

İçindekiler:

| | |
|--------------------------------|--------------------------|
| 1 | Özet Değerlendirme |
| 2 | İzlenecek Önemli Veriler |
| Türkiye Ekonomisi ve Piyasalar | |
| 2 | Ekonomik Gelişmeler |
| Ekler | |
| 6 | Hazine Finansmanı |
| 7 | Temel Ekonomik Tahminler |

Enflasyon görünümünde yukarı yönlü riskler devam ediyor...

Küresel gelişmelere bakıldığında; ABD Merkez Bankası'nda (Fed), toplamda 150 baz puanlık faiz indirimine rağmen para politikasının hâlâ kısmen sıkı olduğu yönündeki görüş öne çıkıyor. Ancak, fiyat istikrarı ve maksimum istihdamdan oluşan çift hedefe ilişkin risk algısı Fed yetkilileri arasında giderek daha farklılaşıyor. İstihdam cephesinde yaz aylarından bu yana artış duraklama eğiliminde seyrediyor. Dolayısıyla istihdam hedefi, Fed'in ilave faiz indirimleri yapmasını gerektiriyor. Öte yandan, tarifeler ve artan sigorta maliyetleri enflasyonu yüksek tutarak, Fed içindeki şahin üyelerin daha fazla gevşemeye onay vermekte isteksiz olmasını açıklıyor. Bununla birlikte, tarifelerin fiyatlara yansımaları beklenenden daha yavaş gerçekleşiyor; bu da enerji fiyatlarındaki düşüş, ücret artışındaki zayıflama ve konut kaynaklı enflasyondaki yavaşlamadan gelen dezenflasyonist etkilerin devreye girmesi için zaman kazandırıyor. Dolayısıyla enflasyon görünümü daha az tehditkâr hale gelirken, istihdam cephesi kırılmanlaşıyor. Bu nedenle, Fed'in 2026'da politika faizini yaklaşık %3.25 ile daha nötr bir düzeye indirmesi bekleniyor. Mayıs'ta daha güvercin bir Fed Başkanı atanması ihtimali, ilave faiz indirimleri yönünde riskleri artırabilir. Euro Bölgesi'nde ise yeni bir faiz indirimi için çıta oldukça yüksek gözüküyor. 2025'in ilk yarısında, Avrupa Merkez Bankası (Ecb)'nin faiz indirimlerini durdurması için güçlü pozitif veri sürprizleri gerekirken, şu anda ilave indirimler için büyük negatif sürprizler gerekecektir. Ancak Ecb, sıklıkla "iyi bir konum" olarak tanımlandığı ve enflasyonun %2'ye yakın, büyümenin ise pozitif ancak potansiyelin altında olduğu makro ortamdan memnun görünüyor. Avro Bölgesi ekonomisinin yapısal sorunları dikkate alındığında, Ecb'nin para politikasının bu zayıflıkları gidermede sınırlı etkisi olduğu yönündeki bilinen tutumunu koruması bekleniyor. Bu nedenle, ING araştırma baz senaryosunda önümüzdeki iki yıl boyunca Ecb'den herhangi bir faiz hamlesi beklemiyor. Ancak, enflasyonun belirgin şekilde hedefin altında kalması durumunda, 2026'nın ilk yarısında bir veya iki ek faiz indiriminin tamamen göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyor. Yurtiçinde ise; Kasım'da enflasyon düşüş eğilimini sürdürdü. Bu rakamın ardından; enflasyonun bu yıl %31 olacağını, gelecek yıl %22 civarına gerileyeceğini (MB'nin ara hedefi %16), ancak risk dengesinin yukarı yönlü olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. 2026'ya ilişkin asgari ücret görüşmelerinin sonucu, enflasyon görünümü açısından kritik öneme sahip olacaktır. Mevcut asgari ücret/açlık sınırı oranının 2016-2022 aralığındaki en düşük seviyeye yakın seyretmesi, ay sonunda açıklanması beklenen asgari ücrette tahminlerin üzerinde bir artış olasılığına işaret ediyor. Öte yandan, önümüzdeki 12 ve 24 aya ilişkin enflasyon beklentileri yükselirken, 2025 ve 2026 enflasyon beklentileri sırasıyla %32.2 ve %23.2 olarak kaydedildi; bu rakamlar bir önceki aya göre kötüleşmeye işaret etti. Kasım'daki olumlu enflasyon sürpriziyle Aralık'ta bir iyileşme görülmesi muhtemel olsa da, anket sonuçları piyasanın enflasyondaki düşüş sürecinin MB'nin ara hedeflerinden daha yavaş ilerleyeceğini düşündüğünü ortaya koyuyor. Öte yandan, 3. çeyrekte yıllık GSYH beklentilerin altında kalırken, mevsimsellikten arındırılmış çeyreklik büyüme hızı güçlü seyrini korudu ve yavaşlama beklentilerini boşa çıkardı. Bu durum, büyüme görünümünde yukarı yönlü risklere işaret ediyor. PMI, kapasite kullanım oranı, tüketici ve reel sektör güven endeksleri gibi göstergeler, son çeyrekte GSYH büyümesinde hızlanmaya işaret ederek bu görüşü destekliyor. Bu doğrultuda, 2025 için GSYH büyüme tahminimizi %3.4'ten %3.8'e yükselttik. Kasım enflasyonu, MB'nin Aralık faiz indiriminin büyüklüğünü artırma açısından cesaret verici olsa da; GSYH verisi ve son çeyreğe ilişkin öncü göstergeler, enflasyonu kontrol altına alma çabaları açısından talep koşullarının daha az destekleyici olacağını gösteriyor. Bu durum, devam eden faiz indirim döngüsü ve gevşeyen finansal koşullar ile birlikte enflasyon görünümünde yukarı yönlü riskleri artırıyor. Bu nedenle, Aralık PPK toplantısında MB'nin temkinli davranarak 100 baz puanlık ölçülü bir indirim yapmasını bekliyoruz; ancak daha büyük bir indirim ihtimalinin de göz ardı edilmemesi gerektiği kanısındayız.

ING Bank A.Ş.

Ekonomik Araştırmalar Grubu

Adres:

Reşitpaşa Mahallesi
Eski Büyükdere Cd. No:8
34330 Maslak - İstanbul
Tel: + 212 329 0751/52/53
Faks: + 212 365 4362

E-posta: arastirma@ingbank.com.tr

LÜTFEN ÖNEMLİ AÇIKLAMALAR İÇİN SON SAYFAYA BAKINIZ.

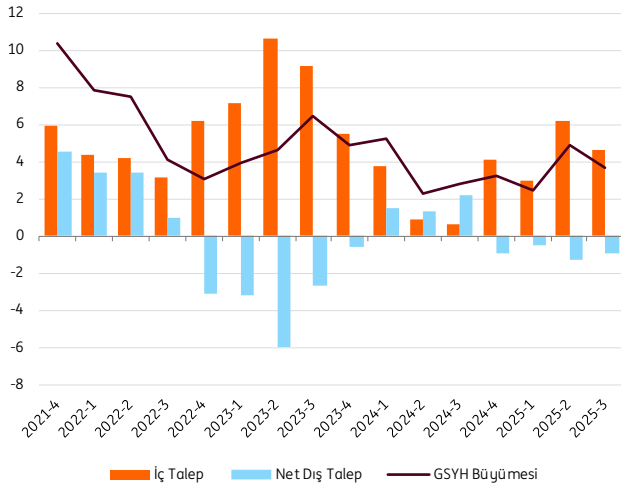
Rapor Tarihi: 8 Aralık 2025

Gelecek bir aylık dönemde yayınlanacak veriler

- 10 Aralık: Ekim sanayi üretimi
- 11 Aralık: Para Politikası Kurulu toplantısı
- 12 Aralık: Ekim ödemeler dengesi
- 12 Aralık: Piyasa katılımcıları anketi
- 15 Aralık: Kasım Merkezi Yönetim bütçe gerçekleştirmeleri
- 19 Aralık: Tüketici güven endeksi
- 25 Aralık: Reel sektör güven endeksi
- 25 Aralık: Kapasite kullanım oranı
- 30 Aralık: Kasım hane halkı işgücü istatistikleri
- 31 Aralık: Kasım dış ticaret dengesi
- 2 Ocak: Aralık imalat PMI
- 5 Ocak: Aralık TÜFE, Yİ-ÜFE

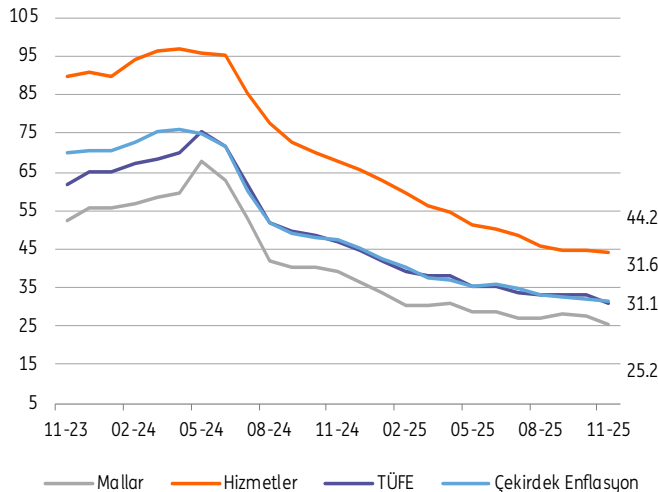
Ekonomik Gelişmeler

Harcama Yöntemi ile GSYH (Y/Y Büyüme)



Kaynak: TUIK, ING

Enflasyon göstergelerinin seyri



Kaynak: TUIK, ING

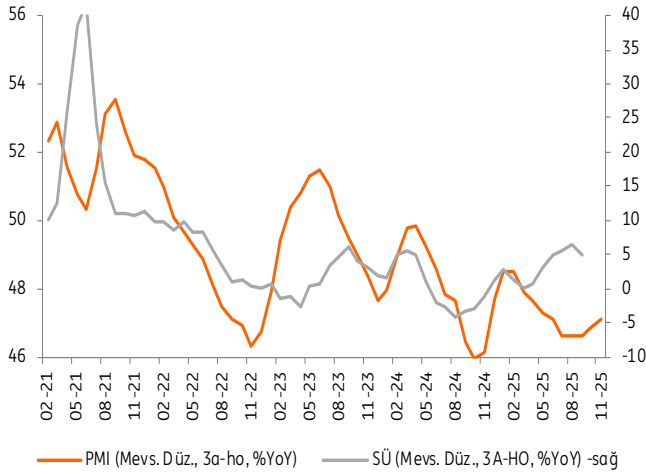
Büyümede yukarı yönlü riskler belirgin

- 2025'in 3. çeyreğinde GSYH YY %3.7 ile piyasa beklentisinin gerisinde kaldı. Bu oran, önceki çeyrekteki %4.9'luk (TÜİK'in 1. çeyrekle birlikte yaptığı revizyon sonrası) büyümenin ardından bir yavaşlamaya işaret ediyor. Büyüme ağırlıklı olarak özel tüketim ve yatırım faaliyetlerinden kaynaklanırken, dış talep ve stok erimesi manşet büyümeyi sınırladı. Böylece yılın ilk dokuz ayında GSYH büyümesi %3.7 oldu.
- Mevsimsellikten arındırılmış veriler ise ÇÇ %1.1'lik büyüme kaydetti. Bu oran, önceki çeyrekteki —son iki yılın en yüksek çeyreklik artışı olan— %1.6'nın gerisinde kalsa da beklenenden daha sınırlı bir yavaşlamaya işaret etti. Dolayısıyla çeyreklik bazda momentum sürdü. Bu performansta; i) özel tüketimin büyümeye pozitif katkıya dönmesi, ii) yatırımlardaki güçlenmenin devam etmesi, iii) net ihracattan gelen pozitif katkı belirleyici olurken, stok erimesi büyümeyi aşağı çekti.

Kasım TÜFE verisi beklentilerin altında kaldı

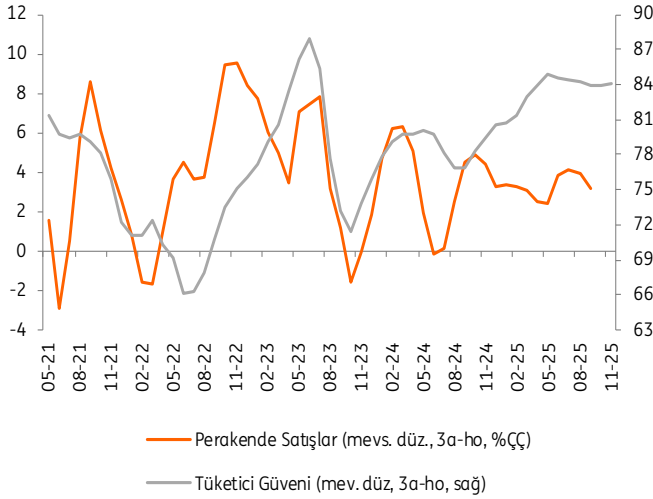
- Kasım'da TÜFE AA %0.87 artarak piyasa beklentisinin altında kaldı. Bu durum işlenmemiş gıda ve bazı gıda dışı gruplardan kaynaklandı. Yıllık enflasyon %32.9'dan %31.1'e gerileyerek düşüş eğilimini sürdürdü. 2024 Kasım ayında enflasyon %2.2 artmıştı; 2003 bazlı endekste Kasım ayları için beş yıllık ortalama ise %2.8'si. Bu rakamlar olumlu baz etkisini ortaya koyarken, yıllık enflasyondaki gerilemeyi destekledi.
- Çekirdek enflasyon (CPI-C) aylık bazda %1.2 artarken, yıllık oran %31.6'ya indi. Bu düşüşte 2024'teki yüksek baz, sınırlı nominal TL değer kaybı ve üretici maliyetlerinin kontrol altında kaldığına işaret eden Yİ-ÜFE'deki yavaş artış etkili oldu. Nitelim Kasım'da Yİ-ÜFE aylık %0.84 yükseldi; bu artışın önemli kısmı kok ve rafine petrol ürünleri ile ana metallerden kaynaklandı. Yıllık üretici enflasyonu %27.2'ye çıkarak Nisan'dan bu yana süren kademeli yükselişini sürdürdü.

Sanayi Üretimi (SÜ) & PMI



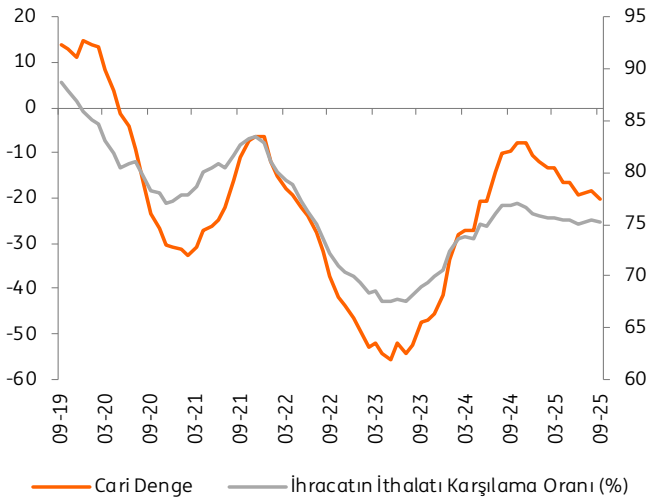
Kaynak: TUIK, Markit, ING

Perakende Satışlar & Tüketici Güveni



Kaynak: TUIK, ING

Cari dengenin gelişimi



Kaynak: MB, ING

PMI Şubat'tan bu yana en yüksek seviyede

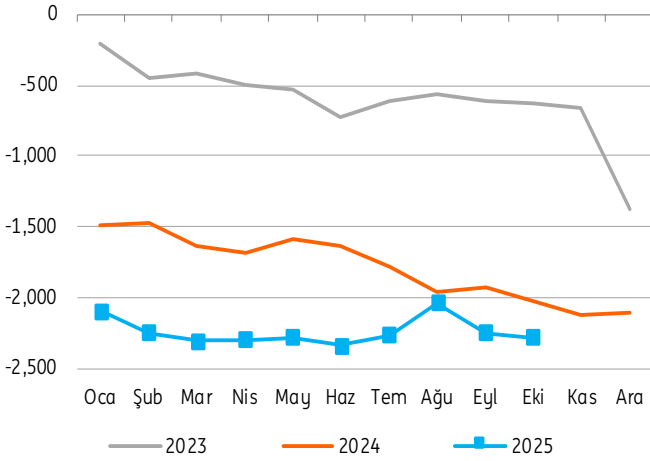
- 2024'ün ilk çeyreğinden bu yana 50 eşik değerinin altında seyreden mevsimsellikten arındırılmış imalat sanayi PMI, Kasım'da önceki ayda 46.5 olan seviyesinden 48'e yükselerek Şubat'tan beri görülen en yüksek değere ulaştı. Her ne kadar rakam hâlâ daralma bölgesinde kalsa da, geçtiğimiz ay iş koşullarında bir miktar iyileşmeye işaret etti. Ekim-Kasım ortalaması olan 47.25 ise üçüncü çeyrekteki 46.6'ya kıyasla hafif bir artış göstererek bu görüşü destekledi. Alt kırılımlara bakıldığında, üretim, yeni siparişler ve istihdam gibi temel göstergelerde daha sınırlı yavaşlamalar dikkat çekerken, çıktı fiyatlarında da ılımlı bir artış gözlemlendi.
- Öte yandan, sektörel PMI verileri de Kasım'da imalat PMI ile paralel bir tablo ortaya koydu. On sektörden yedisinde PMI değerleri artış gösterirken, üç sektör 50 seviyesinin üzerine çıktı.

İşsizlik oranı Ekim'de %8.5'e geriledi

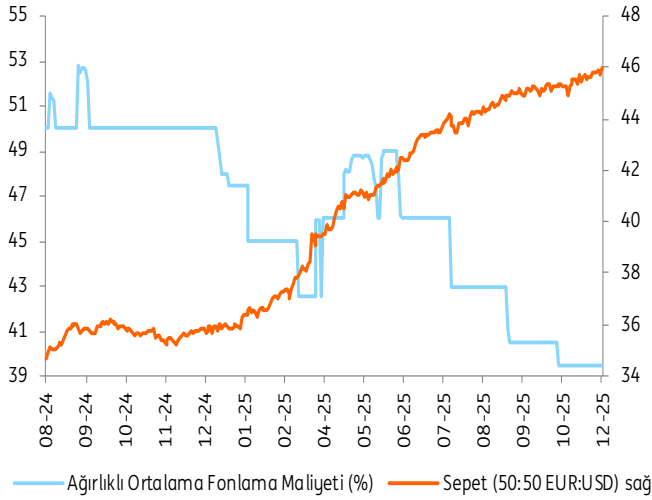
- Ekim ayında işsizlik oranı %0.1 puan düşerek %8.5 seviyesine indi. Aynı dönemde istihdam edilen kişi sayısı bir önceki aya göre 185 bin artış göstererek istihdam oranını %49.2'ye yükseltti. Buna ek olarak, işgücü 157 bin kişi artarak işgücüne katılım oranını %53.8'e taşıdı. Geniş tanımlı işsizlik göstergeleri arasında yer alan ve zamana bağlı eksik istihdam, potansiyel işgücü ile işsizleri kapsayan atıl işgücü oranı ise aylık bazda %1.1 puan artarak %29.6'ya geldi. Son dönemde dalgalı bir seyir izleyen bu gösterge, Haziran ayında %32.7 ile tarihi zirvesine ulaşmış ve yıl başından bu yana %28'in üzerinde kalmaya devam etti.
- Özetle, Hanehalkı İşgücü Araştırması, Ekim ayında işgücü katılımındaki artışa rağmen istihdamdaki güçlü yükselişin manşet işsizlik oranını düşürdüğünü ortaya koyuyor. Ancak geniş tanımlı işsizlik göstergeleri, bir önceki aya kıyasla daha olumsuz bir tablo sergiliyor.

Cari denge Eylül'de beklendiği gibi fazla verdi

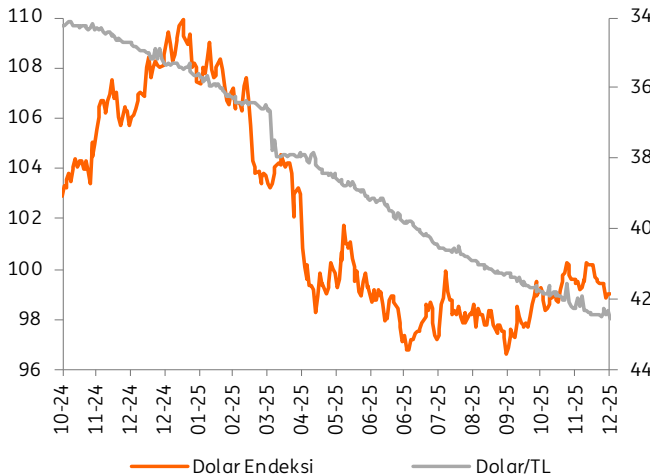
- Cari işlemler dengesi, Eylül'de 1.1 milyar dolar fazla verdi. Aylık veriler incelendiğinde, geçen yılın aynı ayına kıyasla fazlanın daraldığı gözlemlendi. Bu daralma, ticaret açığının 3.1 milyar dolardan 5.4 milyar dolara artışından kaynaklandı. Dış ticaret tarafındaki bu gelişme ise çekirdek ticaret fazlasındaki düşüş ve net altın ticaretindeki olumsuz seyre atfedilebilir. Bununla birlikte, taşımacılık ve turizm gelirlerindeki artışın öncülüğünde hizmet gelirlerindeki yükseliş, cari fazla üzerindeki baskıyı sınırladı. Özetle, geçen yıl Kasım'da yükselişe geçen 12 aylık birikimli cari açık bu eğilimini koruyarak 20.1 milyar dolara (GSYH'nin yaklaşık %1.5'i) geldi.
- Sermaye hesabında ise Eylül'de yaşanan siyasi gelişmelerin ardından 6 milyar dolar tutarında çıkış gerçekleşti. Hata ve noksan kaleminden gelen 3.8 milyar dolar net çıkış ve cari fazla dikkate alındığında, resmi rezervler 8.7 milyar dolar azaldı.

12 aylık birikimli bütçe açığı (milyar TL)

Kaynak: Maliye Bakanlığı, ING

MB Fonlaması

Kaynak: MB, ING

Dolar Endeksi ve TL

Kaynak: Refinitiv, ING

Bütçe açığı Ekim'de artış kaydetti

- Ekim'de bütçe açığı 223.2 milyar TL'ye ulaşarak geçen yılın aynı ayında kaydedilen 186.3 milyar TL'nin üzerine çıktı. Vergi gelirleri, özellikle gelir vergisi tahsilatındaki %90'lık hızlı artışın etkisiyle yıllık bazda %51.6 oranında yükseldi. Buna karşın, kurumlar vergisi gelirleri yıllık bazda daralmaya devam etti. Dolaylı vergilerde ise KDV ve ÖTV tahsilatlarındaki yıllık artış hızında ise yavaşlama sinyalleri dikkat çekti. Harcama tarafında faiz dışı giderler, mal ve hizmet alımlarındaki (YY % 59) ve cari transferlerdeki (YY %48.4) hızlı artışla yukarı yönlü baskılandı. Bu doğrultuda, faiz ödemeleri hariç harcamalar yıllık bazda %48.0 oranında büyüdü.
- Bu gelişmelerle, 12 aylık bütçe açığının GSYH'ye oranı %3.9'a gelirken, faiz dışı denge %0.4 açık verdi. Ayrıca, tek seferlik gelirler hariç tutulduğunda, 12 aylık bütçe açığı GSYH'nin %4.5'i seviyesinde gerçekleşti.

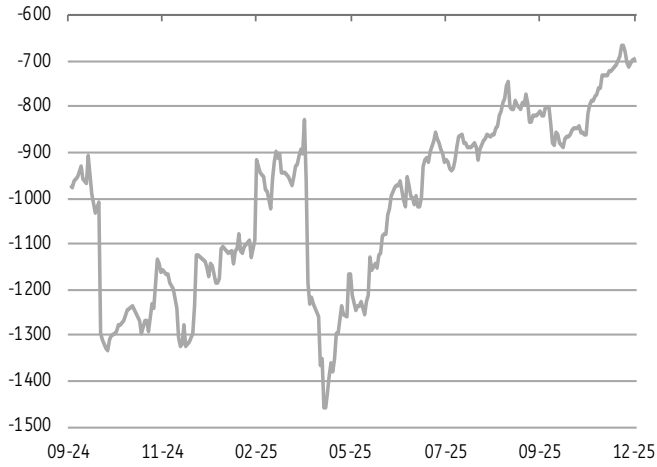
Enflasyon beklentilerinde bozulma sürdü

- MB'nin yayımladığı piyasa katılımcıları anketi, Kasım'da enflasyon beklentilerinde ilave bozulmaya işaret etti. Ankette, 12 ay sonrası için enflasyon beklentisi %23.5'e, 24 ay sonrası için TÜFE beklentisi de %17.7'ye geldi. Yıl sonu enflasyon beklentileri ise 2025 için %32.2, 2026 için %23.2 seviyesinde gerçekleşerek Ekim'e kıyasla kötüleşme kaydetti.
- Kasım'daki olumlu enflasyon sürpriziyle Aralık'ta bir miktar iyileşme görülmesi muhtemel olsa da, anket sonuçları piyasanın dezenflasyon sürecinin MB'nin ara hedeflerinden daha yavaş ilerleyeceğini öngördüğünü ortaya koyuyor. MB Kasım başında; daha önce açıkladığı ara hedef ve bir zorunluluk oluşmadıkça bu hedefleri koruma stratejisini de göz önünde bulundurarak, 2025-2027 dönemi için enflasyon hedeflerini % 24, %16 ve %9 olarak sabit tutmuştu. Ayrıca, 2025 tahmin aralığını %25-29'dan %31-33'e yükseltmişti.

TL'de kontrollü seyir sürüyor

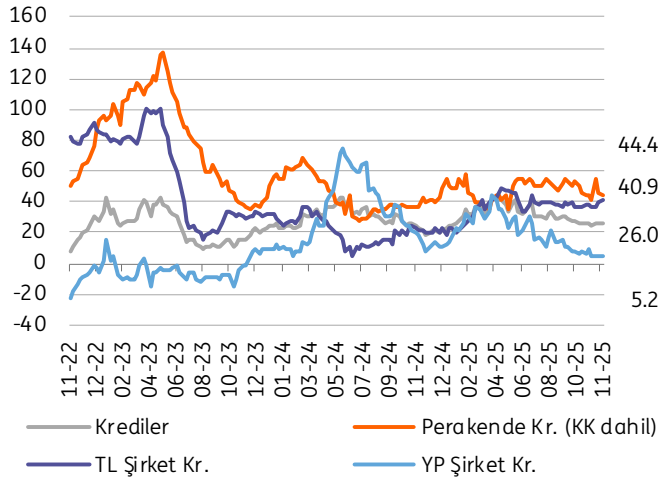
- Temmuz sonrasında aylık bazda %1-1.5 aralığında artan Dolar/TL, Kasım'da da %1 yükselirken, 50:50 Dolar: Avro sepetinde aylık artış %1.3 oldu. Kurdaki bu görünüm MB'nin TL'deki değer kaybını yavaşlatma yönünde hareket ettiğini gösterirken; çekirdek enflasyonun hâlen yüksek seyretmesi nedeniyle, dezenflasyon sürecini destekleyici bir unsur olmaya devam ediyor. TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi ise Kasım'da 71.86 seviyesinden %0.10 düşüşle 71.79'a geriledi ve TL'nin reel bazda sınırlı ölçüde değer kaybettiğini ortaya koydu.
- Öte yandan, altın fiyatlarına duyarlı olan ve 100 milyar doları aşan altın rezervleri son dönemdeki oynaklığa rağmen 28 Kasım itibarıyla 107.6 milyar dolar olurken, döviz rezervleri 75.6 milyar dolar ile Haziran'dan bu yana en düşük düzeyde seyrediyor.

2 ve 10 yıllık tahvil faiz farkı



Kaynak: Refinitiv, ING

Krediler (13h-ho, kur etkisi hariç, yıllıklan., %)



Kaynak: BDDK, ING

Tahvil faizlerinde Kasım'da olumlu seyir

- Tahvil faizleri Ekim sonundan Aralık başına kadar olan dönemde gerileme kaydederken, 10Y tahvil faiz oranı 100 baz puandan fazla düşüşle %30.75'e, 2Y faiz oranı ise 235 baz puan gerilemeyle %37.7'e geldi.
- Öte yandan Türk lirası cinsi tahviller için görünüm karışık seyrediyor. Bir yandan, güçlü bazı faktörler tahvilleri destekliyor. Bu çerçevede Ekim ve Kasım'da açıklanan enflasyonun beklentilerin altında kalması, enerji fiyatlarının istikrarlı seyri, MB'nin reel değerlendirmeye odaklanması ve kademeli faiz indirim süreci bu desteğin başlıca nedenleri arasında yer alıyor. Ancak, enflasyondaki yavaş düşüş ve yapışkanlık yakından takibi hakediyor. Normal şartlarda olumlu faktörlerin daha güçlü fiyat hareketlerini destekleme potansiyeli sürse de; piyasa, getiri eğrisine hâlâ belirgin bir enflasyon beklentisi primi yansıtmaya devam ediyor.

MB'den munzam karşılık adımları

- MB'nin son aldığı kararlar, bankaların yurt dışından sağladığı 1 yıldan uzun vadeli YP yükümlülüklerindeki artış tutarına yıl sonuna kadar uygulanan %0 zorunlu karşılık uygulaması süresini uzatmadı. Alınan karar bu kalem için zorunlu karşılık maliyeti bir miktar artırırken, bankaları yurtdışından kaynak sağlamaya yönelik bu ek teşvikin sürmesine gerek duyulmadığına işaret etti.
- Ayrıca DTH ve altın mevduat hesapları arasındaki zorunlu karşılık oranı farklılıklarını kaldırılarak sadeleştirme yoluna giderken, diğer yabancı para yükümlülüklerde ise özellikle uzun vadelerde belirgin bir sadeleşme yapıldı ve karşılık oranları aşağı çekildi. Tüm bu adımlar MB'nin munzam karşılıkları bir politika aracı olarak aktif bir şekilde kullanmaya devam ettiğini ve zorunlu karşılık düzenlemesini sadeleştirme saikiyle hareket ettiğini ortaya koydu.

| HAZİNE İÇ BORÇLANMA SENETLERİ İHALELERİ | | | | | | | | | | | | |
|---|--------------|-------------|-------------------|------------|---------|--------|----------|-------------|----------|------------------------|-----------|-----------|
| 2024 | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | Toplam Satış Miktarı | | 2,205 |
| | | | | | | | | | | Piyasa Çevrim Oranı | | 131.6% |
| SATIŞ MİKTARI (TRYmilyon) | | | | | | | | | | | | |
| | İHRAÇ TARİHİ | VADE TARİHİ | İHALE-TALEP/SATIŞ | FAİZ ORANI | | PIYASA | | KAMU KURUM. | | TOPLAM | | |
| | | | | BASİT | BİLEŞİK | NOM | NET | NOM | NET | NOM | NET | |
| Eylül | BONO | 10.09.2025 | 17.06.2026 | 1.74 | 38.88 | 40.51 | 60,924.3 | 46,898.4 | 40,336.2 | 31,050.0 | 101,260.5 | 77,948.4 |
| | SABİT KUPON | 10.09.2025 | 14.07.2027 | 2.04 | 37.59 | 41.12 | 73,982.6 | 78,266.3 | 18.9 | 20.0 | 74,001.5 | 78,286.3 |
| | SABİT KUPON | 10.09.2025 | 10.07.2030 | 7.54 | 34.64 | 37.63 | 15,203.1 | 15,772.2 | 0.0 | 0.0 | 15,203.1 | 15,772.2 |
| | TUFEX | 17.09.2025 | 11.09.2030 | 4.89 | 6.11 | 6.21 | 3,349.3 | 3,350.5 | 12,995.5 | 13,000.0 | 16,344.8 | 16,350.5 |
| | SABİT KUPON | 17.09.2025 | 05.09.2035 | 4.80 | 29.86 | 32.09 | 13,969.2 | 14,055.1 | 0.0 | 0.0 | 13,969.2 | 14,055.1 |
| Ekim | BONO | 08.10.2025 | 17.06.2026 | 1.99 | 38.18 | 40.32 | 51,362.4 | 40,624.1 | 12,706.6 | 10,050.0 | 64,068.9 | 50,674.1 |
| | SABİT KUPON | 08.10.2025 | 02.10.2030 | 2.26 | 34.08 | 36.98 | 38,865.5 | 38,702.7 | 10,042.1 | 10,000.0 | 48,907.6 | 48,702.7 |
| | TUFEX | 15.10.2025 | 11.09.2030 | 2.04 | 6.12 | 6.22 | 6,259.0 | 6,405.6 | 9,771.1 | 10,000.0 | 16,030.1 | 16,405.6 |
| | SABİT KUPON | 15.10.2025 | 13.10.2027 | 1.89 | 37.04 | 40.46 | 35,590.4 | 35,469.3 | 10,310.1 | 10,275.0 | 45,900.5 | 45,744.3 |
| | SABİT KUPON | 15.10.2025 | 05.09.2035 | 1.55 | 29.67 | 31.87 | 14,870.3 | 15,375.6 | 0.0 | 0.0 | 14,870.3 | 15,375.6 |
| Kasım | BONO | 12.11.2025 | 17.06.2026 | 2.94 | 38.25 | 41.13 | 51,091.6 | 41,604.9 | 3,776.2 | 3,075.0 | 54,867.8 | 44,679.9 |
| | SABİT KUPON | 12.11.2025 | 13.10.2027 | 2.42 | 36.64 | 39.99 | 32,201.8 | 33,109.1 | 9,774.6 | 10,050.0 | 41,976.5 | 43,159.1 |
| | SABİT KUPON | 12.11.2025 | 02.10.2030 | 6.03 | 33.86 | 36.72 | 7,872.3 | 8,120.6 | 0.0 | 0.0 | 7,872.3 | 8,120.6 |
| 2025 | | | | | | | | | | Toplam Satış Miktarı** | | 2,380,165 |

* TÜFE'ye endeksli tahviller için reel faiz verilmiştir.

** Kira sertifikası ihracıyla yapılan satışlar ve yurtdışı döviz borçlanmaları ile altına dayalı menkul kıymet ihracı hariç.

İç borçlanma programı -Aralık 2025 ayı ihale takvimi

| | | | | |
|------------------|--|------------|------------|------------|
| 6 ay (189 gün) | Hazine Bonosu (yeniden ihraç) | 08/12/2025 | 10/12/2025 | 17/06/2026 |
| 2 yıl (672 gün) | Sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 09/12/2025 | 10/12/2025 | 13/10/2027 |
| 5 yıl (1757 gün) | Sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 09/12/2025 | 10/12/2025 | 02/10/2030 |
| 2 yıl (728 gün) | TLREFK'ye Endeksli Kira Sertifikası - 6 ayda bir kira ödemeli (doğrudan satış) | 16/12/2025 | 17/12/2025 | 15/12/2027 |
| 5 yıl (1729 gün) | TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 16/12/2025 | 17/12/2025 | 11/09/2030 |

İç borçlanma programı -Ocak 2026 ayı ihale takvimi

| | | | | |
|-------------------|---|------------|------------|------------|
| 10 ay (315 gün) | Hazine Bonosu (ilk ihraç) | 05/01/2026 | 07/01/2026 | 18/11/2026 |
| 7 yıl (2408 gün) | Değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 05/01/2026 | 07/01/2026 | 11/08/2032 |
| 2 yıl (728 gün) | Kira sertifikası - 6 ayda bir kira ödemeli (doğrudan satış) | 06/01/2026 | 07/01/2026 | 05/01/2028 |
| 5 yıl (1729 gün) | Sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 06/01/2026 | 07/01/2026 | 02/10/2030 |
| 2 yıl (637 gün) | Sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 12/01/2026 | 14/01/2026 | 13/10/2027 |
| 4 yıl (1456 gün) | TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç) | 12/01/2026 | 14/01/2026 | 09/01/2030 |
| 4 yıl (1456 gün) | TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili - 3 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç) | 13/01/2026 | 14/01/2026 | 09/01/2030 |
| 10 yıl (3521 gün) | Sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 13/01/2026 | 14/01/2026 | 05/09/2035 |

İç borçlanma programı -Şubat 2026 ayı ihale takvimi

| | | | | |
|-------------------|--|------------|------------|------------|
| 9 ay (280 gün) | Hazine Bonosu (yeniden ihraç) | 09/02/2026 | 11/02/2026 | 18/11/2026 |
| 5 yıl (1694 gün) | Sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 09/02/2026 | 11/02/2026 | 02/10/2030 |
| 5 yıl (1820 gün) | Kira sertifikası - 6 ayda bir kira ödemeli (doğrudan satış) | 10/02/2026 | 11/02/2026 | 05/02/2031 |
| 7 yıl (2373 gün) | Değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 10/02/2026 | 11/02/2026 | 11/08/2032 |
| 2 yıl (602 gün) | Sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 16/02/2026 | 18/02/2026 | 13/10/2027 |
| 4 yıl (1421 gün) | TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 16/02/2026 | 18/02/2026 | 09/01/2030 |
| 4 yıl (1421 gün) | TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili - 3 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 17/02/2026 | 18/02/2026 | 09/01/2030 |
| 10 yıl (3486 gün) | Sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 17/02/2026 | 18/02/2026 | 05/09/2035 |

İç Borç Ödemelerinin Alıcılara Göre Dağılımı

| Milyon TL | Piyasa | Kamu Kuruluşları | TOPLAM |
|-------------------------------|----------------|------------------|----------------|
| Aralık 2025 İç Borç Ödemeleri | | | |
| 03.12.2025 | 9,076 | 226 | 9,302 |
| 10.12.2025 | 62,388 | 5,892 | 68,279 |
| 12.12.2025 | 713 | 0 | 713 |
| 17.12.2025 | 21,317 | 1,446 | 22,763 |
| 26.12.2025 | 0 | 4,695 | 4,695 |
| 31.12.2025 | 3,720 | 171 | 3,891 |
| TOPLAM | 97,213 | 12,429 | 109,642 |
| Ocak 2026 İç Borç Ödemeleri | | | |
| 02.01.2026 | 563 | 0 | 563 |
| 07.01.2026 | 47,360 | 4,189 | 51,549 |
| 14.01.2026 | 302,829 | 50,525 | 353,354 |
| 21.01.2026 | 38,276 | 672 | 38,948 |
| 26.01.2026 | 162,011 | 0 | 162,011 |
| TOPLAM | 551,040 | 55,386 | 606,426 |
| Şubat 2026 İç Borç Ödemeleri | | | |
| 04.02.2026 | 51,236 | 0 | 51,236 |
| 11.02.2026 | 92,418 | 18,002 | 110,420 |
| 18.02.2026 | 427,336 | 26,174 | 453,510 |
| 20.02.2026 | 4,490 | 0 | 4,490 |
| 25.02.2026 | 705 | 181 | 886 |
| TOPLAM | 576,186 | 44,357 | 620,542 |

EK B:

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ekonomik Aktivite | | | | | | | | | | | |
| Reel GSYH (% Yılda Yıla – YY) | 7.8 | 3.5 | 1.3 | 1.8 | 11.8 | 5.4 | 5.0 | 3.3 | 3.8 | 4.0 | 4.5 |
| Özel tüketim (% YY) | 6.0 | 0.8 | 1.4 | 3.6 | 15.6 | 16.2 | 10.5 | 4.3 | 3.8 | 4.3 | 4.6 |
| Kamu tüketimi (% YY) | 4.8 | 8.1 | 4.6 | 2.8 | 4.2 | 4.5 | 2.3 | -0.8 | 0.7 | 0.8 | 1.4 |
| Yatırım (%YY) | 7.5 | 0.8 | -12.1 | 6.9 | 7.2 | 4.4 | 7.3 | 2.7 | 7.5 | 4.7 | 4.8 |
| Sanayi üretimi (%YY) | 9.0 | 1.3 | -0.5 | 1.6 | 17.5 | 4.4 | 1.6 | -0.7 | 2.3 | 2.4 | 2.5 |
| Nominal GSYH (TL milyar) | 3,152 | 3,806 | 4,402 | 5,142 | 7,434 | 15,326 | 27,091 | 44,587 | 61,999 | 78,171 | 95,195 |
| Nominal GSYH (EUR milyar) | 760 | 668 | 692 | 630 | 687 | 876 | 1033 | 1250 | 1372 | 1369 | 1408 |
| Nominal GSYH (US\$ milyar) | 870 | 802 | 778 | 729 | 824 | 1002 | 1174 | 1446 | 1561 | 1652 | 1724 |
| Kişi başına GSYH (US\$) | 10,696 | 9,792 | 9,213 | 8,693 | 9,598 | 10,810 | 13,107 | 15,768 | 18,113 | 22,726 | 27,545 |
| Fiyatlar | | | | | | | | | | | |
| TÜFE (ortalama %YY) | 11.1 | 16.3 | 15.2 | 12.3 | 19.6 | 72.3 | 53.9 | 58.5 | 34.9 | 24.6 | 18.9 |
| TÜFE (yıl sonu %YY) | 11.9 | 20.3 | 11.8 | 14.6 | 36.1 | 64.3 | 64.8 | 44.4 | 31.0 | 22.0 | 17.0 |
| Yİ-ÜFE (ortalama %YY) – 2003 öncesi TEFE | 15.8 | 27.0 | 17.6 | 12.2 | 43.9 | 128.5 | 49.9 | 41.1 | 25.4 | 23.3 | 18.2 |
| Kamu Dengesi (GSYH %) | | | | | | | | | | | |
| Konsolide bütçe dengesi | -1.5 | -1.9 | -2.8 | -3.4 | -2.6 | -0.9 | -5.1 | -4.7 | -3.6 | -3.5 | -3.2 |
| Faiz dışı denge | 0.3 | 0.0 | -0.5 | -0.8 | -0.2 | 1.1 | -2.6 | -1.9 | -0.2 | 0.0 | 0.2 |
| Toplam kamu borcu | 27.6 | 29.5 | 31.8 | 38.7 | 39.4 | 30.2 | 37.0 | 24.0 | 23.9 | 24.3 | 25.9 |
| Dış Denge | | | | | | | | | | | |
| İhracat (US\$ milyar) | 169.2 | 178.9 | 182.2 | 168.4 | 224.7 | 253.4 | 251.0 | 257.5 | 269.9 | 282.6 | 297.1 |
| İthalat (US\$ milyar) | 227.8 | 219.7 | 199.0 | 206.3 | 254.0 | 342.9 | 337.3 | 313.4 | 339.6 | 358.7 | 376.3 |
| Dış ticaret dengesi (US\$ milyar) | -58.6 | -40.8 | -16.8 | -37.9 | -29.3 | -89.6 | -86.3 | -56.0 | -69.7 | -76.1 | -79.2 |
| Dış ticaret dengesi (GSYH %) | -6.7 | -5.1 | -2.2 | -5.2 | -3.6 | -8.9 | -7.3 | -3.9 | -4.5 | -4.6 | -4.6 |
| Cari denge (US\$ milyar) | -40.6 | -20.7 | 15.0 | -31.0 | -6.2 | -46.3 | -41.5 | -10.4 | -22.0 | -25.6 | -30.2 |
| Cari denge (GSYH %) | -4.7 | -2.6 | 1.9 | -4.2 | -0.8 | -4.6 | -3.5 | -0.7 | -1.4 | -1.5 | -1.8 |
| Net doğrudan yatırım (US\$ milyar) | 11.1 | 13.0 | 9.5 | 7.5 | 12.7 | 13.8 | 10.7 | 11.7 | 15.2 | 15.8 | 18.4 |
| Net doğrudan yatırım (GSYH %) | 1.3 | 1.6 | 1.2 | 1.0 | 1.5 | 1.4 | 0.9 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| Cari açık + net doğrudan yatırım (GSYH %) | -3.4 | -1.0 | 3.2 | -3.2 | 0.8 | -3.2 | -2.6 | 0.1 | -0.4 | -0.6 | -0.7 |
| İhracat hacmi - miktar (%YY) | 8 | 5 | 7 | -5 | 21 | 3 | 0 | 1 | 2 | 5 | 5 |
| İthalat hacmi - miktar (%YY) | 10 | -9 | -5 | 11 | 1 | 5 | 13 | -6 | 5 | 4 | 4 |
| Döviz rezervleri (altın hariç, US\$ milyar) | 84.1 | 72.0 | 81.2 | 50.0 | 72.6 | 82.9 | 92.8 | 90.7 | 76.0 | 82.8 | 85.0 |
| İthalatı karşılama oranı (ay) | 4.4 | 3.9 | 4.9 | 2.9 | 3.4 | 2.9 | 3.3 | 3.5 | 2.7 | 2.8 | 2.7 |
| Borç Göstergeleri | | | | | | | | | | | |
| Brüt dış borç stoku (US\$ milyar) | 447 | 422 | 409 | 423 | 427 | 449 | 491 | 516 | 541 | 555 | 564 |
| Brüt dış borç stoku (GSYH %) | 51 | 53 | 53 | 58 | 52 | 45 | 42 | 36 | 35 | 34 | 33 |
| Brüt dış borç stoku (İhracat %) | 264 | 236 | 225 | 251 | 190 | 177 | 196 | 200 | 200 | 197 | 190 |
| Toplam dış borç servisi (US\$ milyar) | 83.0 | 83.2 | 85.2 | 71.6 | 75.6 | 67.7 | 75.6 | 86.2 | 121.4 | 91.4 | 65.6 |
| Toplam dış borç servisi (GSYH %) | 10 | 10 | 11 | 10 | 9 | 7 | 6 | 6 | 8 | 6 | 4 |
| Toplam dış borç servisi (İhracat %) | 49 | 47 | 47 | 43 | 34 | 27 | 30 | 33 | 45 | 32 | 22 |
| Faiz ve Kurlar | | | | | | | | | | | |
| Merkez Bankası faizi (%) yıl sonu | 8.00 | 24.00 | 12.00 | 17.00 | 14.00 | 9.00 | 42.50 | 47.50 | 38.50 | 27.00 | 21.00 |
| Geniş para arzı (%YY) | 15.7 | 19.1 | 26.1 | 36.0 | 53.6 | 60.7 | 66.5 | 28.7 | 40.1 | 27.1 | 22.8 |
| USD/TL yıl sonu | 3.79 | 5.29 | 5.95 | 7.43 | 13.32 | 18.69 | 29.48 | 35.34 | 43.00 | 51.00 | 59.00 |
| USD/TL ortalama | 3.64 | 4.85 | 5.67 | 7.09 | 9.20 | 16.68 | 24.22 | 33.07 | 39.86 | 47.49 | 55.41 |
| EUR/TL yıl sonu | 4.55 | 6.05 | 6.67 | 9.08 | 15.14 | 20.00 | 32.54 | 36.59 | 50.74 | 62.22 | 71.98 |
| EUR/TL ortalama | 4.15 | 5.70 | 6.36 | 8.16 | 10.82 | 17.49 | 26.22 | 35.66 | 45.20 | 57.10 | 67.60 |
| EUR/USD yıl sonu | 1.20 | 1.14 | 1.12 | 1.22 | 1.14 | 1.07 | 1.10 | 1.04 | 1.18 | 1.22 | 1.22 |
| EUR/USD ortalama | 1.13 | 1.17 | 1.12 | 1.14 | 1.17 | 1.05 | 1.08 | 1.08 | 1.13 | 1.20 | 1.22 |

ING Bank Ekonomik Araştırmalar Grubu

Muhammet Mercan Baş Ekonomist + 90 212 329 0751 muhammet.mercan@ingbank.com.tr
Ramazan Salık Yarı Zamanlı alışan + 90 212 329 0752 ramazan.salik@ingbank.com.tr

AÇIKLAMA:

Bu yayın, ING Bank A.ř. Ekonomik Araştırmalar Grubu tarafından, herhangi bir kullanıcının yatırım amaçları, finansal durumu veya araçları göz önünde bulundurulmaksızın, sadece bilgilendirme amaçıyla hazırlanmıştır. Yayındaki bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında olmadığı gibi, yatırım, hukuk veya vergi konusunda tavsiye niteliğinde de değildir; herhangi bir finansal aracı satın almak veya satmak için bir teklif veya talep de değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu yayında sunulan bilgilerin yayım tarihi itibarıyla yanlış/yanıltıcı olmamasına zen gösterilmiş olmasına karşın, ING Bank A.ř. bilgilerin doğru ve tam olmasından sorumlu değildir. ING Bank A.ř. ve çalışanları bu yayının kullanımından kaynaklanan herhangi bir doğrudan, dolaylı veya bağlantılı zararın sorumluluğunu kabul etmemektedir. Aksi belirtilmediği müddetçe, görüş, öngörü veya tahminler belgenin yayımlanma tarihinde yazar(lar)ına aittir ve uyarı olmaksızın değiştirilebilir.

Bu yayının dağıtımı farklı ülkelerde kanun veya yönetmeliklerle kısıtlanmış olabilir; eline bu yayın geçen kişiler de bu tür kısıtlamalar hakkında bilgi almalı ve bunlara uymalıdır.

Bu rapor için telif hakkı koruması söz konusudur ve rapor ING Bank A.ř.'nin önceden alınmış açık onayı olmaksızın hiç kimse tarafından hiçbir gerekçeyle çoğaltılamaz, dağıtılamaz ya da yayımlanamaz. Tüm hakları saklıdır. Bu belgeyi üreten tüzel kişi (ING Bank A.ř.), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından yetkilendirilmiştir ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafından da gözetilmektedir. ING Bank A.ř. Türkiye'de kurulmuş bir şirkettir (Ticaret Sicil No. 269682, İstanbul).