enflasyon öngörülerini artarken, büyüme öngörülerini düşmüştür.

Savaşa ilişkin belirsizlikler sürmektedir. Sürecin tekrar çatışmaya dönmemesi ve barışla bitmesi halinde olumsuz etkiler geçici olacaktır. Yine üretim altyapılarına büyük zarar vermeyen ve nihayetinde kısa sürede anlaşmayla sonuçlanacak geçici çatışmalar da kısmen geçici olumsuz etkiler yaratacaktır.

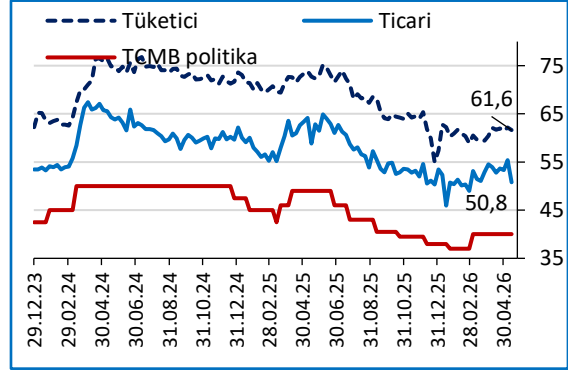
CHP kurultayı ile ilgili mutlak butlan kararı ekonomi açısından ikinci bir şok niteliğindedir. Karar sonrası piyasalar olumsuz etkilense de TCMB’nin kurlarda oynaklığa izin vermemesi, kısa vadeli etkilerini sınırlamıştır. Ancak bu kararın ve sonrasındaki gelişmelerin orta vadede olumsuz etkileri olacaktır.

Şimdilik savaşın olumsuz etkileri görece olarak sınırlı kalmış gözükmektedir. Bundan sonraki süreç hakkında net öngöründe bulunmak mümkün olmamakla birlikte, savaşın altyapılara büyük hasar vermeden Haziran ayına kadar bitmesi halinde, olumsuz etkilerin geçici olacağını, Haziran ayı sonrasında enflasyonda ve faizlerde düşüş, büyümede ise toparlanma eğiliminin başlayacağını düşünüyoruz. Ancak gerek savaşın ve gerekse CHP mutlak butlan kararının olumsuz etkilerinin kısmen devam etmesini; ekonominin potansiyelinin altında ve enflasyonun yüksek düzeylerde seyretmesini bekliyoruz.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Faizler çok yüksek düzeylerde devam etmektedir. Ticari kredi bileşik faizleri yüzde 50,8, bireysel kredilerinki ise yüzde 61,6 düzeyindedir. Mevcut görünümde, ticari kredi faizlerinin savaş bittikten sonra düşmeye başlamakla birlikte, bu düşüşün yavaş olacağını ve 2026 yılı sonunda yüzde 40 civarına düşebileceğini öngörüyoruz.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)

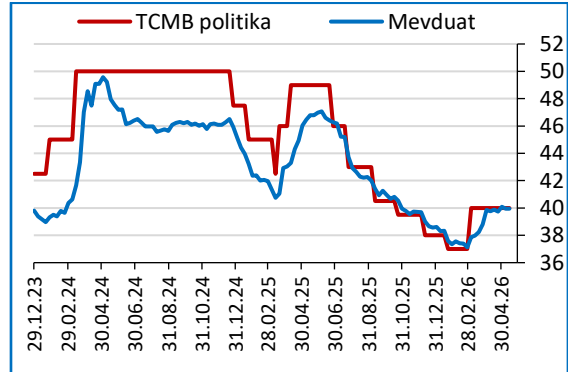


Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

2. Mevduat faizleri, TCMB fiili politika faizine yakın seyretmektedir.

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)

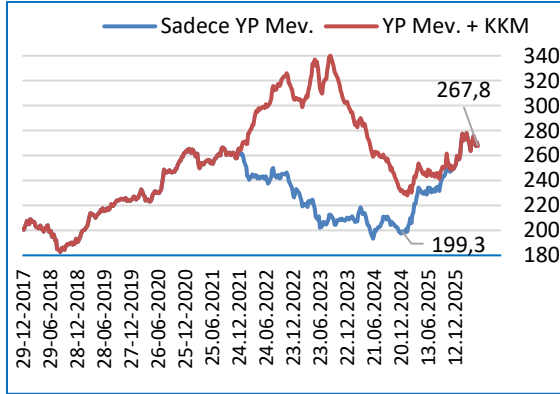


Kaynak: TCMB

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

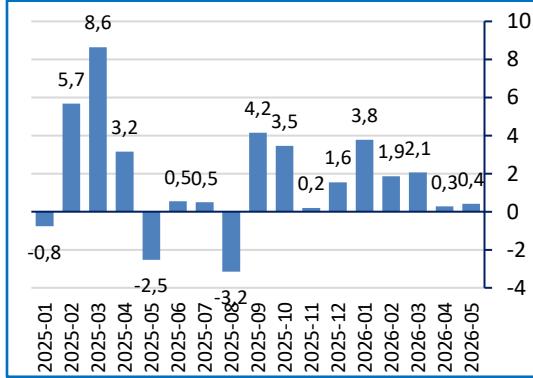
3. Savaş döneminde yerleşiklerin altın dahil yabancı para mevduat hesaplarında belirgin artış olmamıştır. Zaten savaş öncesinde de yabancı para (YP) mevduatlarıdaki artış önemli ölçüde altın fiyatları artışı ve altın hesapları artışı kaynaklı olmuştur. Fiyat (parite) hariç tutulduğunda altın dahil yabancı para mevduatlarıdaki yeni artış sınırlıdır. Parite ve altın fiyat etkilerinden arındırıldığında, yerleşiklerin 15 Mayıs itibarıyla savaş dönemi YP (altın dahil) hesapları artışı sınırlı kalmıştır.

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



Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

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

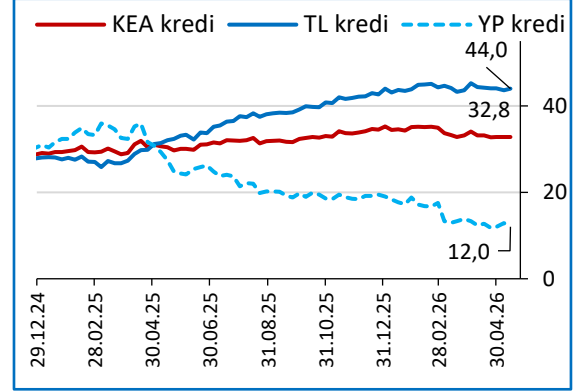


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

4. Savaş döneminde yıllık kredi artışı hafif yavaşlamıştır. TL krediler yaklaşık yüzde 44, YP krediler yüzde 12 artarken, kur etkisinden arındırılmış toplam kredi artışı yüzde 32,8 düzeyindedir. TL ticari kredilerdeki artış hızı yüzde 43 olmakla birlikte, bu yüksek oranlı artış önemli ölçüde TL kredilerin yüksek faizlerinden kaynaklanmaktadır. TL kredi artışında hafif de

olsa yavaşlama olmasına karşın TCMB, mutlak butlan kararı sonrası oluşan piyasa baskısını hafifletmek için TL kredilerin aylık artış hızına ilişkin sınırı hafif de olsa ilave sıkılaştırmıştır.

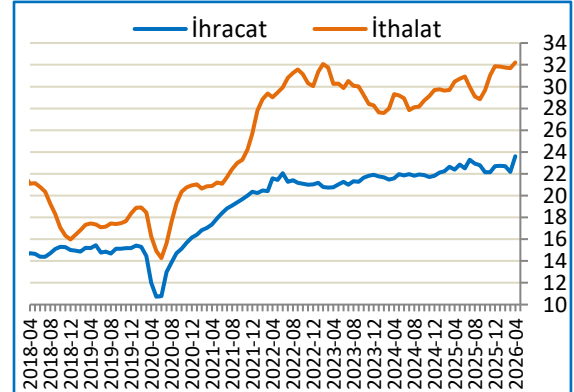
Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (%)



Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

5. Savaş, Nisan ayı itibarıyla ihracatta herhangi bir düşüş yaratmamıştır. Savaşın dış ticaret açılımını artırması beklenmektedir. Bu olumsuz etkilerin düzeyi önemli ölçüde savaşın süresine bağlı olacaktır. Diğer yandan, Nisan ayı itibarıyla ihracat yatay, ithalat hafif artış eğilimindedir. Dolayısıyla, henüz erken olsa da Nisan ayı itibarıyla, savaş dış ticaretimiz üzerindeki belirgin bir değişiklik yaratmamıştır.

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



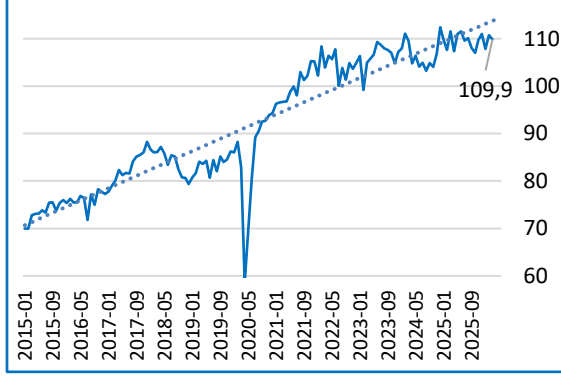
Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

6. Sanayi üretimindeki zayıf seyir, savaşın da etkisiyle devam etmektedir. Savaş öncesi zaten toplamda zayıf seyreden sanayi üretimi, Mart ayında hafif gerilemiştir. Öncü veri niteliğindeki Nisan ve Mayıs kapasite kullanım oranları, zayıflığın devam ettiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte savaşın etkisinin beklenenden sınırlı kaldığı izlenmektedir.

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

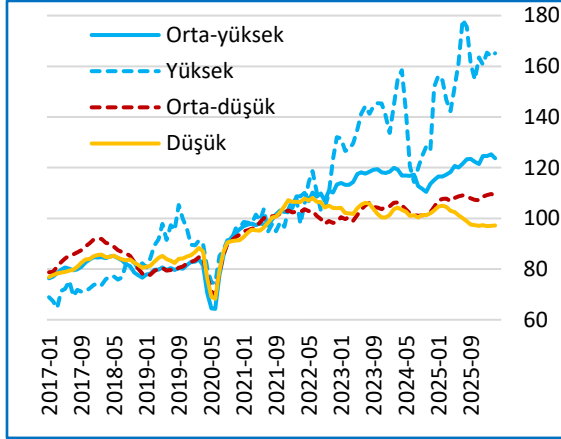
Sanayi üretimi detayında ise tekstil-giyim-deri gibi emek-yoğun, düşük teknolojlili sektörler toplam sanayi üretimini aşağı çekerken savunma sanayi destekli yüksek teknolojlili sektörler büyümeye devam etmektedir.

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



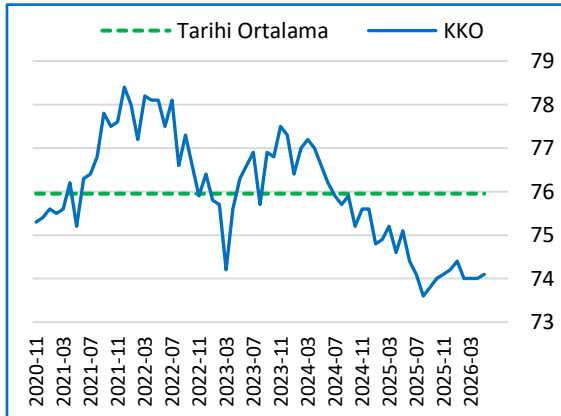
Kaynak: TÜİK

Grafik 6.b: Teknolojisine göre sanayi üretimi (Mevs. arındırılmış 3 aylık ortalama)



Kaynak: TÜİK

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

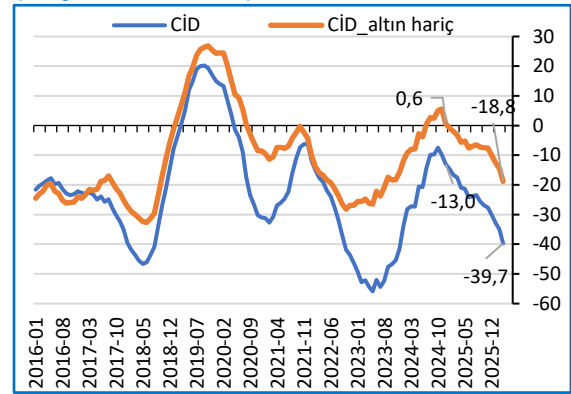


Kaynak: TCMB

7. Yıllık cari işlemler açığındaki artış hızlanmıştır.

Ekonomideki kırılğanlıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler açığı savaş öncesinde artış eğilimine girmişti. Savaşın dış ticaret üzerindeki etkisi şimdilik sınırlı kalsa da cari işlemler açığı Mart ayındaki bayram etkisiyle 39,7 milyar ABD dolarına ulaştı. Cari işlemler açığındaki artış eğiliminin yavaşlayarak sürdürmesini bekliyoruz. Dolayısıyla, ilerleyen dönemde cari işlemler açığındaki bozulma risk algısını artıracak bir faktör olarak öne çıkacaktır.

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

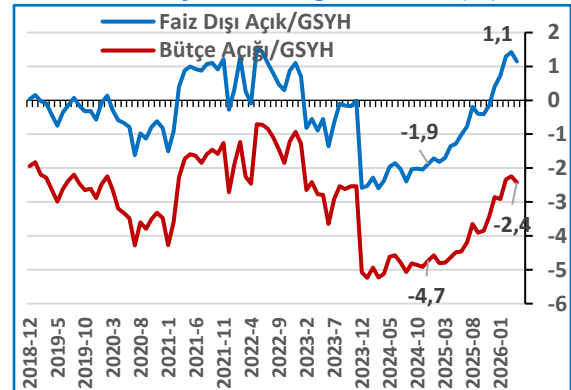


Kaynak: TCMB

8. Bütçe açığı performansı iyi olmakla birlikte geçicidir.

2026 yılı bütçe açığı hedefi GSYH'nin yüzde 3,5'i civarındadır. Nisan ayı itibarıyla 12 aylık faiz dışı fazlanın GSYH'ye oranı yüzde 1,1, toplam açığın oranı ise yüzde 2,4 düzeyine iyileşmiştir. Ancak savaşla birlikte benzin ve motorinde eşel-mobil sisteminin başlaması, yeni vergi teşviklerinin gündeme alınması ve iç talep yavaşlaması sonucu vergi gelirlerinin kısmen azalması nedenleriyle, 2026 yılının kalan döneminde bütçe açığında belirgin bozulma bekliyoruz.

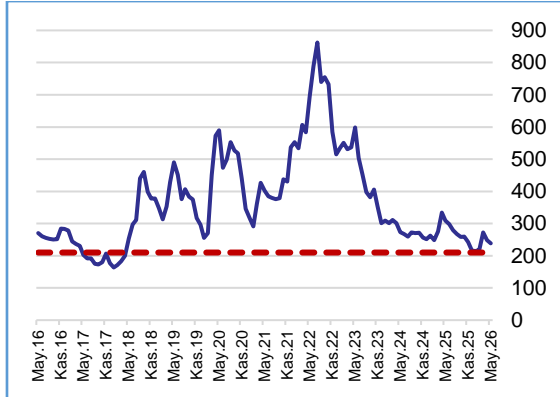
Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Türkiye'nin 5 yıllık CDS risk primi, Mayıs 2026'yı iki ayrı dinamiğin iz bıraktığı bir ay olarak tamamlamıştır. Ayın ilk haftasında 243 baz puan bandında seyreden risk primi, Trump'ın "Operation Freedom"ı geçici olarak durdurmasıyla oluşan kısa süreli diplomatik iyimserlik ortamında 7-8 Mayıs'ta 227-228 baz puana geriledi ve 11 Mayıs'ta 226 baz puanla ayın dibini gördü. Ancak aynı gün akşamı Trump'ın ateşkesi "yaşam destek ünitesinde" ilan etmesiyle petrolün 104 doların üzerine çıkması bu iyimserliği tersine çevirdi; 12 Mayıs'tan itibaren kademeli yükselişe geçen CDS, 20 Mayıs'ta 244 baz puana döndü. Ayın son haftasında ise tabloya iç siyasi bir şok eklendi: CHP kurultay davasındaki mutlak butlan kararının ardından piyasalarda sert satış baskısı oluştu ve CDS yaklaşık 250 baz puana fırladı. 22 Mayıs'ta Şimşek başkanlığında toplanan Finansal İstikrar Komitesi gelişmeleri acil gündemine alırken CDS 255,27 baz puanla kapandı. Sonuç olarak Mayıs 2026 aylık ortalaması yaklaşık 238 baz puan olarak gerçekleşti ve bu ayki veriler Türkiye risk priminin hem küresel jeopolitik dalgalanmalara hem de iç hukuk-siyaset alanının anlık sinyallerine ne denli duyarlı kaldığını bir kez daha ortaya koydu.

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

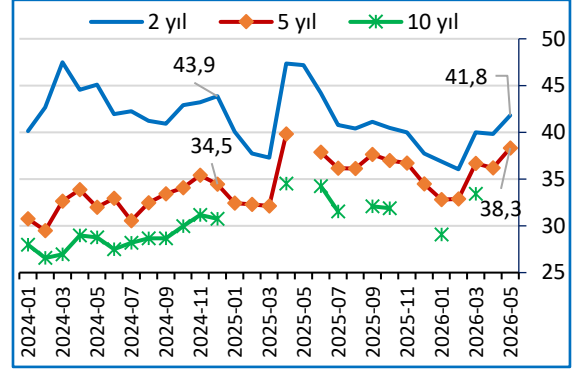


Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

10. Savaşla birlikte artan Hazine borçlanma faizleri yüksek düzeylerini korumaktadır. Savaşın yarattığı gerginlik sonucu tahvil piyasasından yoğun yabancı çıkışı olmuş, faizler 5-6 puan artmıştır. CHP mutlak butlan kararının da Hazine borçlanması üzerinde olumsuz etkiler yaratacaktır. Tahvil faizleri ve hazine borçlanma maliyeti savaşın sürecine bağlı olarak bir süre yüksek seyrini devam ettirecek gözükmektedir. Tahvil faizlerinin

yüksek seyretmesi, kredi faizlerini de olumsuz etkilemektedir.

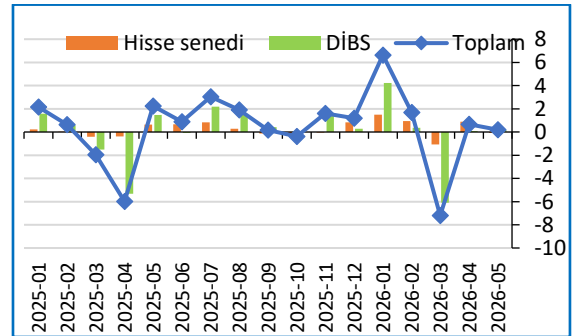
Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

11. Savaşın ilk ayında Türkiye'den yoğun olarak çıkan yabancı yatırımcı, Nisan ayında tekrar dönmeye başlamıştır. Mart ayı itibarıyla, savaş dönemi yabancı portföy (hisse senedi + tahvil) çıkışı 7,2 milyar ABD doları olmuştur. Ancak, asıl çıkış swap ve benzeri kısa vadeli para piyasası işlemlerinde gerçekleşmiş, bu tutar tahminen 30 milyar ABD dolarını aşmıştır. Nisan ve (15 Mayıs itibarıyla) Mayıs aylarında tahvil ve hisse senetlerine 0,9 milyar ABD doları giriş gerçekleşirken, swap ve benzeri kısa vadeli işlemlerdeki giriş 20 milyar ABD doları civarına ulaşmıştır. Ancak, mutlak butlan kararı sonrası, henüz yayımlanmış bir veri bulunmamakla birlikte, tahminen tekrar 15 milyar ABD dolarına ulaşan yoğun yabancı çıkışları olmuştur.

Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)

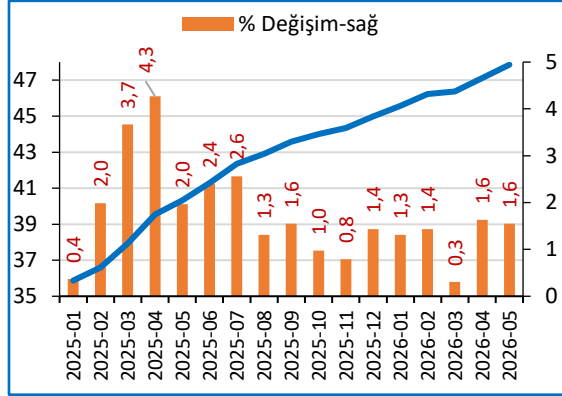


Kaynak: TCMB

12. TCMB, döviz satarak-alarak kur istikrarını gözetmeye devam etmekte, asıl olarak ABD doları kurundaki istikrara odaklanmaktadır. Kurlardaki istikrar, enflasyonun düşmesi için ön şarttır. Özellikle dışsal şoklar esnasında kur istikrarının gözetilmesi, beklentiler ve finansal istikrar için de kritik önemdedir. Bu nedenle, TCMB, Mayıs

ayına kadar ABD dolarının aylık yüzde 1,2 civarında artışına izin vermiş, Mayıs ayında aylık artışı yüzde 1,5'e çıkartmış gözükmektedir. ABD doları karşısında değer değişimi nedeniyle sepet bazlı kur değişimi farklılık gösterebilmektedir. TCMB'nin kur istikrarını gözetmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

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



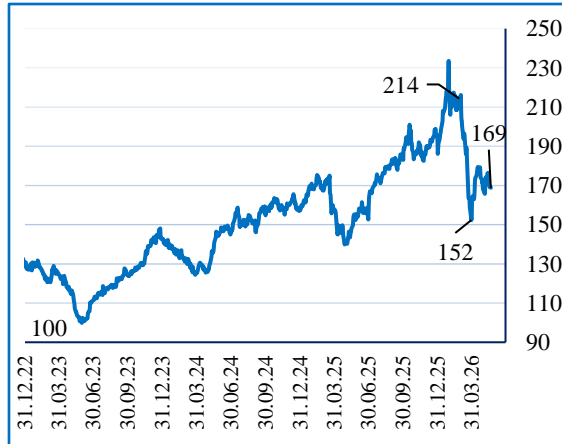
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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

13. TCMB döviz rezervleri Mart ayında çok hızlı düşerken, Nisan ayında toparlanmıştır.

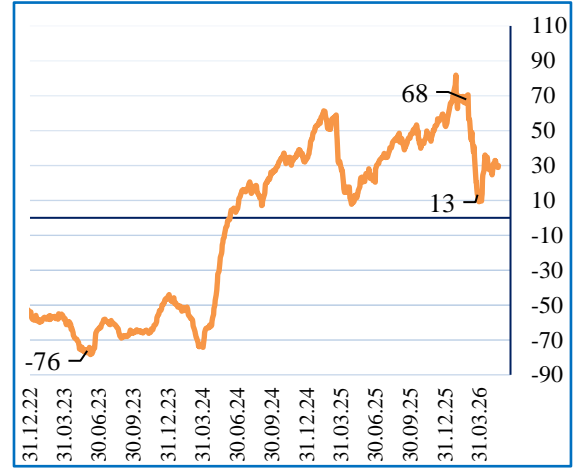
TCMB, Mart ayında tahminen 46 milyar ABD doları satmıştır. Bu satışların çok büyük kısmı yabancılara gerçekleşmiştir. Yerleşiklerin talebi çok sınırlı kalmıştır. 21 Mayıs itibarıyla 24 milyar ABD dolarlık döviz almıştır. Ancak mutlak butlan kararı sonrası henüz verilere yansımayan döviz çıkışı gerçekleşmiştir. Mevcut durumda, TCMB hala kur istikrarını gözetecek güçlü döviz rezervine sahiptir.

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



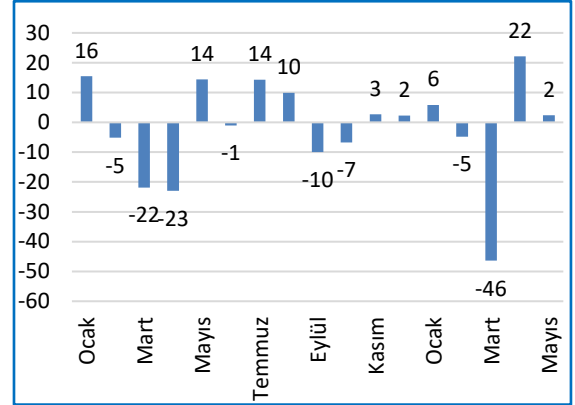
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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

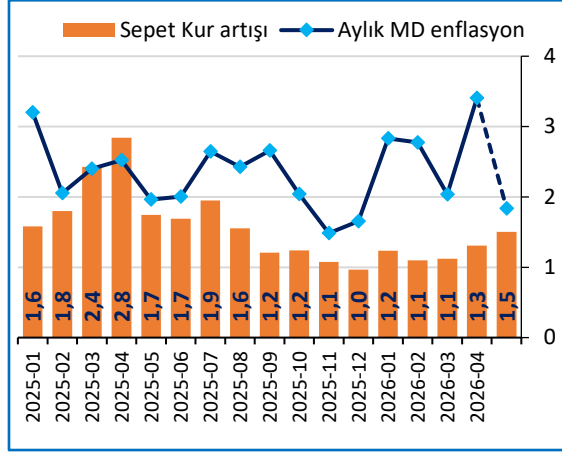


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

14. TCMB, savaş döneminde yoğun döviz müdahaleleri ile kur istikrarını gözetmiştir.

Kur istikrarı, özellikle dışsal şoklar esnasında; fiyat istikrarı yanında, beklentiler ve finansal istikrar açısından da kritik önemdedir. Bu çerçevede, TCMB, ABD dolarındaki istikrarı gözetmeye ve Nisan ayına kadar ortalama bazda aylık yüzde 1,2 civarı artışı hedeflerken, Mayıs ayında aylık artışı %1,5'e çıkartmıştır. Böylece, "savaşın yarattığı enflasyonist baskı önemli ölçüde frenlenmiştir.

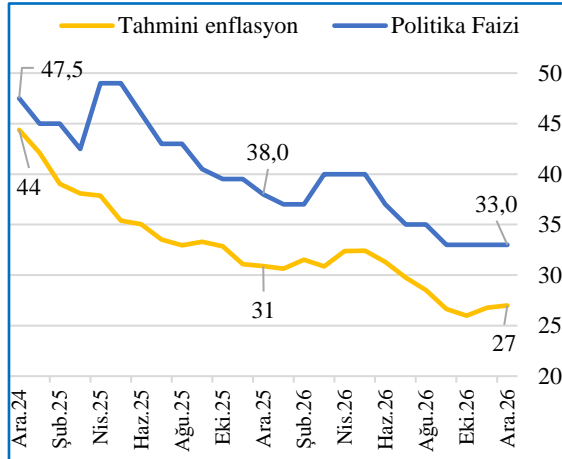
Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)



Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Savaş, enflasyondaki düşüş eğilimini belirgin aksatacak gözükmemektedir. Bu çerçevede, Mart ayındaki öngörülerimizi koruyoruz. Savaşın olumsuz etkilerinin yılın ikinci yarısında önemli ölçüde azalacağı varsayımıyla, 2026 yılında TÜFE enflasyonunun yüzde 27, politika faizinin de yüzde 33 civarına inebileceğini düşünüyoruz. Savaş sonrası petrol-gaz fiyatlarının hızlı düşmesi söz konusu tahminlerin hafif aşağı yönlü, savaşın ve etkilerinin daha uzun sürmesi halinde ise yukarı yönlü güncellememize neden olabilecektir.

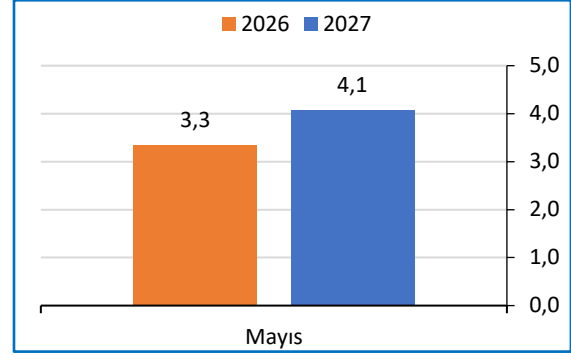
Grafik 15: Enflasyon tahminlerimiz (%)



Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri.

16. Piyasalar da 2026 yılına ilişkin enflasyon tahminlerini belirgin artırırken, büyüme tahminlerini düşürmüşlerdir. Ekonomi, 2025 yılında yüzde 3,6 büyümüştür. Piyasalar 2026 yılında yüzde 3,3, 2027 yılında ise yüzde 4,1 büyüme beklemektedir.

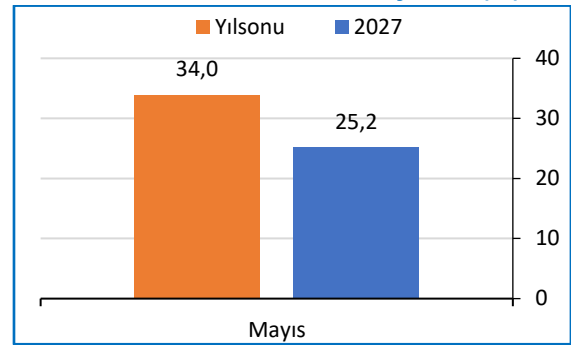
Grafik 16: Büyüme beklenti (%)



Kaynak: TCMB

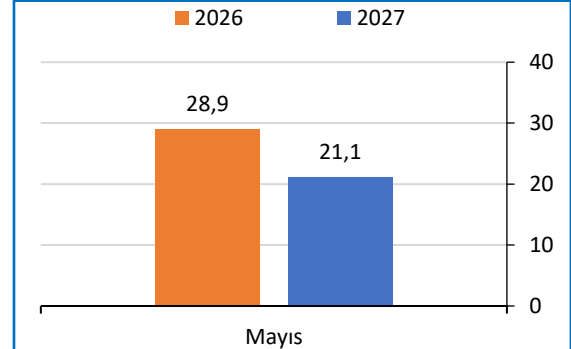
17. Piyasaların enflasyon ve politika faiz tahminleri, Mart ayında yaptığımız, hala değiştirmedığımız öngörülerimizden de olumsuz hale gelmiştir. Piyasalar, 2026 yılında enflasyonun güncellenen yüzde 24'lük hedefin belirgin şekilde üzerinde kalarak yüzde 28,9, politika faizinin ise yüzde 34 civarına gerileyeceğini düşünmektedir.

Grafik 17.a: Politika faizi beklentileri (%)



Kaynak: TCMB

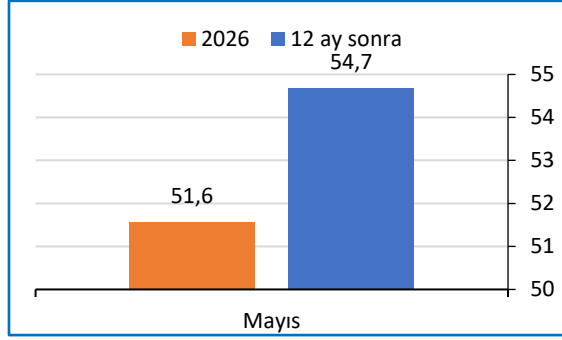
Grafik 17.b: Enflasyon beklentileri (%)



Kaynak: TCMB

18. Piyasalar, orta vadede, kurlarda aylık yüzde 1,4'e yakın artış beklemektedir.

Piyasalar da TCMB'nin kur istikrarını gözetmeye devam edeceğini düşünmektedir. Zira, kurlardaki artışın hızlanması halinde enflasyonist baskılar daha da artabilecektir. TCMB'nin kur istikrarını gözetecek rezervlere sahip olduğunu düşünüyoruz.

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

Kaynak: TCMB

SONUÇ

Mevcut gelişmeler çerçevesinde;

- a. Savaş, ekonomik görünümü olumsuz etkilemiş, savaş öncesi baz senaryoların belirgin şekilde değişmesine yol açmıştır.
- b. Savaşın ilk ayında; TCMB fiili politika faizini 3 puan artırarak yüzde 40'a çekmek ve tahminen 46 milyar ABD doları satmak zorunda kalmıştır. Çatışmasızlık dönemi olan Nisan-Mayıs ayında TCMB, tekrar yabancı girişinin başlaması üzerine tahminen 25 milyar ABD dolarını geri almıştır. Ancak mutlak butlan kararı sonrası tekrar yabancı çıkışı gözlenmiştir.
- c. Savaş döneminde TCMB kur istikrarına yönelik politikalarını fazla değiştirmemiş, ABD dolarının aylık artışını Mayıs ayına kadar yaklaşık yüzde 1,2 tutma stratejisini devam ettirmiş, Mayıs ayında aylık yüzde 1,5 civarında artışa izin vermiştir.
- d. Diğer yandan, küresel enerji ve diğer hammadde fiyatları ve finansal piyasalar, en azından Mayıs ayı itibarıyla beklenenden daha sınırlı etkilenmiştir.
- e. Henüz savaş süreciyle ilgili belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle ileriye dönük makroekonomik net öngöründe bulunmanın zorlukları sürmektedir.
- f. TCMB, güçlü rezervleri ile kur istikrarını koruyabilmektedir. Bu strateji en azından kısa vadede enflasyon ve piyasa beklentileri açısından olumludur.
- g. Diğer yandan, TCMB, Mayıs ayında, 2026 yılı enflasyon-tahmin-hedefini yüzde 16'dan yüzde 24'e çıkartmış, tahminini ise bizim öngörümüze yaklaştırarak yüzde 26 olarak güncellemiştir.
- h. **Bu çerçevede, savaş sonrası önceki öngörülerimizi koruyoruz. Savaşın etkilerinin yılın ikinci yarısında belirgin azalacağı varsayımıyla, 2026 yılında;**
 - i. Kur istikrarının önemli ölçüde devam edeceğini,
 - ii. Enflasyonun yüzde 27, politika faizinin de yüzde 33 civarına gerileyebileceğini,
 - iii. Büyümenin zayıflayarak yüzde 3'ün altına inebileceğini,
 - iv. Savaşın Haziran ayına kadar kalıcı olarak bitmesinin tahminlerimizi hafif iyileştireceğini, ancak şiddetinin belirgin artmasının ve süresinin uzamasının tahminlerimizin kötüleşmesine yol açacağını,
 - v. Reel sektörün yatırım, nakit yönetimi ve kredi kullanımında çok temkinli olması gerektiğini değerlendiriyoruz.