

GENEL GÖRÜNÜM

ABD/İsrail-İran gerginliğinin devam etmesi piyasaları olumsuz etkilemektedir. Savaş öncesinde 70 ABD doları civarında olan aylık ortalama petrol fiyatları, Mart'ta 103, Nisan'da 117 ve Mayıs'ta 109 ABD doları civarında seyretmiş, haziran ayı ortalarında savaşın durması ve görüşmelerin başlamasıyla hızla 75 ABD dolarının altına inmiştir. Temmuz ayında gerginliğin tekrar başlamasıyla yükselmeye başlayan petrol fiyatları, Eylül ayında Husilerin Suudi Arabistan, Ukrayna'nın ise Rusya petrol tesislerine saldırıları sonucu 100 ABD doları civarına çıkmıştır. Gelecek döneme ilişkin belirsizlikler devam etmektedir.

Petrol fiyatlarının ABD'de yarattığı enflasyon baskısı FED'in faiz artırımına neden olmuştur. Enflasyonist baskılar ve FED'in sıkılaşma sürecine girmesi, ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin hızla yüzde 5,30 düzeyine çıkmasına neden olmuştur. ABD 10 yıllık faizleri savaşın yoğun olduğu dönemde dahi yüzde 4,40 düzeylerinde kalmıştı. Dolayısıyla, son dönemde küreselde parasal ve finansal koşullar sıkılaşmış, bizim gibi ülkeler açısından olumsuzlaşmıştır.

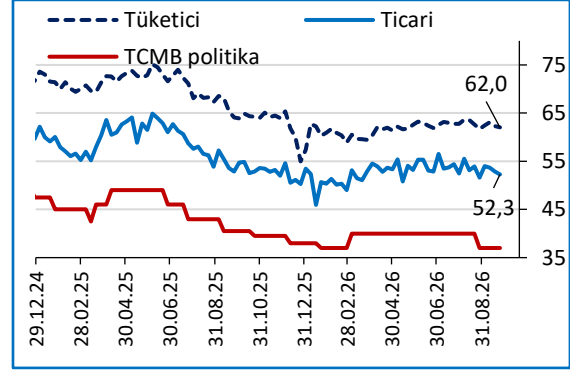
Bazı yatırım fonlarının batması ve bazı siyasilerin bu süreçte yer aldıklarına ilişkin algılar bekleyişleri bozmuştur. Batan fonlar hacim olarak sınırlı (şişirilmiş değeri kabaca 20 milyar ABD doları, reel yatırılan tutar muhtemelen 10 milyar ABD dolarından az) olsa da borsa ve bekleyişler üzerindeki negatif etkisiyle ekonomiyi olumsuz etkilemiştir.

Ekonomik aktivite oldukça zayıf seyretnmekte, TCMB'ye Ekim ayında faiz indirim alanı yaratmaktadır. Enflasyondaki hafif düşme eğilimi de bu alanı desteklemektedir. Ancak petrol ve ABD faizlerindeki yükseliş, TCMB'nin hareket alanını kısmen kısıtlamaktadır.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Faizler çok yüksek düzeylerde devam etmektedir. Ticari kredi bileşik faizleri yüzde 52,3, bireysel kredilerinki ise yüzde 62 düzeyindedir. Mevcut görünümde, ticari kredi faizlerinin TCMB faiz indirimlerine paralel düşmeye başlayacağını, ancak bu düşüşün yavaş olacağını ve 2026 yılı sonunda ancak yüzde 45 civarına gerileyebileceğini öngörüyoruz.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (yüzde)

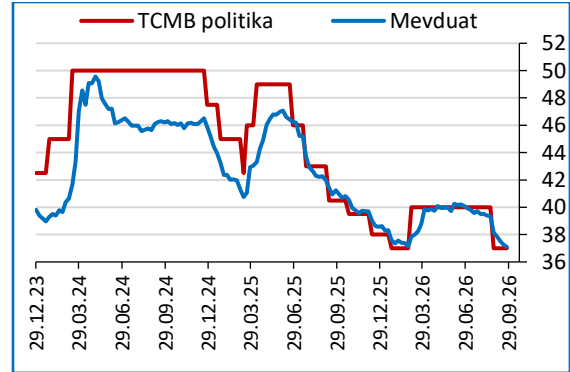


Kaynak: TCMB

Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

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

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (yüzde)

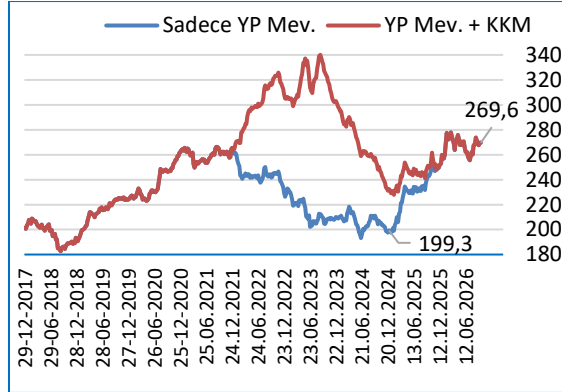


Kaynak: TCMB

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

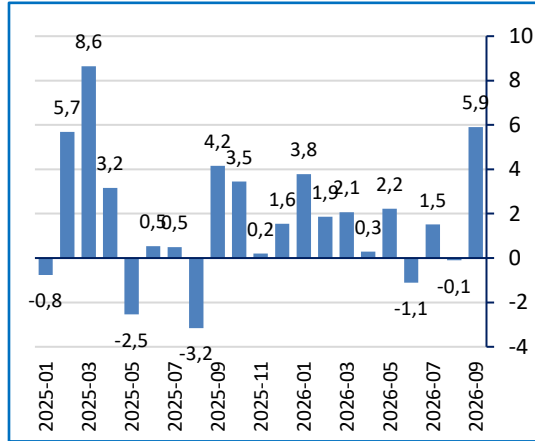
3. Eylül ayında yerleşiklerin yabancı para talebi artmıştır. Nitekim parite etkisinden arındırıldığında özellikle firmalar kaynaklı altın dahil yabancı para mevduatları 5,9 milyar ABD doları artmıştır. Bu artışta Eylül ayının ikinci yarısında bazı fonların batması ve tasfiyeye tabi tutulmasının yarattığı tedirginlik önemli rol oynamıştır.

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



Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

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



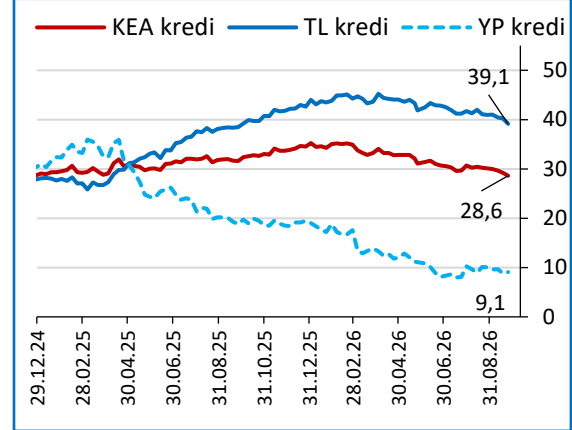
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

- 4. Kredi artış hızı yavaşlamaktadır.** TL krediler yaklaşık yüzde 39,1, YP krediler yüzde 9,1 artarken, kur etkisinden arındırılmış toplam kredi artışı yüzde 28,6'ya gerilemiştir. TL ticari kredilerdeki artış hızı yüzde 40,7 olmakla birlikte, bu yüksek oranlı artış önemli ölçüde TL kredilerinin yüksek faizlerinden kaynaklanmaktadır. Özetle, makul maliyetle krediye erişimde ciddi sorun devam etmektedir.

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

TCMB'nin 1 Ekim'de KOBİ kredi genişleme kısıtını yüzde 4,5'ten yüzde 5'e çıkartması olumlu bir adım olmakla birlikte asıl sorun artık çok yüksek seyreden faiz oranlarıdır.

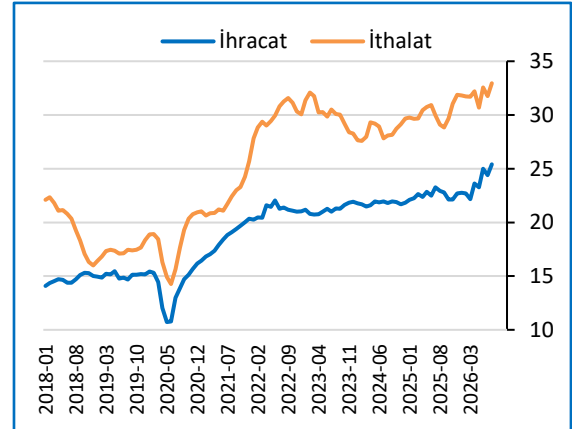
Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (yüzde)



Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

- 5. İthalat ve ihracat ağustos ayı itibarıyla artış eğilimindedir.** Savaşın dış ticaretimizi beklentilerin aksine olumsuz etkilememesi savaşın Türkiye üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmıştır. İhracattaki olumlu gidişat önemli ölçüde küreseldeki tedarik sorunları nedeniyle talebin geçici olarak ülkemize kaymasından kaynaklanma ihtimali yüksektir.

Grafik 5: Aylık ihracat-ithalat (milyar ABD doları, mevsimsellikten arındırılmış, 3 aylık hareketli ort.)

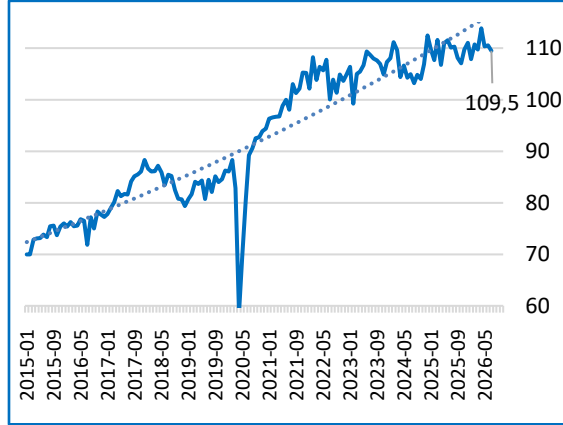


Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

- 6. Üretim endeksleri Temmuz itibarıyla potansiyelin altındaki zayıf seyrini sürdürmektedir.** Savaş öncesinde zayıf seyreden ekonomi, ihracatın ve tarımın desteği ile savaş döneminde sınırlı büyümüştür. İkinci çeyrekte, yıllık GSYH yüzde 2,3 büyürken,

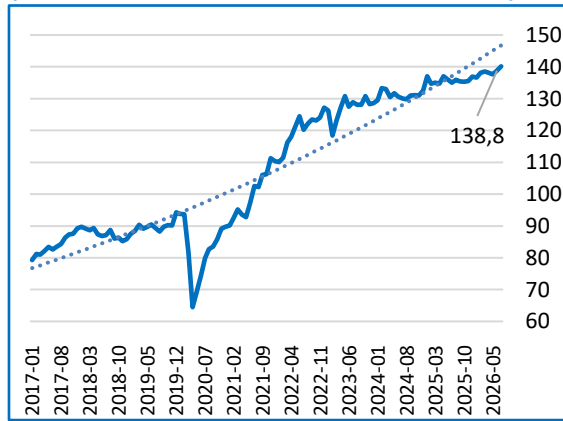
mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik büyüme yüzde 1,1 olmuştur. Ancak, temmuz ayı sanayi üretim endeksi zayıflarken, hizmet üretim endeksi hafif artış göstermiştir. Ağustos ve Eylül ayları kapasite kullanım oranları da sanayi üretim endeksindeki zayıflığın devam ettiğine işaret etmektedir.

Grafik 6.a: Sanayi Üretim Endeksi (2021=100, mevsimsellikten arındırılmış)



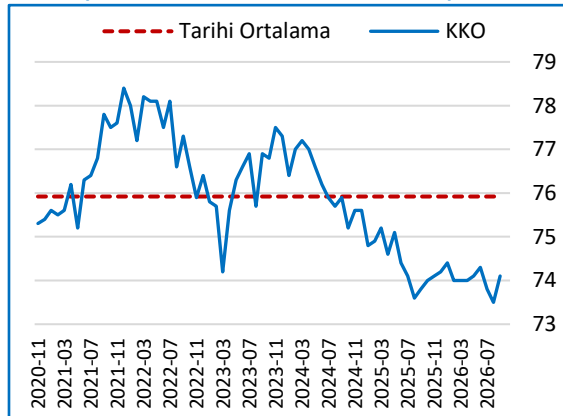
Kaynak: TÜİK

Grafik 6.b: Hizmet Üretim Endeksi (2021=100, mevsimsellikten arındırılmış)



Kaynak: TÜİK

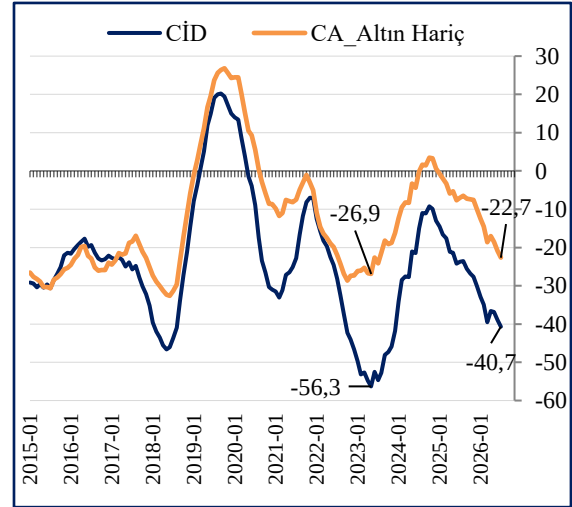
Grafik 6.c: İmalat sanayi kapasite kullanım oranı (mevsimsellikten arındırılmış)



Kaynak: TCMB

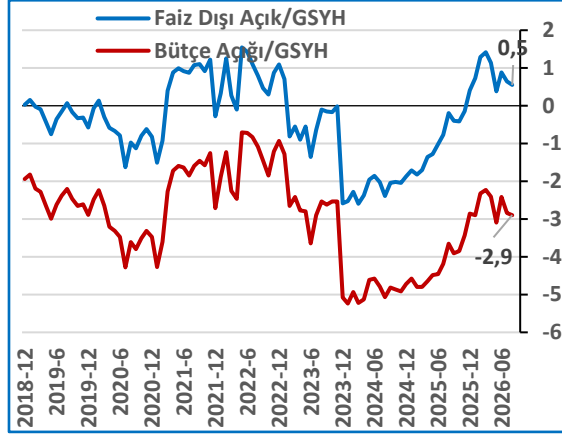
7. Cari işlemler açığına, yüksek enerji fiyatlarına karşın, iç talepteki zayıflama ve olumlu ihracat performansı sonucu önemli bir bozulma gözlenmemektedir. Kırılganlıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler açığı savaş öncesinde artış eğilimine girmişti. Cari işlemler açığı temmuz ayında 40,7 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir. Petrol fiyatlarındaki yüksek seyrin cari işlemler açığı üzerinde sınırlı da olsa ilave artışa neden olacağını öngörüyoruz.

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



Kaynak: TCMB

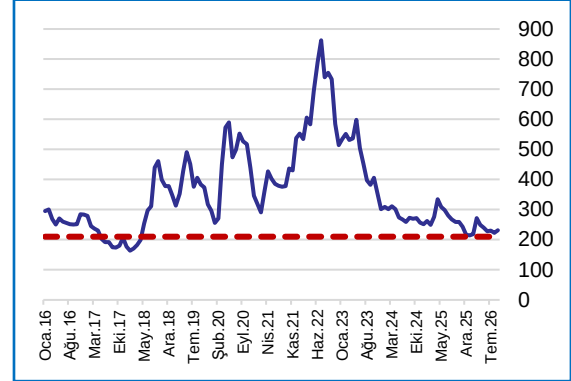
8. Bütçe açığı performansı iyi olmakla birlikte geçicidir. 2026 yılı bütçe açığı hedefi GSYH'nin yüzde 3,5'i civarındadır. Savaşla birlikte benzin ve motorinde eşel-mobil sisteminin başlamasının yarattığı gelir kaybına karşın bütçe açığında şimdilik önemli bir bozulma gözlenmemektedir. Ağustos ayı itibarıyla 12 aylık faiz dışı fazlanın GSYH'ye oranı yüzde 0,5, toplam açığın oranı ise yüzde 2,9 olarak gerçekleşmiştir. Ancak bütçede yılın kalan döneminde hafif bozulma olasılığı yüksektir.

Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (yüzde)

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Eylül ayında risk primi hem küresel hem yurt içi gelişmelerin etkisiyle artmıştır. Ay başında TCMB, 10 Eylül'de politika faizini yüzde 37'de sabit tutmuş; bu karar beklentilerle uyumlu olduğu için CDS üzerinde belirgin bir etki yaratmamıştır. Küresel tarafta ise ABD'de ağustos ayında üretici enflasyonunun yüzde 5,4'e yükselmesi, Fed'in sıkılaşma ihtimalini yeniden gündeme taşımıştır. Fed, 16 Eylül'de politika faizini 25 baz puan artırarak yüzde 3,75-4,00 aralığına yükseltmiş; bu karar, gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahının zayıflamasına katkıda bulunmuştur. Asıl belirleyici gelişme ise yurt içinden gelmiştir. Bazı portföy yönetim şirketlerine ait fonlarda yatırımcılara yapılması gereken iade ödemelerinde temerrüt yaşanması üzerine SPK, 17 Eylül'de yedi portföy yönetim şirketine ait 131 yatırım fonunun tasfiyesine karar vermiştir. Tasfiye kararından etkilenen tekil yatırımcı sayısının 455 bini aşması, krizin kapsamını ortaya koymuştur. Soruşturma kapsamında gözaltı ve tutuklamalar ay boyunca sürmüş, bazı kişi ve kuruluşların malvarlıklarına tedbir konulmuştur. Bu gelişmeler yatırımcı güvenini ve piyasadaki likidite algısını zayıflatmış, Türkiye'nin borçlanma maliyetlerine yansımıştır. CDS, ay sonuna doğru 250 baz puan ile ayın en yüksek seviyesine ulaşmış ve mayıs sonundan bu yana görülen en yüksek düzeye çıkmıştır. Eylül ortalaması 231,19 baz puan olarak gerçekleşmiş, bu da ağustos ayındaki 222,77 baz puanlık ortalamanın yaklaşık 8 baz puan üzerinde kalmıştır. Krizin etkilerini yönetmek amacıyla Fon Koordinasyon Kurulu kurulmuş, ayrıca tasfiye sürecinin altı ay süreceği duyurulmuştur. Bununla birlikte soruşturmanın devam etmesi ve tasfiye

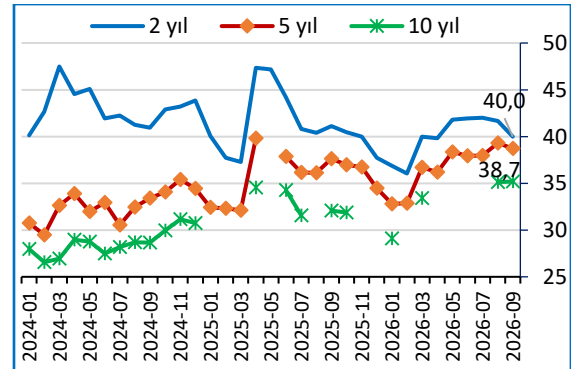
sürecinin uzun bir takvime yayılması, önümüzdeki dönemde risk primi açısından belirsizliğin sürmesine neden olabilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Grafik 9: 5 yıllık risk primi (CDS, aylık ort.)

Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

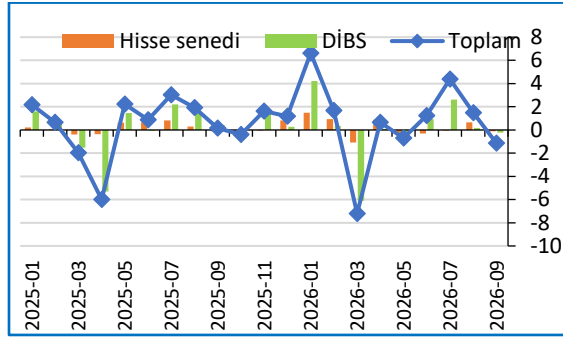
10. Savaşla birlikte artan Hazine borçlanma faizleri yüksek düzeylerini korumaktadır.

Savaşın yarattığı gerginlik sonucu tahvil piyasasından yoğun yabancı çıkışı olmuş, faizler 5-6 puan artmış, TCMB'nin ağustos ayındaki fiili faiz indirimiyle birlikte hafif gerilemiştir. Tahvil faizleri ve Hazine borçlanma maliyetinde önümüzdeki dönemde TCMB faiz indirimlerinin bir yansıması olarak kısmi bir düşüş eğiliminin devamını beklemekteyiz. Tahvil faizlerinin yüksek seyretmesi, kredi faizlerini de olumsuz etkilemektedir.

Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (yüzde)

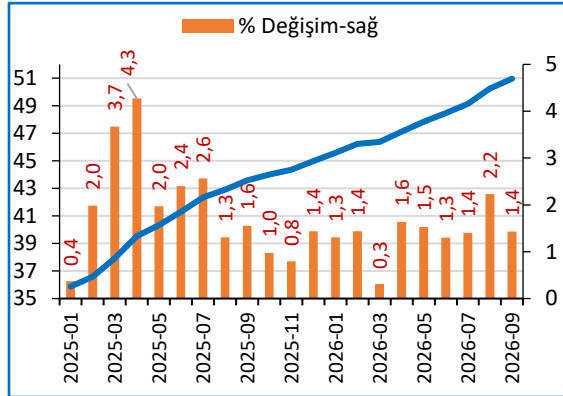
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

11. Yaz aylarında tekrar başlayan yabancı portföy girişi son fon olaylarından sonra Eylül ayında hafif terse dönmüştür. Fon krizi tahvil ve hisse senetlerinde Eylül ayında 1 milyar ABD dolarlık çıkışa yol açmıştır.

Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar ABD doları)

Kaynak: TCMB

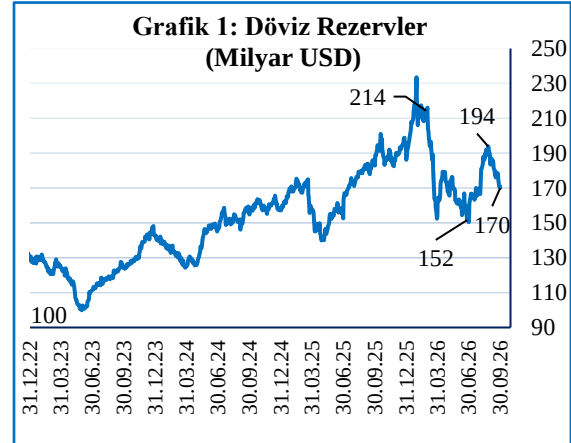
12. TCMB, döviz satarak-alarak kur istikrarını gözetmeye devam etmekte, asıl olarak ABD doları kurundaki istikrara odaklanmaktadır. Kurlardaki istikrar, enflasyonun düşmesi için ön şarttır. TCMB Eylül ayında ABD dolarının ortalama aylık yüzde 1,6 civarı artmasına izin vermiş, Euro'nun ABD doları karşısında değer kaybı nedeniyle sepet bazlı kur değişimi daha düşük kalmıştır. Kurlardaki görece düşük artış enflasyonun düşüşünü desteklemektedir.

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

Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

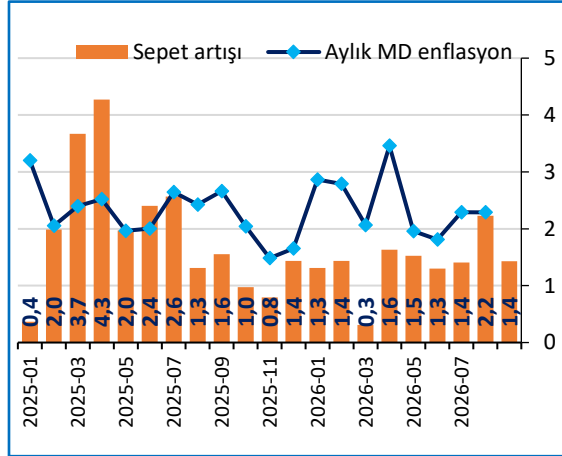
Not: Sepet kur, yüzde 67 ABD doları ve yüzde 33 Euro'dan oluşmaktadır.

13. TCMB döviz rezervleri, Eylül ayında altın fiyatlarındaki düşüş ve fon krizi nedeniyle yapılan satışlar sonucu belirgin düşmüştür. TCMB'nin Eylül ayında fon krizi nedeniyle yerleşiklerin ve yabancıların döviz talebinin artmasının yarattığı kur baskısını gidermek için yaklaşık 11 milyar ABD doları sattığını tahmin ediyoruz. Nitekim brüt döviz varlıkları, altın fiyatlarının düşmesinin de etkisiyle belirgin düşmüştür.

Grafik 13.a: Brüt döviz varlıkları (milyar ABD doları)

14. TCMB, döviz müdahaleleri ile kur istikrarını gözetmektedir. Kur istikrarı, özellikle dışsal şoklar esnasında; fiyat istikrarı yanında, beklentiler ve finansal istikrar açısından da kritik önemdedir. Bu çerçevede, TCMB, ABD dolarındaki istikrarı gözetmeye devam etmektedir. Eylül ayında aylık ortalama bazda ABD doları yüzde 1,6 artarken, ABD doları ve Euro'dan oluşan sepet yüzde 1,4 artmıştır.

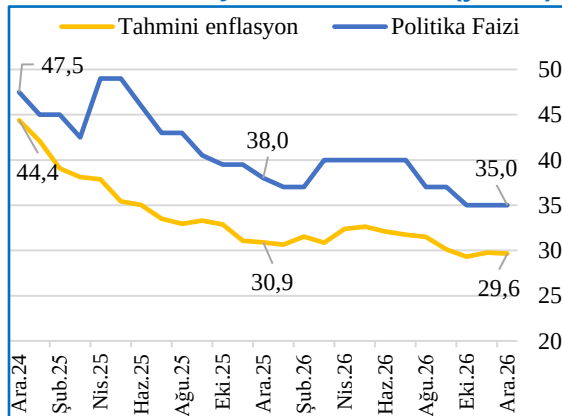
Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (yüzde)



Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Mevcut koşullarda TCMB faiz indirim alanı sınırlıdır. Savaş şiddetlenirse de petrol fiyatlarında çok belirgin bir düşüş ya da yükseliş olmayacağı varsayımıyla, 2026 yılında TÜFE enflasyonunun yüzde 29'lu seviyede kalacağını, politika faizinin de yüzde 35'e inebileceğini düşünüyoruz. Savaş sonrası petrol-gaz fiyatlarının hızla 80 ABD dolarının belirgin altına düşmesi söz konusu tahminlerin hafif aşağı yönlü, savaşın ve etkilerinin daha uzun sürmesi halinde ise yukarı yönlü güncellememize neden olabilecektir.

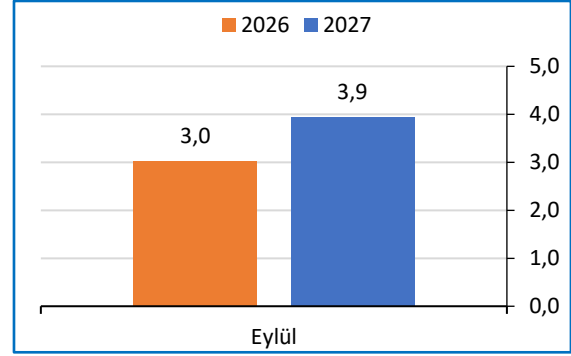
Grafik 15: Enflasyon tahminlerimiz (yüzde)



Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri

16. Piyasalar 2026 yılına ilişkin büyüme tahminlerini hafif düşürmüştür. Ekonomi, 2025 yılında yüzde 3,6 büyümüştür. Piyasalar 2026 yılında yüzde 3,0, 2027 yılında ise yüzde 3,9 büyüme beklemektedir.

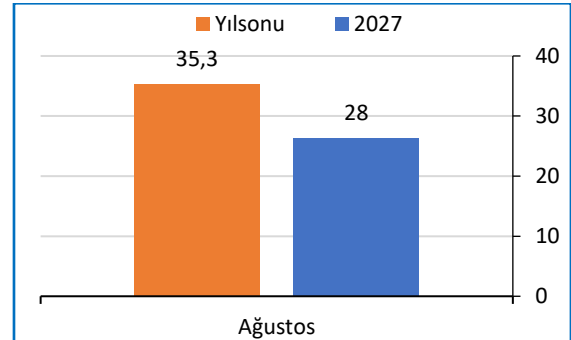
Grafik 16: Büyüme beklenti (yüzde)



Kaynak: TCMB

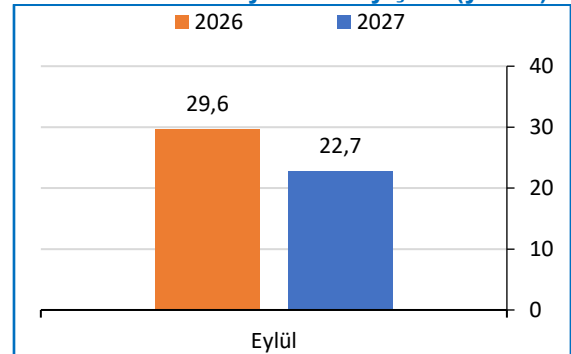
17. Piyasaların TCMB politika faizi ve enflasyon konusundaki olumsuz beklentileri devam etmektedir. Piyasalar, 2026 yılında enflasyonun güncellenen yüzde 28'lik hedefin üzerinde kalarak yüzde 29,6 olacağını, politika faizinin ise yüzde 35 civarına gerileyeceğini düşünmektedir.

Grafik 17.a: Politika faizi beklentileri (yüzde)



Kaynak: TCMB

Grafik 17.b: Enflasyon beklentileri (yüzde)

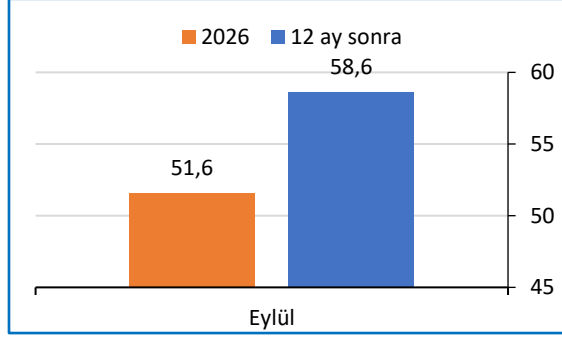


Kaynak: TCMB

18. Piyasalar, orta vadede, kurlarda aylık yüzde 1,5'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) bekleyişleri (TL)



Kaynak: TCMB

SONUÇ

19. Mevcut gelişmeler çerçevesinde;

- a. ABD-İran gerginliğinin devam etmesi petrol fiyatlarını ve bekleyişleri olumsuz etkilemektedir.
- b. Diğer bir risk de ABD'de enflasyonist baskıların belirginleşmesi nedeniyle FED'in faiz artırımına başlamasıdır. FED'in faiz artırımlarına devam edeceği bekleyişiyle birlikte ABD uzun vadeli tahvil faizleri de belirgin artmıştır.
- c. Eylül ayı ikinci yarısında yaşanan ve etkileri hala devam eden fon krizi, küçük boyutlu olsa da, özellikle bekleyişleri ve güveni olumsuz etkilemiştir. Bu gelişme ekonomik aktiviteye kısmen olumsuz yansıyacaktır.
- d. GSYH savaşa rağmen ikinci çeyrekte ilk çeyreğe göre yüzde 1,1 büyüme de, öncü göstergeler Eylül ayı itibarıyla zayıf seyrini sürdürmektedir.
- e. Diğer yandan, TCMB'nin savaşın başlangıcında yoğun döviz talebi nedeniyle yüzde 37'den yüzde 40'a yükselttiği fiili politika faizini gecikmeli olarak Ağustos ayında tekrar yüzde 37'ye çekmesi kredi faizlerine az yansımıştır. TCMB'nin Ekim ayında faiz indirimi yapması ve indirimlerin devam edeceği bekleyişinin kuvvetlenmesi halinde kredi faizlerinde daha belirgin düşüşler olabilecektir.
- f. **Bu çerçevede, petrol fiyatlarının mevcut (95-100 ABD doları civarında) seviyelerde kalacağı varsayımıyla, 2026 yılında;**
 - i. Kur istikrarının önemli ölçüde devam edeceğini,
 - ii. Enflasyonun yüzde 29'lu seviyelere, politika faizinin de yüzde 35 civarına gerileyebileceğini,
 - iii. Ekonomide yılın ikinci yarısında beklediğimiz hafif toparlanmanın gecikerek büyümenin yüzde 3'ün altına düşebileceğini,
 - iv. Tekrar anlaşma olmasının tahminlerimizi hafif iyileştireceğini, ancak çatışmaların tekrar daha da şiddetlenmesinin tahminlerimizin kötüleşmesine yol açacağını,
 - v. Reel sektörün "temkinli" bir yaklaşımla hareket ederek yatırım, nakit yönetimi ve kredi kullanımında dikkatli olması gerektiğini değerlendiriyoruz.