

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.

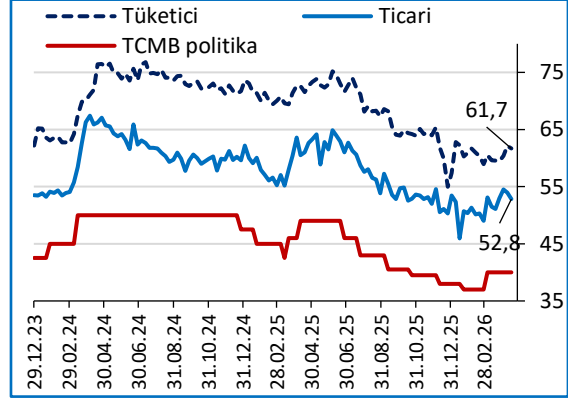
Savaşın ilk ayında yoğun yabancı çıkışı olmuş, Nisan ayında ise çıkanların önemli kısmı geri dönmüştür. Mart ayında TCMB döviz satışları 46 milyar ABD dolarına ulaşmış, fiili politika faizi de yüzde 37'den yüzde 40'a çıkartılmıştır. Nisan ayında ise yabancılar tekrar piyasalara dönmüş, TCMB 25 Nisan itibarıyla tahminen 20 milyar ABD doları almış, fiili politika faizi yüzde 40'ta korunmuştur. TCMB süreç boyunca kur istikrarını önlemiş ve aylık ABD doları kuru artışını yüzde 1,2 düzeyinde tutmuştur. Kur istikrarı, savaşın enflasyon ve beklentiler üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamıştır.

Şimdilik savaşın olumsuz etkileri görece olarak sınırlı kalmış gözükmektedir. Bundan sonraki süreç ve olumsuz etkileri 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.

EKONOMİK DEĞERLENDİRME

1. Faizler çok yüksek düzeylerde devam etmektedir. Ticari kredi bileşik faizleri yüzde 52,8, bireysel kredilerinki ise yüzde 61,7 düzeyindedir. Mevcut görünümde, ticari kredi faizlerinin savaş bittikten sonra düşmeye başlamakla birlikte, bu düşüşün yavaş olacağını ve 2026 yılı sonunda ancak yüzde 40'ın hafif altına düşebileceğini öngörüyoruz.

Grafik 1: Kredi faiz oranları (%)

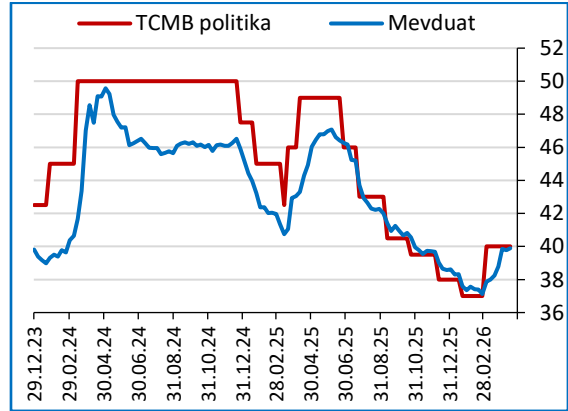


Kaynak: TCMB

Not: TCMB politik faizi basit, diğerleri bileşik faizdir.

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

Grafik 2: Mevduat faiz oranları (%)

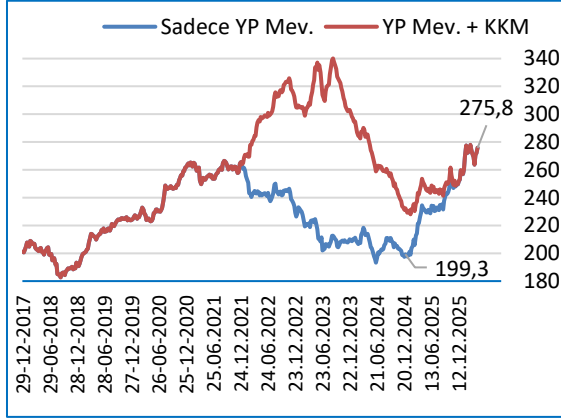


Kaynak: TCMB

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

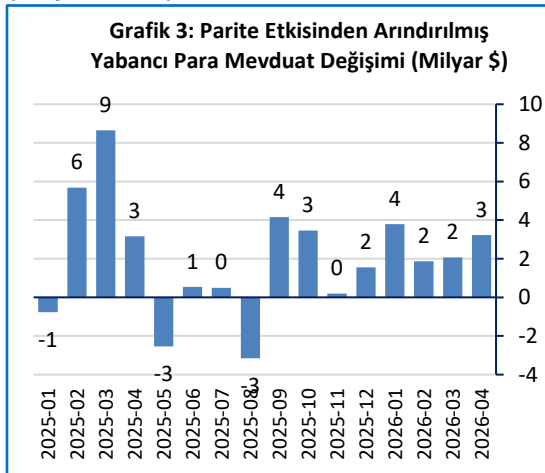
3. Savaş döneminde yerleşiklerin altın dahil yabancı para mevduat hesaplarında belirgin artış olmamıştır. Yabancı para (YP) mevduatlardaki son aylardaki artış önemli ölçüde altın fiyatları artışı ve altın hesapları artışı kaynaklı olmuştur. Kur Korumalı Mevduatlar (KKM) tasfiye edilmiştir. Fiyat (parite) hariç tutulduğunda altın dahil yabancı para mevduatlardaki yeni artış sınırlıdır. Parite ve altın fiyat etkilerinden arındırıldığında, yerleşiklerin 17 Nisan itibarıyla savaş dönemi YP (altın dahil) hesapları artışı sınırlı kalmıştır. Nisan ayında gözlemlenen hafif artışın tamamına yakını firma hesapları kaynaklıdır.

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



Kaynak: TCMB, BDDK, TEPAV hesaplamaları

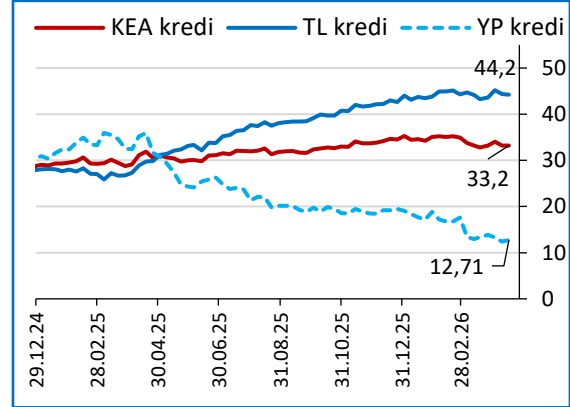
Grafik 3.b: Parite etkisinden arındırılmış aylık yabancı para mevduat değişimi (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

4. Savaş döneminde yıllık kredi artışı hafif yavaşlamıştır. TL krediler yaklaşık yüzde 44,2, YP krediler yüzde 12,7 artarken, kur etkisinden arındırılmış toplam kredi artışı yüzde 33,2 düzeyindedir. TL ticari kredilerdeki artış hızı yüzde 42,6 olmakla birlikte, bu yüksek oranlı artış önemli ölçüde TL kredilerin yüksek faizlerinden kaynaklanmaktadır.

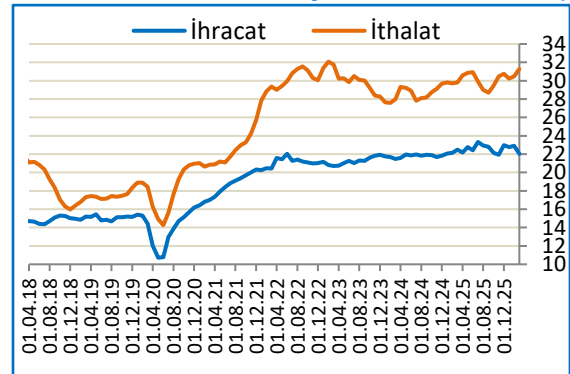
Grafik 4: Yıllık kredi¹ artış oranı (%)



Kaynak: BDDK, TEPAV hesaplamaları

5. Savaşın ilk ayı olan Mart'ta ithalat artarken, ihracat hafif gerilemiştir. Savaşın dış ticaret açığımızı artırması beklenmektedir. Zira, petrol, doğalgaz ve gübre fiyat artışları ithalat maliyetini artırırken, küresel ve bölge ülkelerindeki talep azalışı ihracatımızı azaltacaktır. Ekonomimizdeki yavaşlamadan kaynaklı iç talep azalışı ise ithalat üzerindeki olumsuz etkiyi törpüleyecektir. Bu olumsuz etkilerin düzeyi önemli ölçüde savaşın süresine bağlı olacaktır. Diğer yandan, Nisan ayına ilişkin öncü göstergeler ihracatta herhangi bir olumsuzluğa işaret etmemektedir.

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

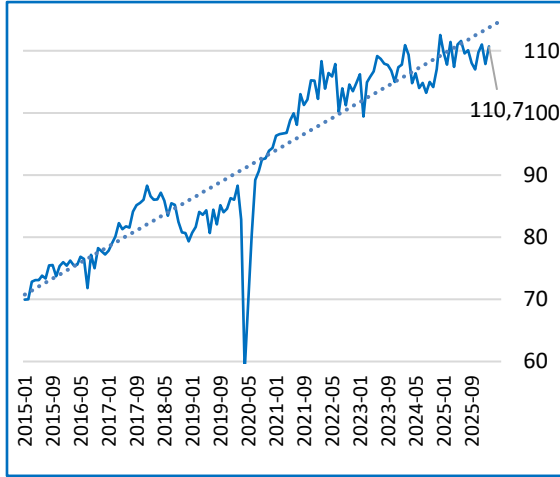


Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları

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

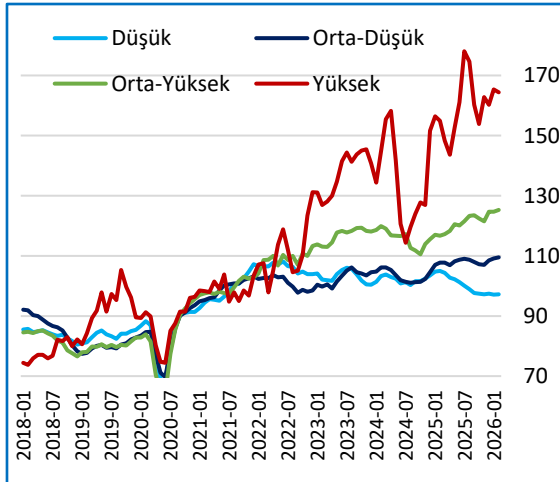
6. Sanayi üretimindeki zayıf seyrin, savaşın da etkisiyle devam etmesi beklenmektedir. Savaş öncesi zaten toplamda zayıf seyreden sanayi üretimine ilişkin savaş dönemine ait henüz veri açıklanmamıştır. Ancak öncü veri niteliğindeki Mart ve Nisan kapasite kullanım oranları, zayıflığın devam ettiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte savaş döneminde ilave kötüleşme olmadığı da izlenmektedir. 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)



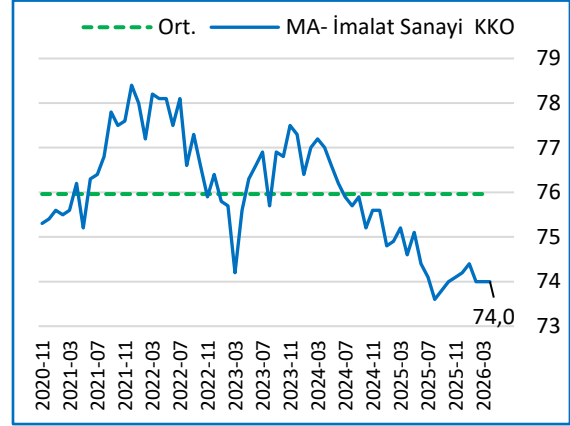
Kaynak: TÜİK

Grafik 6.b: Teknolojisine göre sanayi üretim endeksi (2021=100 mevsimsellikten arındırılmış 3 aylık ortalama)



Kaynak: TÜİK

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

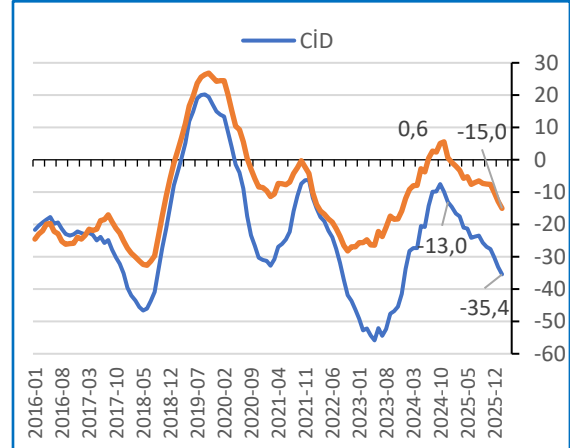


Kaynak: TCMB

7. Yıllık cari işlemler açığındaki artış hızlanmıştır. Ekonomideki kırılmalıklar açısından en önemli göstergelerden biri olan cari işlemler açığı savaş öncesinde artış eğilimine girmiş, Şubat ayında 35,4 milyar ABD dolarına ulaşmıştı. Savaşın dış ticaret açığını artırıcı etkisiyle birlikte, cari işlemler açığındaki artış eğilimini sürdürmesini bekliyoruz.

Dolayısıyla, küresel kırılmalıkların arttığı bir ortamda cari işlemler açığındaki bozulma risk algısını artıracak bir faktör olacaktır.

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



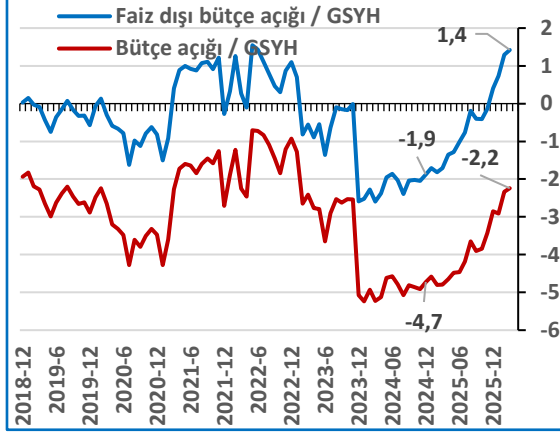
Kaynak: TCMB

8. Yüksek faiz ödemelerine karşın, bütçe açığı belirgin azalsa da başarı geçicidir.

Yüksek bütçe açığı, enflasyonu düşürmek için olması gerekenden daha yüksek politika faizini gerektirmektedir. 2024 yılında GSYH'nin yüzde 4,7'si olarak gerçekleşen bütçe açığı 2025 yılı sonunda GSYH'nin yüzde 2,9'u olarak gerçekleşmiştir. Mart 2026 itibarıyla 12 aylık faiz dışı fazlanın GSYH'ye oranı yüzde 1,3, toplam

açığının oranı ise yüzde 2,2 düzeyine iyileşmiştir. Ancak savaşla birlikte benzin ve motorinde eşel-mobil sisteminin devreye alınarak vergi gelirlerinden feragat edilmesi, yeni vergi teşviklerinin gündeme alınması ve iç talep yavaşlaması sonucu vergi gelirlerinin kısmen azalması nedenleriyle, 2026 yılının kalan döneminde bütçe açığında belirgin bozulma bekliyoruz.

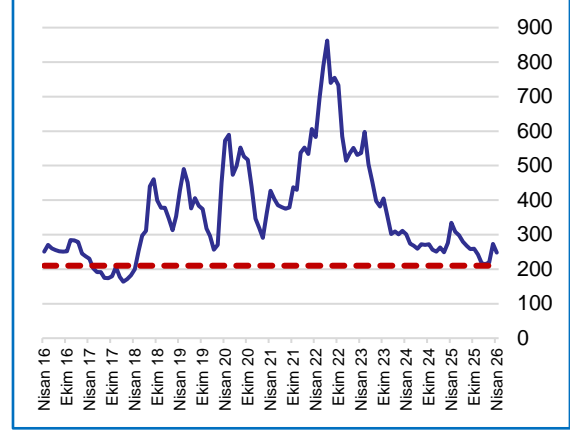
Grafik 8: 12 aylık bütçe gelişmeleri (%)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

9. İmamoğlu süreci ve Trump'ın tetiklediği tarife savaşları ile Nisan ayında hızla yükselen ülke risk primi, 14 Mayıs'ta 300 baz puanının altına gerilese de 20 Mayıs itibarıyla yeniden artış eğilimine girmiştir. 11 Nisan'da 370,6 baz puana kadar yükselen CDS, 20 Mayıs'ta 290,2 puana kadar gerilemiş ancak 29 Mayıs itibarıyla 317,2 düzeyine kadar yükselmiştir. Şubat ayında 248,9 olan ortalama risk priminin, 18 Mart sonrasında 318 puan civarında yeni bir patikaya oturduğu görülmektedir. Bu da 2018 öncesi CDS ortalaması olan 210 baz puanının oldukça üzerindedir. ABD Uluslararası Ticaret Mahkemesi'nin Trump'ın tarifelerine engelleme kararı dış riskleri azaltıcı bir gelişme olarak dikkat çekse de federal temyiz mahkemesinin hızlı şekilde bu kararı geçici olarak durdurması yeni bir belirsizlik olarak öne çıkmaktadır. İç ve dış belirsizliklerin arttığı bir ortamda risk priminin düşmesi zorlaşmaktadır.

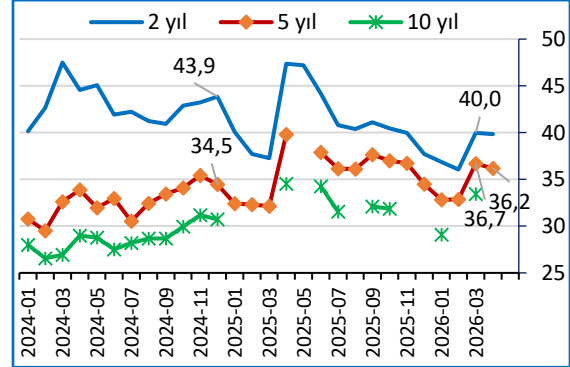
Grafik 9: 5 yıllık Risk Primi (CDS, aylık ort.)



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 3-4 puan artmıştır. 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.

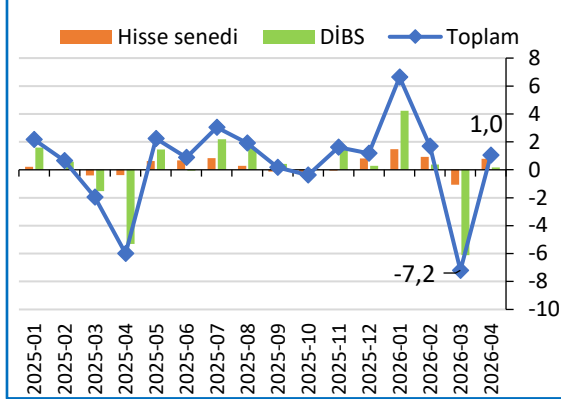
Grafik 10: Hazine borçlanma faizleri (%)



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 ayında ise, 17 Nisan itibarıyla tahvil ve hisse senetlerine 1 milyar ABD doları giriş gerçekleşirken, swap ve benzeri kısa vadeli işlemlerdeki giriş 20 milyar ABD doları civarına ulaşmıştır.

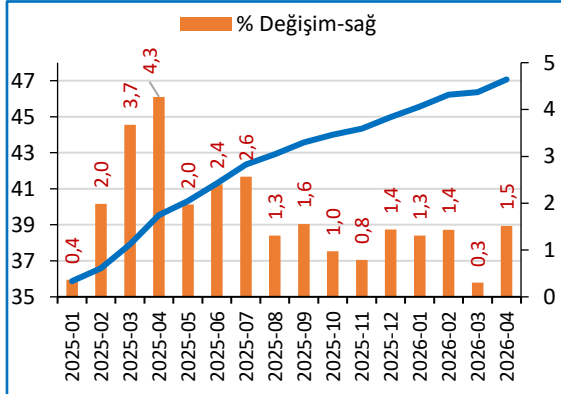
Grafik 11: Portföy hareketleri (milyar dolar)



Kaynak: TCMB

12. TCMB, döviz satarak ve 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, bekleyişler ve finansal istikrar için de kritik önemdedir. Bu nedenle, TCMB, ABD dolarının aylık yüzde 1,2 civarında artışına izin vermekte, euronun 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 (%)



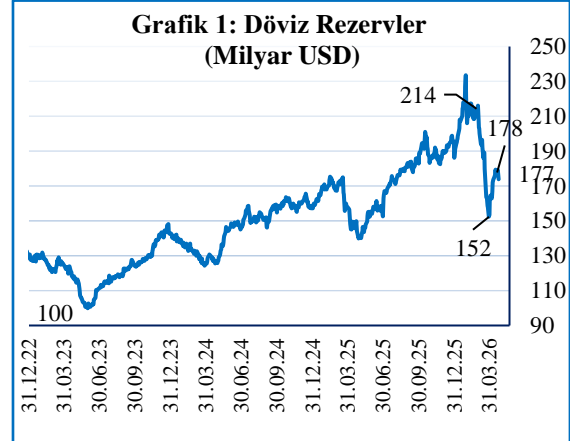
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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.

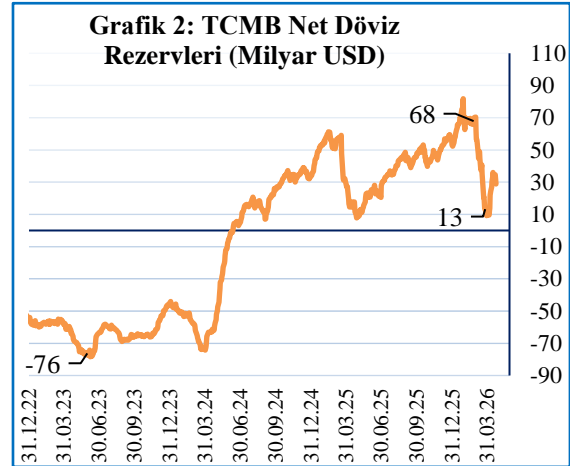
TCMB, Mart ayında tahminen 46 milyar ABD doları satmıştır. Bu satışların çok büyük kısmı yabancılara gerçekleşmiştir. Yerleşiklerin talebi çok sınırlı kalmıştır. 25 Nisan itibarıyla 24 milyar ABD dolarlık döviz almıştır. Mevcut durumda, TCMB hala kur istikrarını gözeticek güçlü döviz rezervine sahiptir.

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



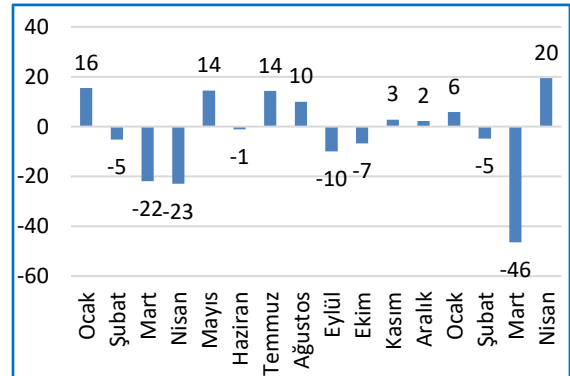
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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



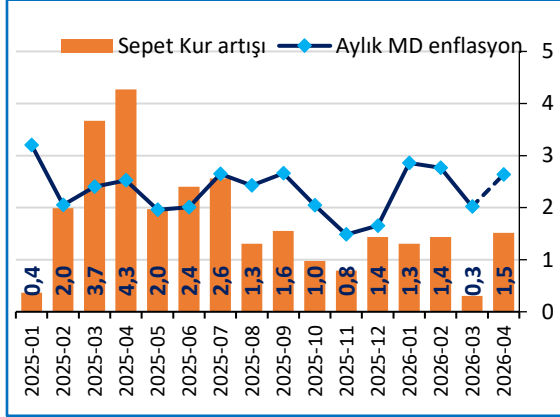
Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

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

Kur istikrarı, özellikle dışsal şoklar esnasında; fiyat istikrarı yanında, bekleyişler ve finansal istikrar açısından da kritik önemdedir. Bu çerçevede, ABD dolarındaki istikrarı gözetmeye

ve ortalama bazda aylık yüzde 1,2 civarı artışı hedeflemeye devam etmiştir. Böylece, savaşın yarattığı enflasyonist baskı önemli ölçüde frenlenmiştir.

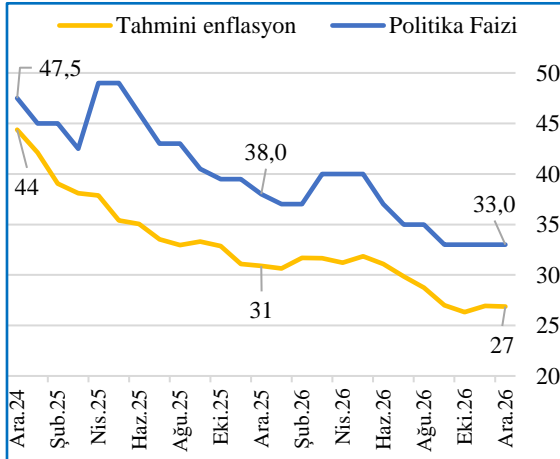
Grafik 14: Aylık enflasyon ve kur artışı (%)



Kaynak: TÜİK, TCMB, TEPAV hesaplamaları

15. Savaş, enflasyondaki düşüş eğilimini belirgin aksatacak gözükmektedir. 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 güncellenmesine neden olabilecektir.

Grafik 15: Enflasyon tahminlerimiz (%)

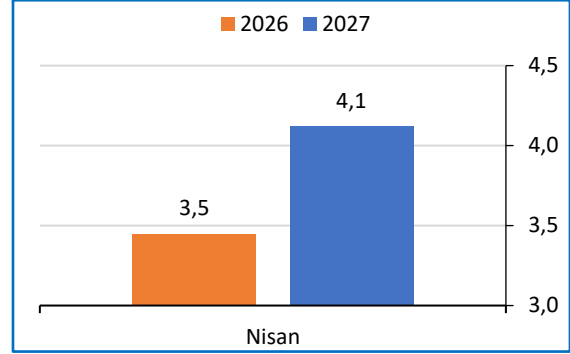


Kaynak: TÜİK, TEPAV hesaplamaları ve tahminleri.

16. Piyasalar da 2026 yılına ilişkin enflasyon tahminlerini belirgin artırırken, büyüme tahminlerini düşürmüşlerdir.

Ekonomi, 2025 yılında %3,6 büyümüştür. Piyasalar 2026 yılında yüzde 3,5, 2027 yılında ise yüzde 4,1 büyüme beklemektedir.

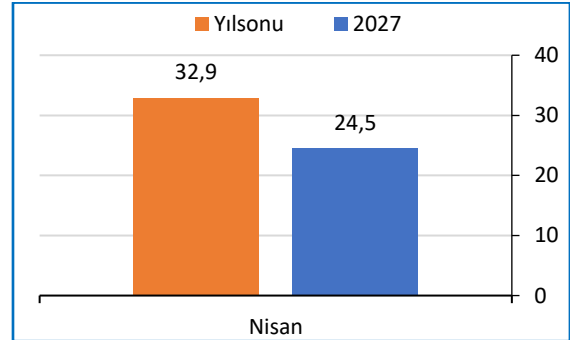
Grafik 16: Büyüme beklenti (%)



Kaynak: TCMB

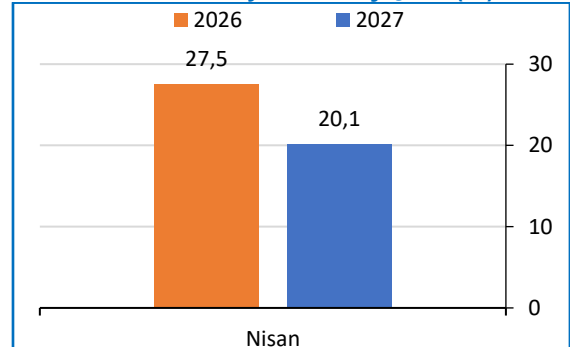
17. Piyasaların enflasyon ve politika faiz tahminleri, Mart ayında yaptığımız, Nisan ayında değiştirmedığımız öngörülerimize yakınsamıştır. Piyasalar, 2026 yılında enflasyonun yüzde 16'lık hedefin belirgin şekilde üzerinde kalarak yüzde 27,5, politika faizinin ise yüzde 32,9 civarına gerileyeceğini düşünmektedir.

Grafik 17.a: Politika faizi beklentileri (%)



Kaynak: TCMB

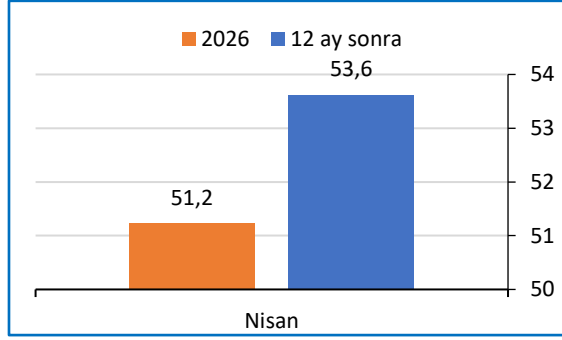
Grafik 17.b: Enflasyon beklentileri (%)



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

18. Mevcut gelişmeler çerçevesinde;
- Savaş, ekonomik görünümü olumsuz etkilemiş, savaş öncesi baz senaryoların belirgin şekilde değişmesine yol açmıştır.
 - Savaşın ilk ayında; TCMB fiili politika faizini 3 puan artırarak yüzde 40'a çekmek ve tahminen 46 milyar ABD doları satmak zorunda kalmıştır. Ancak, çatışmasızlık dönemi olan Nisan ayında TCMB, tekrar yabancı girişinin başlaması üzerine tahminen 20 milyar ABD dolarını geri almıştır.
 - Savaş döneminde TCMB kur istikrarına yönelik politikalarını değiştirmemiş, ABD dolarının aylık artışını yaklaşık yüzde 1,2 tutma stratejisini devam ettirmiştir.
 - Diğer yandan, küresel enerji ve diğer hammadde fiyatları ve finansal piyasalar, en azından Nisan ayı itibarıyla beklenenden daha sınırlı etkilenmiştir.
 - Henüz savaş süreciyle ilgili belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle ileriye dönük makroekonomik net öngöründe bulunmanın zorlukları sürmektedir.
 - TCMB, güçlü rezervleri ile kur istikrarını koruyabilmektedir. Bu strateji en azından kısa vadede enflasyon ve piyasa beklentileri açısından olumludur.
 - Diğer yandan, TCMB'nin Mayıs ayında yayınlayacağı Enflasyon Raporunda; savaşın olumsuz etkilerini dikkate alarak, 2026 yılı enflasyon-tahmin-hedefini yüzde 16'dan yüzde 19'a, tahminin üst sınırını da yüzde 21'den yüzde 24'e çıkartmasını bekliyoruz.
 - Bu çerçevede, savaş sonrası önceki öngörülerimizde Mart ayına göre herhangi bir değişiklik yapmıyoruz. Savaşın etkilerinin yılın ikinci yarısında belirgin azalacağı varsayımıyla, 2026 yılında;**
 - Kur istikrarının önemli ölçüde devam edeceğini,
 - Enflasyonun yüzde 27, politika faizinin de yüzde 33 civarına gerileyebileceğini,
 - Büyümenin zayıflayarak yüzde 3'ün altına inebileceğini,
 - Savaşın Haziran ayına kadar kalıcı olarak bitmesinin tahminlerimizi hafif iyileştireceğini, ancak şiddetinin belirgin artmasının ve süresinin uzamasının tahminlerimizin kötüleşmesine yol açacağını,
 - Reel sektörün yatırım, nakit yönetimi ve kredi kullanımında çok temkinli olması gerektiğini değerlendiriyoruz.