Aylık Ekonomik Değerlendirme

Ekim 2026

GENEL GÖRÜNÜM

ABD/İsrail-İran gerginliğinin devam etmesi piyasaları olumsuz etkilemektedir. Nitekim, Husilerin Suudi Arabistan, Ukrayna'nın Rusya petrol tesislerine saldırıları ve 3 Kasımda yapılacak seçimler sonrası ABD'nin İran'a saldıracağı bekleyişlerinin artması sonucu Ekim ayında 110 ABD dolarının civarına çıkmıştır. Özellikle ABD seçim sonuçları ve sonrasında ABD'nin dış politika tercihleri piyasalar açısından belirsizlikleri ve riskleri artırmaktadır.

Petrol fiyatlarının ABD'de yarattığı enflasyon baskısı ve FED'in ilave faiz artırım olasılığı yurtdışı borsaları olumsuz etkilemektedir. Nitekim özellikle teknoloji odaklı sektör hisselerinde belirgin düşüşler gözlenmekte, piyasalarda yaşanan tedirginlik altın fiyatlarının da gerilemesine yol açmaktadır. Dolayısıyla, son dönemde küresel piyasalarda artan oynaklıklar bizim gibi ülkelere açısından olumsuzlaşmıştır.

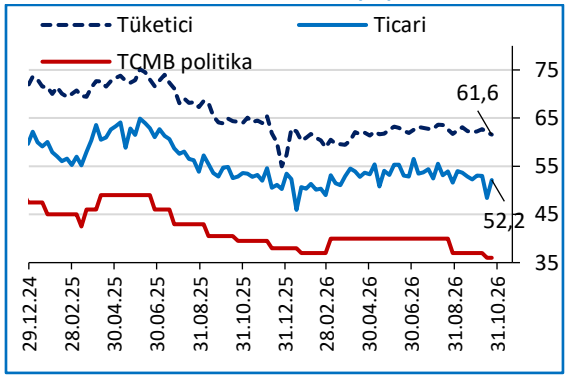
Bazı yatırım fonlarının batması ve bazı siyasilerin bu süreçte yer aldıklarına ilişkin algılar bekleyişleri bozmuştur. Batan fonlar hacim olarak sınırlı (şişirilmiş değeri kabaca 20 milyar ABD doları, reel yatırılan tutar muhtemelen 10 milyar ABD dolarından az) olsa da borsa ve bekleyişler üzerindeki negatif etkisiyle ekonomiyi olumsuz etkilemiştir. Nitekim borsada hisse senetleri çok belirgin gerilemiş, bekleyişlerdeki bozulma ekonominin geneline sirayet etmiştir.

Ekonomik aktivite oldukça zayıf seyretmekte, enflasyonda akaryakıt fiyatlarındaki artışa rağmen bozulma gözlenmemektedir. Nitekim TCMB Ekim ayında faizleri 100 baz puan indirmiş, indirimlerin devam edebileceği sinyali vermiştir. Ancak petrol ve küresel piyasalardaki oynaklık, TCMB'nin hareket alanını kısmen kısıtlamaktadır.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Faizler çok yüksek düzeylerde devam etmektedir. Ticari kredi bileşik faizleri yüzde 52,2, bireysel kredilerinki ise yüzde 61,6 düzeyindedir. Mevcut görünümde, ticari kredi faizlerinin TCMB faiz indirimlerine paralel düşmeye başlamakla birlikte, bu düşüşün yavaş olacağını ve 2026 yılı sonunda ancak yüzde 50'nin hafif altına gerileyebileceğini öngörüyoruz.

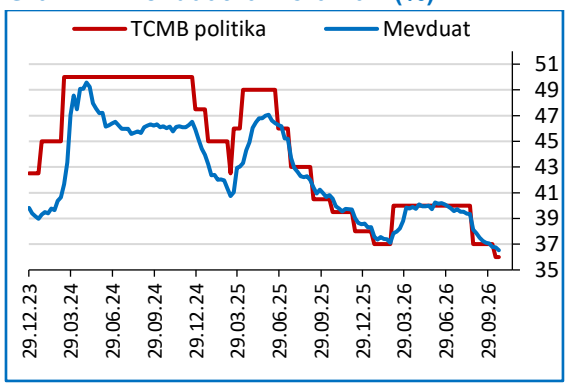
Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)



Kaynak: TCMB
Not: TCMB politika faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

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

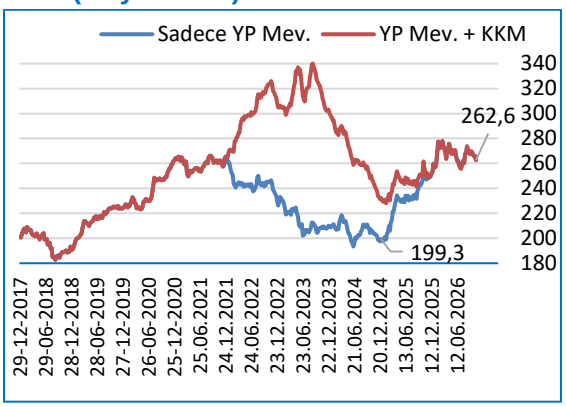
Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)



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

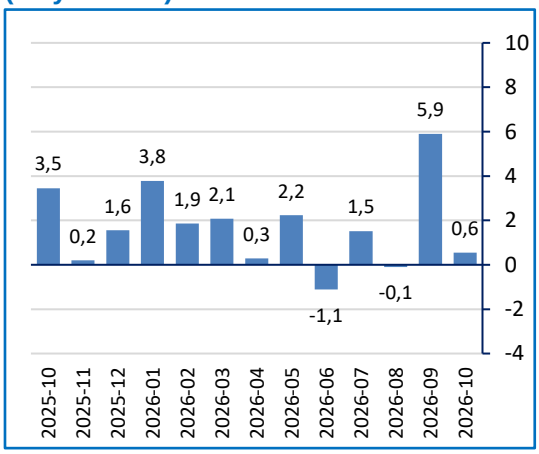
3. Eylül ayında artan yerleşiklerin yabancı para talebi, ekim ayında durmuştur. Nitekim parite etkisinden arındırıldığında özellikle firmalar kaynaklı altın dahil yabancı para mevduatlar 5,9 milyar ABD doları artmış, buna karşın ekim ayı artışı sadece 0,6 milyar dolar olmuş, fon krizinin etkisi olmamıştır.

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



Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

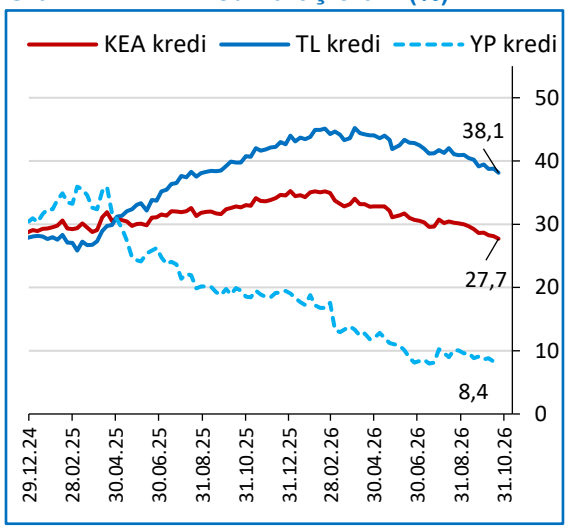
Grafik 3.b: Parite etkisinden arındırılmış aylık yabancı para mevduat değişimi (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

4. Kredi artış hızı yavaşlamaya devam etmektedir. TL krediler yüzde 38,1, YP krediler yüzde 8,4 artarken, kur etkisinden arındırılmış toplam kredi artışı yüzde 27,7'ye gerilemiştir. TL ticari kredilerdeki artış hızı yüzde 40,5 olmakla birlikte, bu yüksek oranlı artış önemli ölçüde TL kredilerin yüksek faizlerinden kaynaklanmaktadır. Özetle, ciddi bir makul maliyetle krediye erişim sorunu devam etmektedir. TCMB 1 Ekim'de KOBİ kredi genişleme kısıtını %4,5'ten %5'e çıkartması olumlu adım olmakla birlikte asıl sorun artık çok yüksek seyreden faiz oranlarıdır.

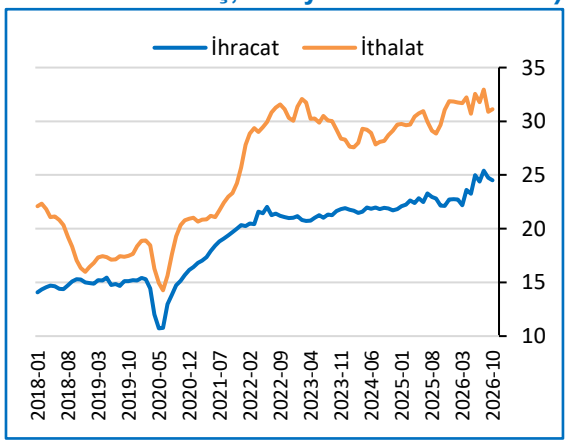
Grafik 4: Yıllık kredi[1] artış oranı (%)



Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

5. İthalat ve ihracat eylül ayı itibarıyla yüksek düzeylerde yataya yakın seyretmektedir. 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. Dolayısıyla özellikle ihracatımızda hafif zayıflama eğilimi sürpriz olmayacaktır.

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

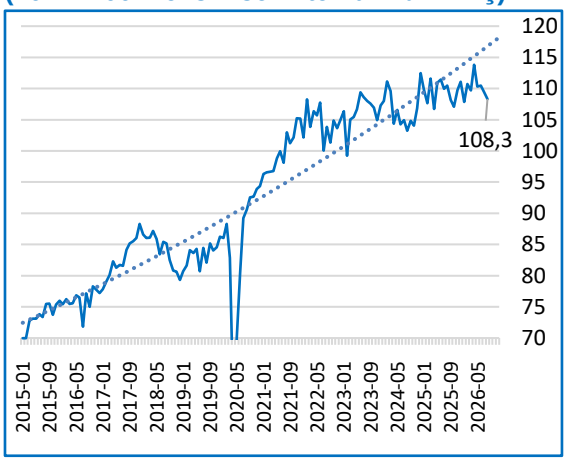


Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

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

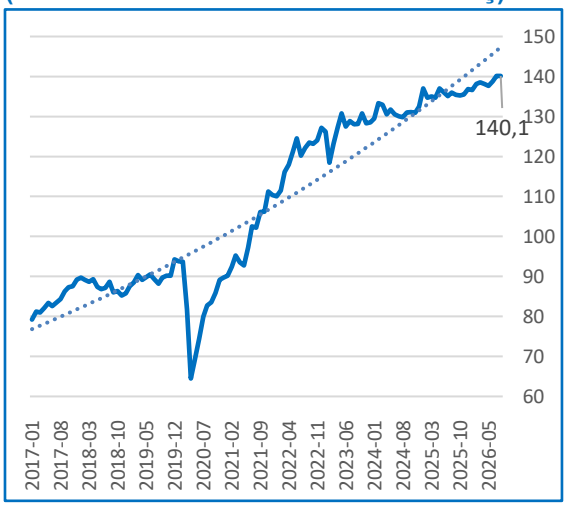
6. Üretim endeksleri ağustos itibarıyla potansiyelin altındaki zayıf seyrini sürdürmektedir. Savaş öncesinde zayıf seyreden ekonomi, ihracatın ve tarımın desteği ile savaş döneminde sınırlı büyümüştür. İkinci çeyrekte, yıllık GSYH yüzde 2,3 büyürken, mevsimsel düzeltilmiş çeyreklik büyüme yüzde 1,1 olmuştur. Ancak, temmuzdan sonra ağustos ayı sanayi üretim endeksi zayıflarken, hizmet üretim endeksi artış eğilimini durdurarak yataylaşmıştır. Eylül ve ekim ayları kapasite kullanım oranları da sanayi üretiminde ilave zayıflama olmasa zayıflığın devam ettiğine işaret etmektedir.

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



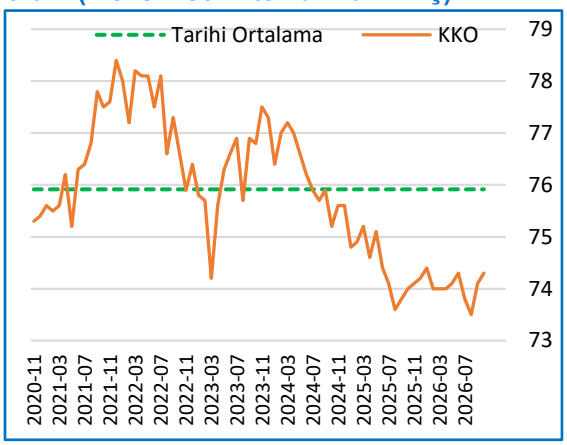
Kaynak: TÜİK

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



Kaynak: TÜİK

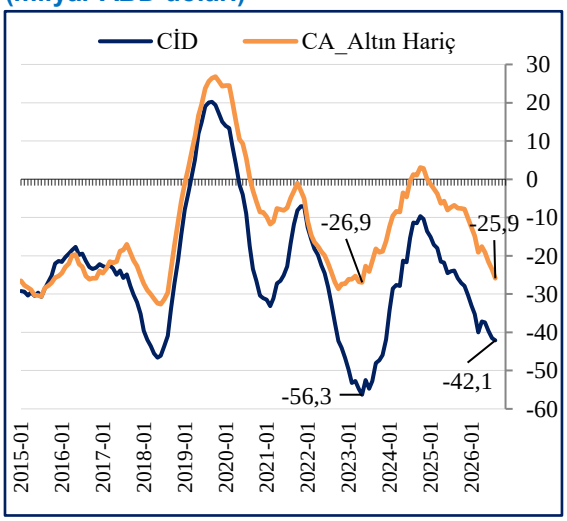
Grafik 6.c: İmalat sanayi kapasite kullanım oranı (mevsimsellikten arındırılmış)



Kaynak: TCMB

7. Cari işlemler açığında, 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 ağustos ayında 42,1 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşti. 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)

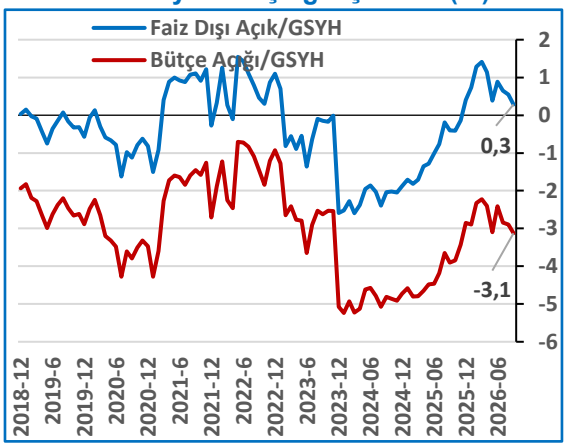


Kaynak: TCMB

8. Bütçe açığında bozulma eğilimi başlamıştır. 2026 yılı bütçe açığı hedefi GSYH'nin yüzde 3,5'i civarındadır. Savaşla birlikte benzin ve motorinde eşel-mobil sisteminin başlamasının yarattığı gelir kaybının ve iç talepteki yavaşlamanın bütçe açığı üzerindeki olumsuz etkisi gözlenmeye başlamıştır. Eylül ayı itibarıyla 12 aylık faiz dışı

fazlanın GSYH'ye oranı yüzde 0,3'e gerilerken, toplam açığın oranı yüzde 3,1'e çıkmıştır. Bütçede yılın kalan döneminde hafif bozulma eğilimini sürdürme olasılığı yüksektir.

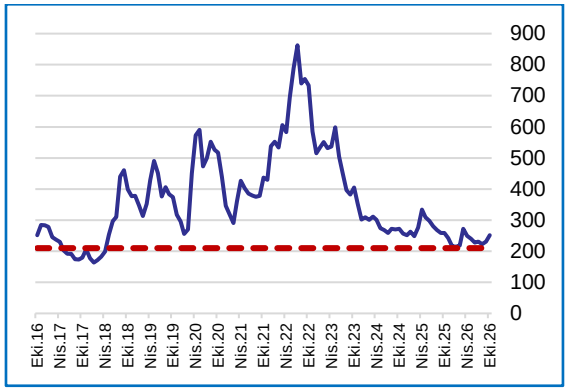
Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. Fon krizi, savaşın ardından gerileyen ülke risk primini yeniden yükseltmiştir. Savaşın başladığı mart ayında 309,2 baz puana kadar çıkan 5 yıllık CDS, ağustos ayında ortalama 222,3 baz puana gerilemişti. Fon tasfiyelerinin başladığı eylül ortasından itibaren yeniden yükselişe geçen CDS, 11 Eylül'deki 223 baz puandan 26 Ekim'de 260,7 baz puana çıkmıştır. Böylece ekim ayı ortalaması 251 baz puanla mart ayından bu yana en yüksek düzeye ulaşmış ve 2018 öncesi ortalama olan 210 baz puanın 41 puan üzerine çıkmıştır. Yükselişin bir kısmı küresel kaynaklıdır. Nitekim petrol fiyatları ve FED'in faiz artırımı bekleyişiyle ekim başında Meksika ve Güney Afrika'nın risk primleri de artmıştır. Ancak bu ülkelerde ayın ikinci yarısında belirgin bir gerileme yaşanırken Türkiye'nin risk primi yükselmeyi sürdürmüştür. Güney Afrika'nın CDS'si 6 Ekim'deki 143,1 baz puandan ay sonunda 120,2 baz puana inmiştir. Türkiye'nin 252,5 baz puanlık risk primi bugün kredi notu bir kademe yüksek Brezilya'nın (141) ve Güney Afrika'nın çok üzerindedir ve B notlu Mısır'a (346,3) daha yakındır. Bu ayrışma, fon krizinin yarattığı güven kaybının ve rezervlerdeki erimenin risk algısına yansıdığına işaret etmektedir. Yüksek seyreden risk primi, tahvil ve kredi faizlerinin TCMB indirimlerine yavaş tepki vermesinin de nedenlerinden biridir. ABD seçimleri ve İran gerginliği sürerken fon kriziyle ilgili belirsizlik giderilmedikçe CDS'nin yılbaşındaki 204-220 baz puan bandına dönmesi zor görünmektedir.

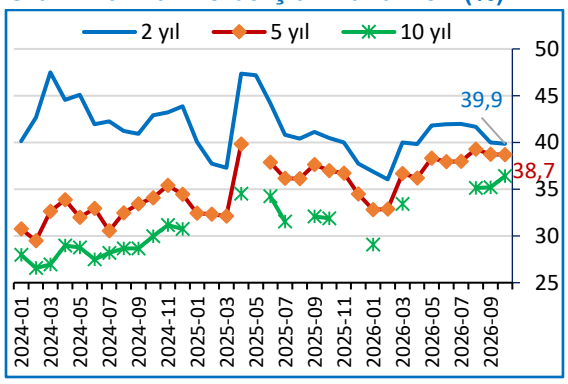
Grafik 9: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)



Kaynak: World Government Bonds, Turkey Data Monitor

10. Savaşla birlikte artan Hazine borçlanma faizleri, fon krizinin de etkisiyle 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.

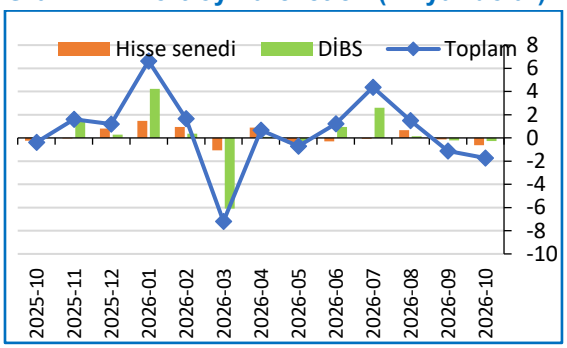
Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

11. Yaz aylarında tekrar başlayan yabancı portföy girişi son fon olaylarından sonra eylül ayında hafif terse dönmüş, hafif çıkış ekim ayında da devam etmiştir. Fon krizi tahvil ve hisse senetlerinde eylül ayında 1,1 milyar, ekim ayında 1,7 milyar ABD dolarlık çıkışa yol açmıştır.

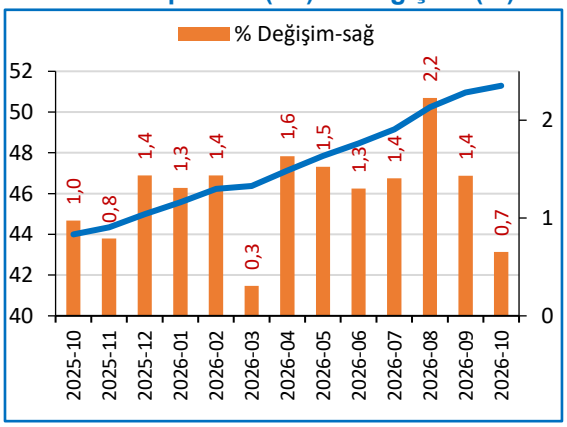
Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)



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. TCMB ekim ayında ABD dolarının ortalama aylık %1,6 civarı artmasına izin vermiş, euronun ABD doları karşısında değer kaybı nedeniyle sepet bazlı kur değişimi daha düşük kalmıştır. Kurlardaki göreli düşük artış enflasyonun düşüşünü desteklemektedir.

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

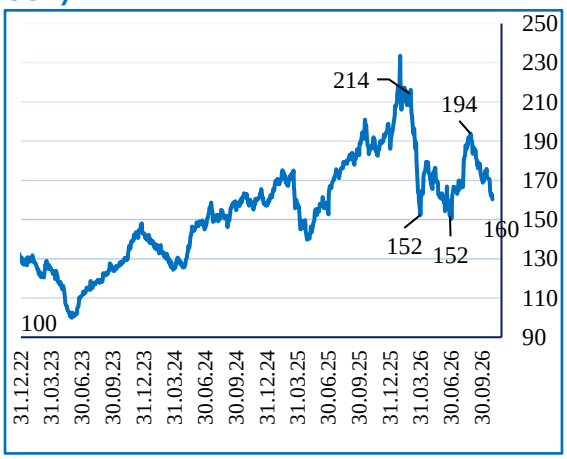


Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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

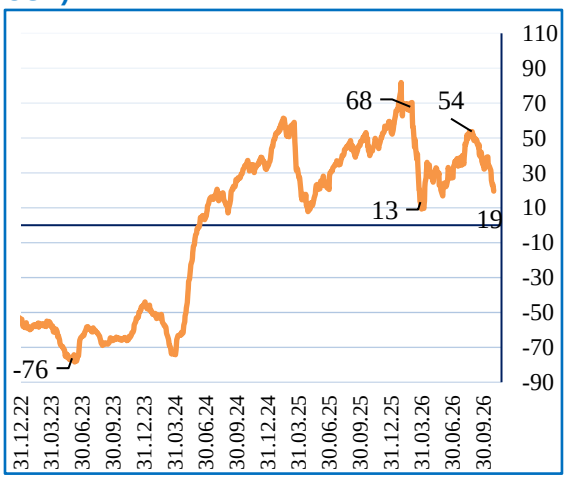
13. TCMB döviz rezervleri, eylül ayından sonra, ekim ayında da altın fiyatları düşüşü ve fon krizi nedeniyle satışlar sonucu belirgin düşmüştür. TCMB'nin eylül ayında fon krizi nedeniyle yerleşiklerin ve yabancıların döviz talebinin artmasının yarattığı kur baskısını gidermek için yaklaşık 11 milyar ABD doları, ekim ayında da 11 milyar ABD doları sattığını tahmin ediyoruz. Nitekim brüt döviz varlıkları da altın fiyatlarının düşmesinin de etkisiyle belirgin düşmüştür.

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



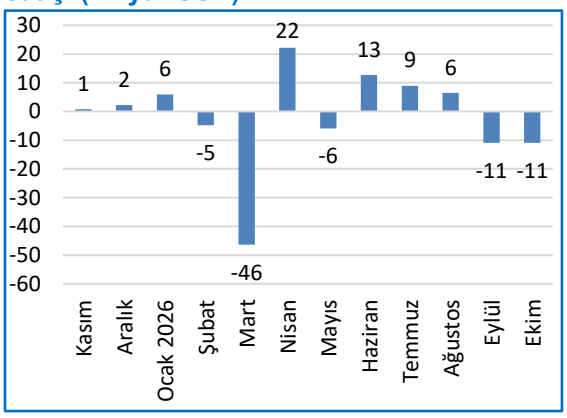
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

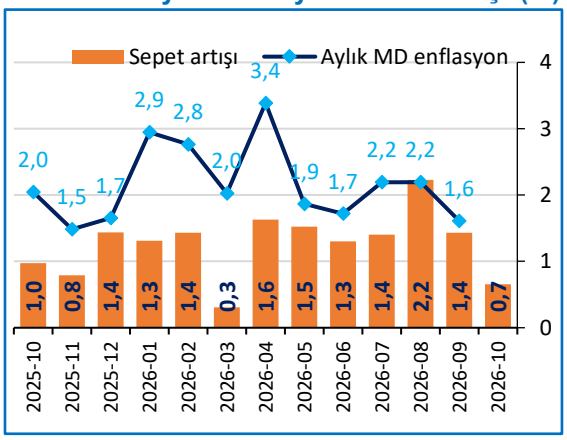
Grafik 13.c: TCMB tahmini net döviz alış-satışı (milyar USD)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

14. TCMB, döviz müdahaleleri ile kur istikrarını gözetmektedir. Kur istikrarı, özellikle dışsal şoklar esnasında; fiyat istikrarı yanında, bekleyişler ve finansal istikrar açısından da kritik önemdedir. Bu çerçevede, TCMB, ABD dolarındaki istikrarı gözetmeye devam etmekte, asıl olarak ABD dolarının istikrarına odaklanmaktadır. Ekim ayında aylık ortalama bazda ABD doları %1,6 artarken, ABD doları ve eurodan oluşan sepet sadece %0,7 artmıştır.

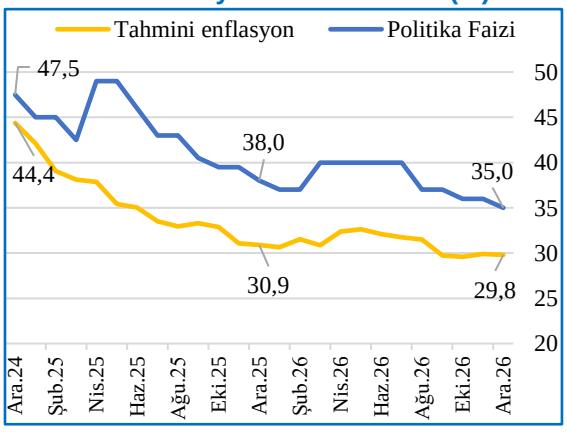
Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)



Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Mevcut koşullarda TCMB faiz indirim alanı sınırlıdır. Savaşın şiddetlenmese 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.

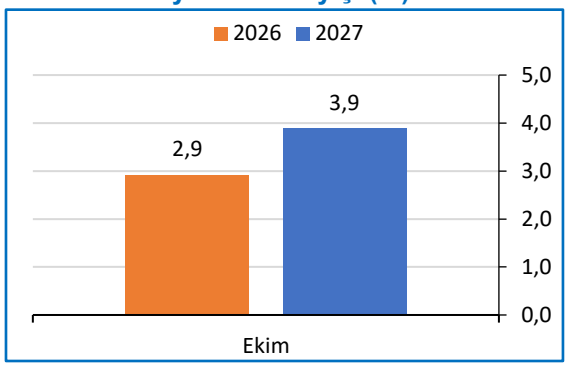
Grafik 15: Enflasyon tahminlerimiz (%)



Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri.

16. Piyasalar 2026 yılına ilişkin büyüme tahminlerini hafif düşürmüşlerdir. Ekonomi, 2025 yılında yüzde 3,6 büyümüştür. Piyasalar 2026 yılında yüzde 2,9, 2027 yılında ise yüzde 3,9 büyüme beklemektedir.

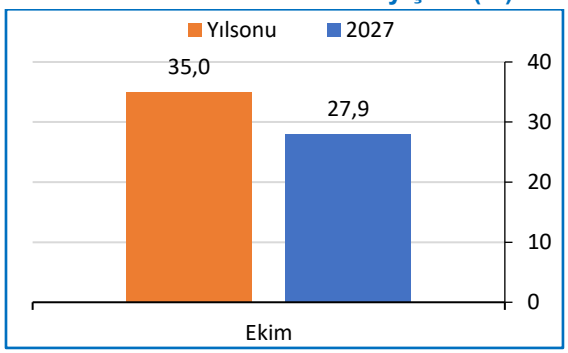
Grafik 16: Büyüme bekleyişi (%)



Kaynak: TCMB

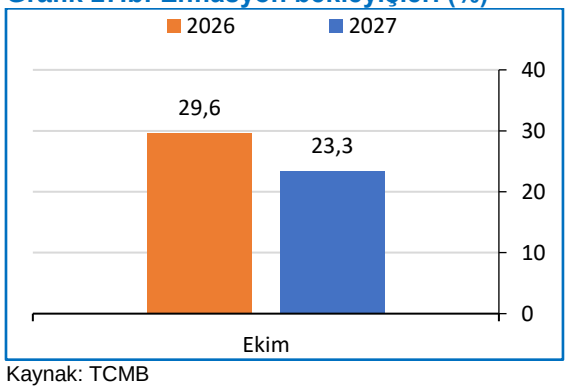
17. Piyasaların TCMB politika faizi ve enflasyon konusundaki olumsuz bekleyişleri devam etmektedir. Piyasalar, 2026 yılında enflasyonun güncellenen yüzde 26'lık hedefin belirgin şekilde üzerinde kalarak yüzde 29,6, politika faizinin ise yüzde 35 civarına gerileyeceğini, ancak her ikisinde de düşüş eğiliminin devam edeceğini beklemektedir.

Grafik 17.a: Politika faizi bekleyişleri (%)



Kaynak: TCMB

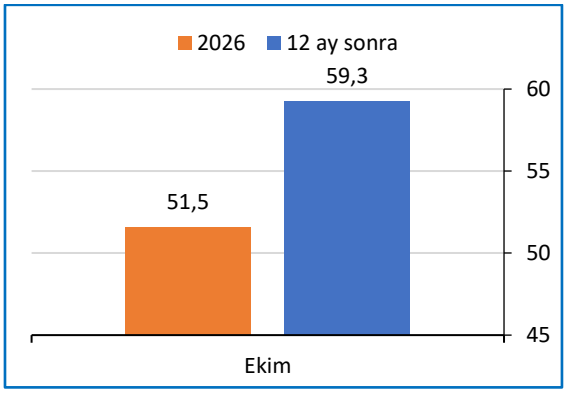
Grafik 17.b: Enflasyon bekleyişleri (%)



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

18. Mevcut gelişmeler çerçevesinde;

a. ABD-İran gerginliğinin devam etmesi ve ABD seçimi sonrası ABD'nin İran'a saldırma olasılığı 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 bekleyişi ve petrol fiyatlarında oynaklık özellikle hisse senedi piyasalarında oynaklığı artırmaktadır.

c. Eylül ayı ikinci yarısında yaşanan ve etkileri hala devam eden fon krizi, küçük boyutlu olsa da özellikle bekleyişleri ve güveni belirgin şekilde olumsuz etkilemiştir. Bu gelişmenin ekonomik aktiviteye kısmen olumsuz yansımaya başlamıştır.

d. GSYH savaşa rağmen ikinci çeyrekte ilk çeyreğe göre yüzde 1,1 büyüse de öncü göstergeler ekim ayı itibarıyla zayıf seyrini sürdürmektedir.

e. Diğer yandan KOBİ ve özellikle bireysel kredilerde takibe düşme oranı hızla artmaktadır. Bu gelişme krediye erişimi zorlaştıracak bir faktör olacaktır.

f. 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, Ekim ayında da yüzde 36'ya indirmesi, belirsizlikler ve risk algılamasının artması nedeniyle kredi faizlerine az yansımıştır. TCMB'nin faiz indirimlerin devam edeceği bekleyişinin kuvvetlenmesi halinde kredi faizlerinde daha belirgin düşüşler olabilecektir.

g. Bu çerçevede, petrol fiyatlarının mevcut (110 ABD doları civarında) seviyelerde kalacağı varsayımıyla, 2026 yılında;

i. Kur istikrarının 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. ABD-İran arasında tekrar anlaşma olmasının orta dönem tahminlerimizi hafif iyileştireceğini, ancak çatışmaların tekrar daha da şiddetlenmesinin tahminlerimizin kötüleşmesine yol açacağını,

v. Reel sektörün "temkinli" yaklaşımla; yatırım, nakit yönetimi ve kredi kullanımında dikkatli ve temkinli olması gerektiğini değerlendiriyoruz.