

## İçindekiler:

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

## MB 2026'da tahvil portföyünü büyütecek...

ABD'nin Venezuela Devlet Başkanı Nicolás Maduro'yu tutuklamasının ardından petrol piyasası yeni arz riskleriyle karşı karşıya kaldı. Ancak piyasalar Venezuela'daki gelişmelere güçlü bir tepki vermedi; zira ABD'nin yaptırım uygulanan tankerlerin ülkeye giriş-çıkışını engelleyen ablukası sonrası arz riskinin bir kısmı zaten fiyatlara yansımış görünüyor. ING küresel araştırma ekibi (ING), 2026 yılı için petrol piyasasında hâlâ düşüş yönlü beklentisini koruyor ve Brent petrolün bu yıl ortalama 57 Dolar/varil seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyor. ABD'de Aralık'ta yeniden yayımlanmaya başlanan resmi ekonomik veriler, güçlü büyümenin sürdüğünü, enflasyonun yavaşladığını ve işgücü piyasasının soğuduğunu ortaya koydu. Çekirdek enflasyonun Eylül'deki %3 seviyesinden Kasım'da %2.6'ya gerilemesi, konut maliyetlerine ilişkin tartışmalı varsayımlar nedeniyle fiyat baskılarındaki gevşemeyi olduğundan fazla yansıtmıyor olabilir. Buna rağmen, ABD Merkez Bankası (Fed) tarifelerin enflasyon üzerindeki etkisinin büyük ölçüde sona erdiğini düşünüyor. ING'ye göre yavaşlayan ücret artışları, düşen kira fiyatları ve enerji maliyetlerindeki gerileme, enflasyonun %2 hedefine doğru ilerlediğini gösteriyor ve Fed'e 2026'da iki kez daha politika faizini indirme alanı sağlıyor. Euro Bölgesi'nde 2025'in dördüncü çeyreğindeki büyümenin üçüncü çeyreğe kıyasla daha zayıf olması beklenirken, ING bu yıl kademeli olarak hızlanan bir büyüme öngörüyor ve yıllık ortalama GSYH artışını %1.2 olarak tahmin ediyor. Enerji fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle enflasyonun gerilemesi bekleniyor. Ayrıca, hizmet fiyatlarındaki daha yapışkan enflasyonun bile, Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin ücret göstergelerinin işaret ettiği belirgin yavaşlama sayesinde, zamanla ılımlı hale geleceği öngörülmüyor. ING, 2026 için enflasyon tahminini %1.9 seviyesinde koruyor. ECB hem büyüme hem de enflasyon görünümünü yukarı yönlü revize ederken, faizlerin bu yıl mevcut %2 seviyesinde tutulacağına dair beklenti daha da güçlenmiş durumda. Yurtiçinde ise; 2026 Para Politikası Metni'ne göre MB, bu yıl Açık Piyasa İşlemleri portföyünü nominal 450 mlyr TL'ye çıkararak %72 artırmayı hedefliyor. Bu genişleme, getiri eğrisini bozmadan zamana yayılacak. Portföy alımlarıyla sağlanacak likidite, net parasal sıkılığı korumak amacıyla sterilize edilecek. Makro-ihiyati politika çerçevesinde, MB 2026'da TL mevduatları önceliklendiren ve dış finansmanda uzun vadeli vade yapısını koruyan mevcut politika çerçevesini sürdüreceğini açıkladı. Bu durum, bankaların yükümlülük tarafına ilişkin gerekliliklerde şu aşamada bir revizyon olmadığını gösteriyor. Krediler için ise, kredi büyüme limitlerinin yıl boyunca gerektiğinde değiştirilebileceğini belirterek, kredi büyümesine yönelik üst sınır uygulamasının süreceği sinyalini verdi. Politika belgesinde ayrıca şu noktalar da dikkat çekiyor: i) Para Politikası Kurulu toplantı sayısı sekiz olarak korunurken, 2027'nin ilk dört toplantısının tarihleri şimdiden açıklandı ii) Mevcut kur rejimi 2026'da da sürdürülecek; bu durum, TL'nin kademeli reel değerlenmesinin devam edebileceğine işaret ediyor iii) Uluslararası rezervlerin öneminin altını çizen MB, rezerv biriktirme stratejisini uygulamayı sürdürecektir. Rezervlere bakıldığında; Kasım ve Aralık aylarında MB piyasadaki döviz alımları gerçekleştirilerek hem brüt hem net rezervlerini destekledi. Ancak Aralık ayının son günlerinde MB'nin döviz satışları ve altın fiyatlarındaki düşüş nedeniyle rezervlerde düşüş gözlemlendi; brüt rezervler 189.1 mlyr dolara, net rezerv pozisyonu ise 62.3 mlyr dolara geldi. Enflasyon tarafında; Aralık ayında gıda dışı fiyatlarla beklenenden düşük gelen veriyeye rağmen, gıda fiyatlarındaki baskılar ve hizmet enflasyonunda belirgin bir iyileşme gerektiren fiyatlamaya davranışları ile enflasyon beklentilerindeki zorluklar 2025 genelinde düşüş eğiliminin beklentilerin altında kalmasında belirleyici oldu. 2026 yılı için enflasyon beklentimiz %22 seviyesinde bulunuyor, ancak risklerin belirgin şekilde yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz. Aralık verisi, MB'nin bu ay 150 baz puanlık bir faiz indirimi yapmasını beraberinde getirebilir; ancak devam eden enflasyon riskleri Banka'yı daha temkinli davranmaya yöneltebilir. Önümüzdeki dönemde MB'nin davranışını, enflasyon beklentileriyle birlikte dolarizasyon ve rezervlere ilişkin değerlendirmeler belirleyecektir.

## 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](mailto:arastirma@ingbank.com.tr)

### LÜTFEN ÖNEMLİ AÇIKLAMALAR İÇİN SON SAYFAYA BAKINIZ.

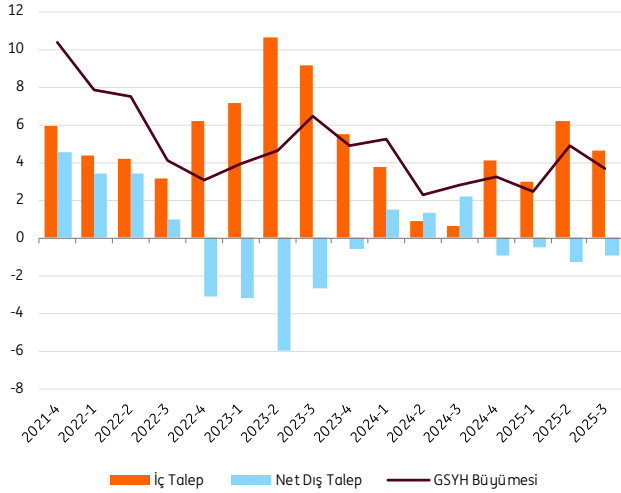
Rapor Tarihi: 9 Ocak 2026

## Gelecek bir aylık dönemde yayınlanacak veriler

- 13 Ocak: Kasım ödemeler dengesi
- 15 Ocak: Aralık Merkezi Yönetim bütçe gerçekleşmeleri
- 16 Ocak: Piyasa katılımcıları anketi
- 22 Ocak: Para Politikası Kurulu toplantısı
- 22 Ocak: Tüketici güven endeksi
- 26 Ocak: Reel sektör güven endeksi
- 26 Ocak: Kapasite kullanım oranı
- 30 Ocak: Aralık hane halkı işgücü istatistikleri
- 30 Ocak: Aralık dış ticaret dengesi
- 2 Şubat: Ocak imalat PMI
- 3 Şubat: Ocak TÜFE, Yİ-ÜFE
- 10 Şubat: Aralık sanayi üretimi

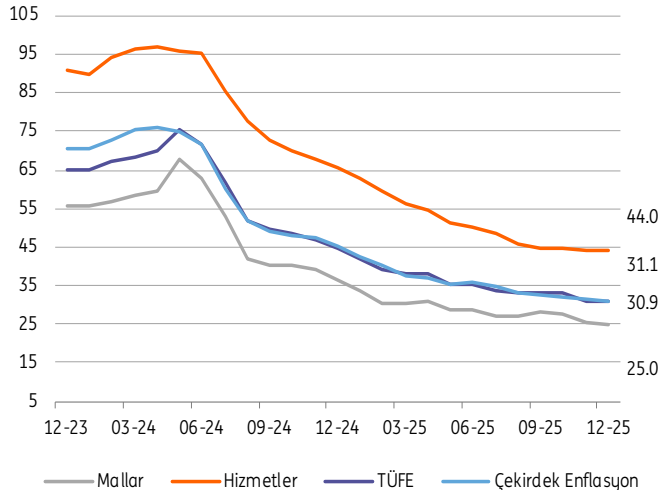
## Ekonomik Gelişmeler

### Harcama Yöntemi ile GSYH (Y/Y Büyüme)



Kaynak: TUIK, ING

### Enflasyon göstergelerinin seyri



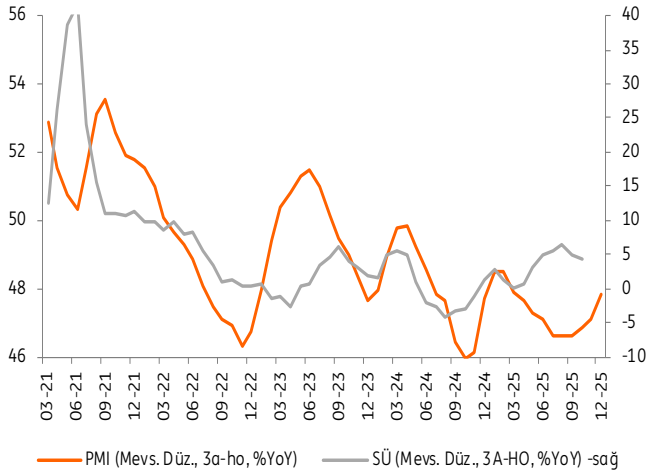
Kaynak: TUIK, ING

### İç talepte toparlanma sinyalleri

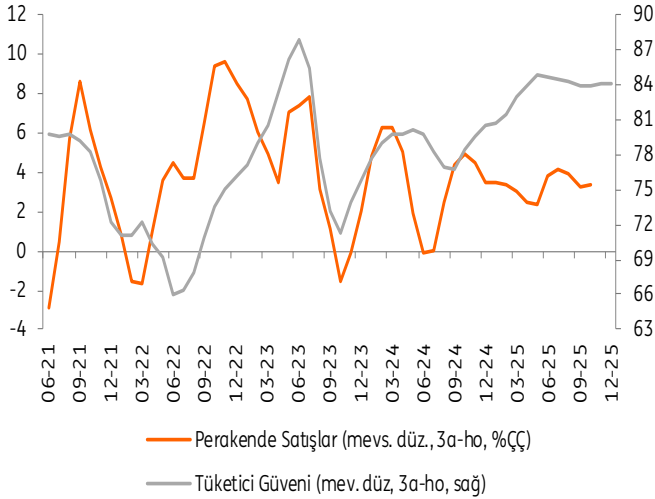
- Son veriler, yüksek enflasyon beklentilerinin, finansal koşullardaki gevşemenin ve altın fiyatları kaynaklı servet etkisinin, 4. çeyrekte iç talebi desteklemeye devam ettiğini gösteriyor. Bazı firmalar daha güçlü faaliyet bildirdiği Aralık PMI rakamları müşteri talebinde iyileşme sinyalleri verirken, reel sektör, perakende ve hizmetler alanındaki güven endeksleri, çeyrek boyunca talep koşullarında toparlanmaya işaret ediyor.
- Arz tarafında ise üretimde iyileşme emareleri görülmekle birlikte, hız sınırlı kalıyor. Kapasite kullanım oranı kademeli olarak artış gösterse de dördüncü çeyrek ortalaması imalat sanayinde hâlâ %75 eşiğinin altında bulunuyor. Öte yandan, son aylarda kademeli yükselişe rağmen PMI, Mart 2024'ten bu yana daralma bölgesinde kalmayı sürdürüyor. Ekim'de zayıf kalan sanayi, hizmet ve inşaat sektörlerindeki üretim artışı da bu değerlendirmeleri destekliyor.

### Enflasyon MB'nin tahmin bandının altında

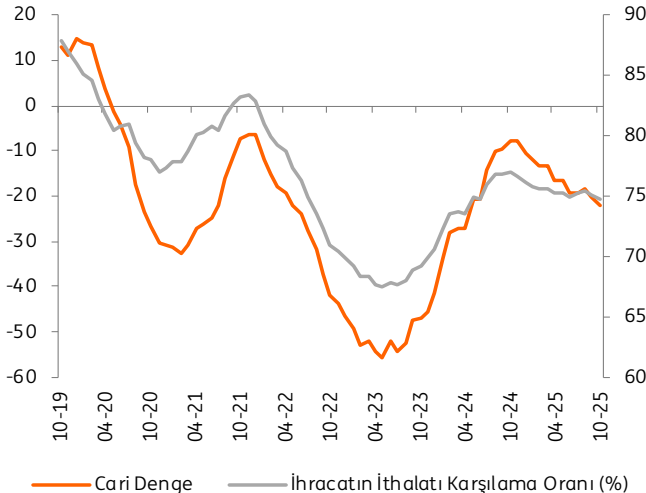
- Aylık enflasyon %0.9 ile hem piyasa beklentisi olan %1,0'ın hafif altında kaldı. Böylece yıllık enflasyon, MB'nin son enflasyon raporundaki %31-33 tahmin aralığının altına, %30.9'a geriledi. Aralık 2024'te %1.0 artış gözlenirken 2003 bazlı endekste son beş yılın Aralık ayı ortalamasının %4.0 seviyesinde olması, baz etkisinin bu yıl olmadığını gösteriyordu.
- Çekirdek enflasyon (CPI-C) AA %0.6 artarken, YY %31.1'e indi. Bu düşüşte sınırlı nominal TL değer kaybı ve üretici maliyetlerini kontrol altında tutan Yİ-ÜFE'deki yavaş artış etkili oldu. Öte yandan, Aralık'ta Yİ-ÜFE %0.75 artarak sınırlı bir artışla YY %27.7'ye geldi. Veriler, geçen yıla kıyasla maliyet baskılarında belirgin bir zayıflamaya işaret ediyor. Bu durum kurdaki ılımlı seyirle desteklenirken, küresel emtia fiyatları ve özellikle petrol, mevcut jeopolitik ortamda önümüzdeki dönemde Yİ-ÜFE trendinin ana belirleyicisi olacaktır.

**Sanayi Üretimi (SÜ) & PMI**

Kaynak: TUIK, Markit, ING

**Perakende Satışlar & Tüketici Güveni**

Kaynak: TUIK, ING

**Cari dengenin gelişimi**

Kaynak: MB, ING

**Aralık PMI yılın zirvesinde**

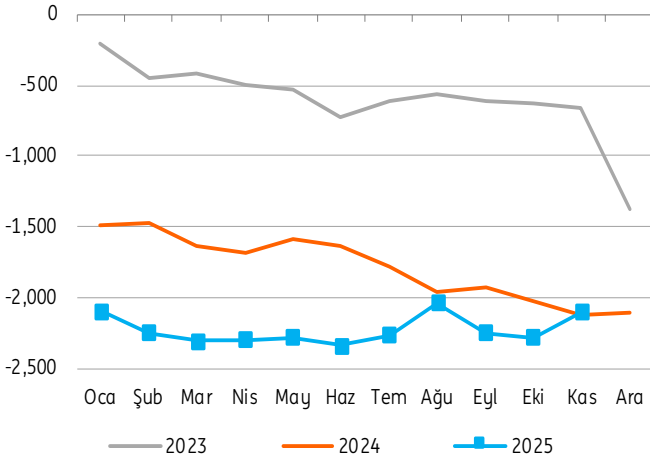
- İmalat sanayi PMI Aralık'ta toparlanma eğilimini sürdürerek Kasım'daki 48.0 seviyesinden 48.9'a yükseldi ve 2025'in en yüksek değerine ulaştı. Hâlâ daralma bölgesinde olsa da bu artış iş koşullarında iyileşmeye işaret ediyor. 3. çeyrekteki 46.6'ya kıyasla 4. çeyrekte ortalamının 47.80'ye gelmesi de bu görüşü destekliyor. Alt kırılımlarda ise, müşteri talebindeki iyileşme sayesinde üretim, yeni siparişler ve istihdam gibi temel göstergelerdeki yavaşlama daha sınırlı kaldı.
- İstanbul Sanayi Odası tarafından yayımlanan sektörel PMI verileri ise on sektörden beşinin PMI'sında artış olduğunu, bunlardan ikisinin 50 seviyesinin üzerine çıktığını gösterdi. Ancak kimya, metalik olmayan mineraller, makine ve metal ürünleri gibi bazı kritik sektörlerde PMI Aralık ayında geriledi. Bu durum, toparlanmanın henüz güçlü olmadığını ortaya koyuyor.

**Kasım'da işsizlik oranı %8.6 oldu**

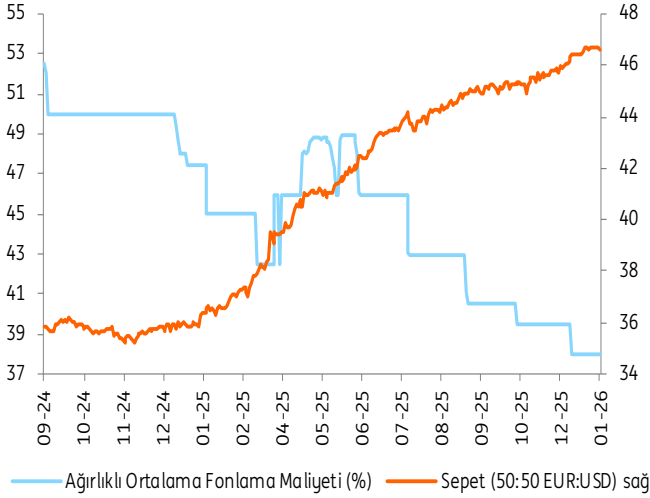
- Son dört aydır %8.5-8.6 bandında yatay seyreden işsizlik oranı Kasım'da %8.6 oldu. Ekim'e kıyasla istihdam 75 bin artarken, istihdam oranı %49.2'ye çıktı. İşgücü ise 128 bin kişi büyüyerek katılım oranını %53.8'e taşıdı. Geniş tanımlı işsizlik göstergeleri arasında yer alan ve zamana bağlı eksik istihdam, potansiyel işgücü ile işsizleri birlikte ele alan atıl işgücü oranı, aylık bazda %0.6 puan azalarak %29.1'e geldi. Öte yandan, Haziran'da %32.8 ile görülen tarihî zirve olan ardından, oran yıl başından bu yana %28'in üzerinde kalmayı sürdürdü.
- Özetle, Hanehalkı İşgücü Araştırması manşet işsizlik oranının düşük seyrini koruduğunu gösterirken, geniş tanımlı işsizlik göstergeleri daha zorlu bir görünüme işaret ediyor. Ayrıca, 2024 başından bu yana genelde yatay seyreden toplam istihdam Kasım ayında Şubat 2024 ile aynı seviyede bulunuyor.

**Cari açık Ekim'de kademeli artışını sürdürdü**

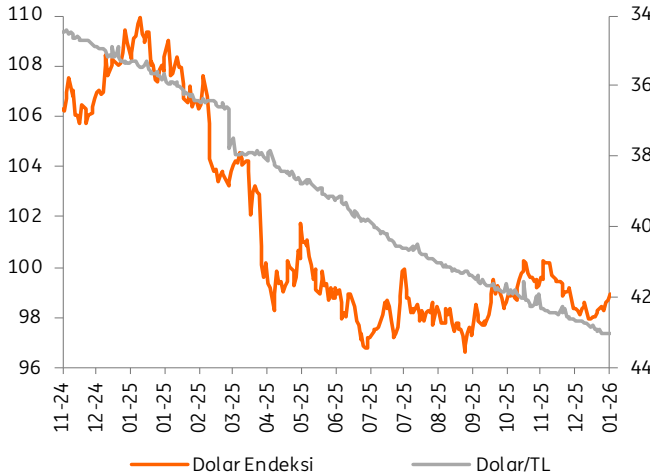
- Cari işlemler hesabı, piyasa beklentileriyle uyumlu şekilde, Ekim ayında 0.5 mlyr dolar fazla verdi. Ancak aylık verilere yakından bakıldığında, söz konusu fazlanın geçen yılın aynı ayına göre yaklaşık 1.8 mlyr dolar daraldığı gözlemlendi. Bu daralma, ağırlıklı olarak dış ticaret açığındaki bozulmadan kaynaklandı. Öte yandan, taşımacılık ve turizm gelirlerindeki artışın etkisiyle hizmet gelirlerinde yaşanan yükseliş, cari fazla üzerindeki olumsuz etkiyi sınırladı. Sonuç olarak, geçen yıl yükselme eğiliminde olan 12 aylık birikimli açık bu eğilimini sürdürerek, Kasım'da 22.0 mlyr dolara (GSYH'nin %1.6'sı) ulaştı.
- Sermaye hesabında ise, Eylül'deki çıkışların ardından, Ekim'de 1.1 mlyr dolarlık zayıf bir giriş gerçekleşti. Net hata ve noksan kaleminden kaynaklanan 3.2 mlyr dolar tutarındaki net çıkış ve cari fazla dikkate alındığında, resmi rezervler 1.6 mlyr 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

**Kasım'da 12 aylık bütçe açığı hedefe yakın**

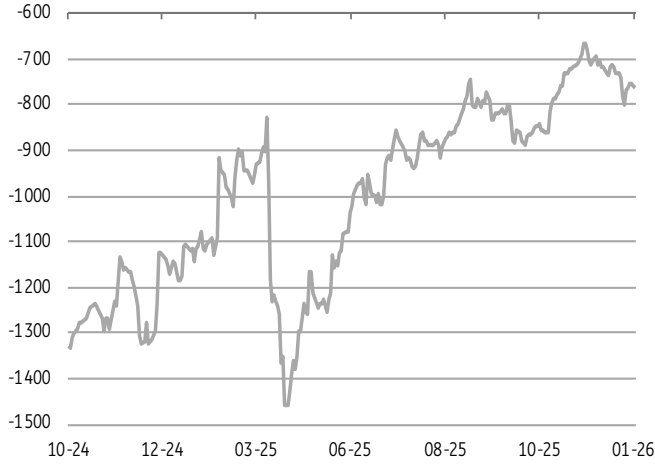
- Kasım'da bütçe, geçen yılın aynı ayında kaydedilen 16.6 milyar TL'lik açığa karşılık 169.5 milyar TL fazla verdi. Son 12 aylık bütçe açığının GSYH'ye oranı %3.5 seviyesinde gerçekleşti (2025 için hedef %3.6), faiz dışı denge ise GSYH'nin %0.1'i kadar açık verdi. Öte yandan, tek seferlik gelirler hariç tutularak hesaplanan program tanımlı faiz dışı denge, son 12 ayda GSYH'nin %0.7'si kadar açık verildiğini gösterdi.
- Bütçe kırılımı incelendiğinde; gelirler YY %51.1 artarak 1.42 trilyon TL'ye ulaştı. Vergi tahsilatı YY %55.3 büyürken, bu artışın temel nedeni kurumlar vergisi gelirlerindeki %77.5'lik sıçrama oldu. Dolaylı vergilerde ise KDV ve ÖTV tahsilatındaki artış dikkat çekti. Bütçe giderleri Kasım'da YY %30.7 artarak 1.25 trilyon TL'ye geldi. Faiz dışı harcamalar, mal ve hizmet alımları ile cari transferlerdeki yavaşlama nedeniyle sınırlı kaldı.

**MB'den Aralık'ta 150 baz puanlık indirim**

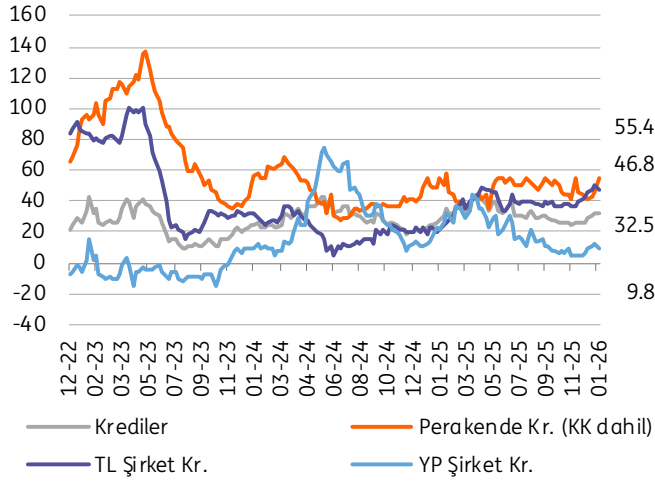
- MB, geçtiğimiz yılın son PPK toplantısında politika faizini 150 baz puan düşürerek %39.5'ten %38'e çekti. Toplantı öncesinde piyasa beklentileri 100 ile 150 baz puan arasında dengelenmişti. Öte yandan, gelecek faiz kararlarının veri odaklı ve toplantı bazlı olacağını bir kez daha tekrarlarken, kısa vadede faiz kararlarına dair güçlü bir işaret vermedi.
- Kasım'da manşet enflasyon, gıda fiyatlarındaki düşüş ve baz etkisinin katkısıyla beklenenden daha fazla gerilerken, MB'nin açıklamasında da belirttiği üzere manşet enflasyondaki ana eğilim ise sınırlı bir ölçüde yavaşladı. Ancak çekirdek ve hizmet enflasyonu göstergelerindeki ana eğilimde anlamlı bir iyileşme görülmedi. Yine de Kasım'da özellikle manşet enflasyondaki dikkate değer düşüş, Aralık ayında Kasım'a göre daha büyük bir faiz indirimi yapılmasında etkili faktörlerden biri olarak öne çıktı.

**Kur'da yavaş artış eğilimi sürüyor**

- Son beş ayda Dolar/TL kurunda ortalama aylık artış % 1.0 ile %1.5 arasında gerçekleşirken, 50:50 Dolar:Avro döviz sepetindeki hız da ortalama aylık %0.5 ile %1.5 aralığında dalgalandı. Bu durum, MB'nin Temmuz-Eylül dönemindeki olumsuz sürprizlerin ardından enflasyon cephesinde daha etkili olmak için TL'nin nominal değer kaybını yavaşlatma eğiliminin sürdüğünü ortaya koyuyor. TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi ise Aralık'ta 71.79 seviyesinden % 0.90 düşüşle 71.11'e geriledi ve TL'nin reel bazda sınırlı ölçüde değer kaybettiğini ortaya koydu.
- Öte yandan, altın fiyatlarına duyarlı olan altın rezervleri son dönemdeki oynaklığa rağmen 26 Aralık itibarıyla 116.9 milyar dolar olurken, döviz rezervleri 77.0 milyar dolar ile 2025'in tepe noktası olan Şubat'taki 100.7 milyar dolarlık düzeyin oldukça altında seyrediyor.

**2 ve 10 yıllık tahvil faiz farkı**

Kaynak: Refinitiv, ING

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

Kaynak: BDDK, ING

**Tahvil piyasasında olumlu hava korundu**

- Ekim sonundan itibaren genelde düşüş yönünde hareket eden tahvil faizlerindeki bu eğilim Aralık'ta da devam etti; ancak yeni yılın ilk haftasında sınırlı bir yükseliş kaydedildi. Bu çerçevede, 10Y ve 2Y tahvil faiz oranları Kasım kapanışına göre 230 baz puan ve 157 baz puan düşüşle (bileşik) %29.1 ve %36.7 seviyelerinden işlem görüyor.
- Yabancı yatırımcı akımlarına bakıldığında ise, Ekim ayının son haftasından bu yana toplam yabancı girişi 3.1 mlyr dolara ulaşırken, bunun 2.4 mlyr dolarının doğrudan alım şeklinde gerçekleştiği dikkat çekiyor. Bu eğilim, son enflasyonun rakamlarının beklentilerin altında kalması, enerji fiyatlarının istikrarlı seyri, MB'nin reel değerlenmeye odaklanması ve kademeli faiz indirim süreci gibi gelişmelerle yabancı iştahının bir miktar toparlandığını ortaya koyuyor.

**MB'nin 2026 Para Politikası Metni**

- MB, 2026'da APİ portföyünü mevcut 262 mlyr TL seviyesinden nominal 450 mlyr TL'ye çıkararak %72 oranında artırmayı hedefliyor. Ancak bu tutar, 2026'daki 5,042 mlyr TL'lik iç borç servisi (2,700 milyar TL'si anapara) ile karşılaştırıldığında oldukça sınırlı kalıyor. Bu genişleme, getiri eğrisini bozmadan zamana yayılacak. Portföy alımlarıyla sağlanacak likidite, net parasal sıkılığı korumak amacıyla mevduat ihaleleri ve swap işlemleri yoluyla sterilize edilecek.
- Makroihtiyati politika çerçevesinde, MB, kredi büyüme limitlerinin yıl boyunca revize edilmeye devam edeceğini belirterek, kredi büyümesine yönelik üst sınır uygulamasının devam edeceği sinyalini verdi. Banka ayrıca TL mevduatları önceliklendiren ve dış finansmanda uzun vadeli vade yapısını koruyan mevcut politika çerçevesini sürdüreceğini açıkladı.



| HAZİNE İÇ BORÇLANMA SENETLERİ İHALELERİ |             |              |             |                   |            |                      |                           |                        |             |          |          |           |
|-----------------------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------------|------------|----------------------|---------------------------|------------------------|-------------|----------|----------|-----------|
| 2024                                    |             |              |             |                   |            | Toplam Satış Miktarı |                           |                        |             |          |          | 2,205     |
|                                         |             |              |             |                   |            | Piyasa Çevrim Oranı  |                           |                        |             |          |          | 131.6%    |
|                                         |             | İHRAÇ TARİHİ | VADE TARİHİ | İHALE-TALEP/SATIŞ | FAİZ ORANI |                      | SATIŞ MİKTARI (TRYmilyon) |                        |             |          |          |           |
|                                         |             |              |             |                   | BASİT      | BİLEŞİK              | PİYASA                    |                        | KAMU KURUM. |          | TOPLAM   |           |
|                                         |             |              |             |                   |            |                      | NOM                       | NET                    | NOM         | NET      | NOM      | NET       |
| 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   |
| Aralık                                  | BONO        | 10.12.2025   | 17.06.2026  | 2.75              | 36.53      | 39.72                | 57,539.7                  | 48,366.0               | 2,498.3     | 2,100.0  | 60,038.0 | 50,466.0  |
|                                         | SABİT KUPON | 10.12.2025   | 13.10.2027  | 4.04              | 34.71      | 34.72                | 23,044.7                  | 24,890.6               | 12,406.3    | 13,400.0 | 35,450.9 | 38,290.6  |
|                                         | SABİT KUPON | 10.12.2025   | 02.10.2030  | 2.85              | 31.94      | 34.49                | 20,951.8                  | 23,098.1               | 4,544.5     | 5,010.0  | 25,496.3 | 28,108.1  |
|                                         | TUFEX       | 17.12.2025   | 11.09.2030  | 3.70              | 6.19       | 6.28                 | 1,537.4                   | 1,676.9                | 4,583.9     | 5,000.0  | 6,121.3  | 6,676.9   |
| 2025                                    |             |              |             |                   |            |                      |                           | Toplam Satış Miktarı** |             |          |          | 2,503,706 |

\* TÜFE'ye endeksli tahviller için reel faiz verilmiştir.

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

## İç borçlanma programı - Ocak 2026 ayı ihale takvimi

|                   |                                                                           |            |            |            |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|
| 12 ay (364 gün)   | Kuponsuz Devlet Tahvili (ilk ihraç)                                       | 05/01/2026 | 07/01/2026 | 06/01/2027 |
| 4 yıl (1456 gün)  | Değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)       | 05/01/2026 | 07/01/2026 | 02/01/2030 |
| 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 |
| 5 yıl (1820 gün)  | TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)    | 12/01/2026 | 14/01/2026 | 08/01/2031 |
| 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 |
| 1 yıl (364 gün)   | Altın Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (doğrudan satış)                 | 26/01/2026 | 28/01/2026 | 27/01/2027 |
| 1 yıl (364 gün)   | Altına Dayalı Kira Sertifikası - 6 ayda bir kira ödemeli (doğrudan satış) | 26/01/2026 | 28/01/2026 | 27/01/2027 |

## İç borçlanma programı - Şubat 2026 ayı ihale takvimi

|                   |                                                                             |            |            |            |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|
| 1 yıl (364 gün)   | ABD Doları cinsi Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (doğrudan satış) | 03/02/2026 | 04/02/2026 | 03/02/2027 |
| 1 yıl (364 gün)   | ABD Doları Kira Sertifikası - 6 ayda bir kira ödemeli (doğrudan satış)      | 03/02/2026 | 04/02/2026 | 03/02/2027 |
| 11 ay (329 gün)   | Hazine Bonosu (yeniden ihraç)                                               | 09/02/2026 | 11/02/2026 | 06/01/2027 |
| 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 |
| 4 yıl (1421 gün)  | Değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)     | 10/02/2026 | 11/02/2026 | 02/01/2030 |
| 2 yıl (602 gün)   | Sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)     | 16/02/2026 | 18/02/2026 | 13/10/2027 |
| 5 yıl (1785 gün)  | TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)  | 16/02/2026 | 18/02/2026 | 08/01/2031 |
| 2 yıl (728 gün)   | Altın Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (doğrudan satış)                   | 17/02/2026 | 18/02/2026 | 16/02/2028 |
| 2 yıl (728 gün)   | Altına Dayalı Kira Sertifikası - 6 ayda bir kira ödemeli (doğrudan satış)   | 17/02/2026 | 18/02/2026 | 16/02/2028 |
| 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 borçlanma programı - Mart 2026 ayı ihale takvimi

|                  |                                                                            |            |            |            |
|------------------|----------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|
| 4 yıl (1456 gün) | TÜFE'ye endeksli Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)     | 10/03/2026 | 11/03/2026 | 06/03/2030 |
| 6 yıl (2345 gün) | Değişken faizli Devlet Tahvili-6 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç)    | 10/03/2026 | 11/03/2026 | 11/08/2032 |
| 2 yıl (728 gün)  | Sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)        | 16/03/2026 | 18/03/2026 | 15/03/2028 |
| 4 yıl (1393 gün) | TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili - 3 ayda bir kupon ödemeli (yeniden ihraç) | 16/03/2026 | 18/03/2026 | 09/01/2030 |
| 2 yıl (728 gün)  | Altın Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (doğrudan satış)                  | 17/03/2026 | 18/03/2026 | 15/03/2028 |
| 2 yıl (728 gün)  | Altına Dayalı Kira Sertifikası - 6 ayda bir kira ödemeli (doğrudan satış)  | 17/03/2026 | 18/03/2026 | 15/03/2028 |
| 2 yıl (728 gün)  | Kira sertifikası - 6 ayda bir kira ödemeli (doğrudan satış)                | 17/03/2026 | 18/03/2026 | 15/03/2028 |
| 5 yıl (1820 gün) | Sabit kuponlu Devlet Tahvili - 6 ayda bir kupon ödemeli (ilk ihraç)        | 17/03/2026 | 18/03/2026 | 12/03/2031 |

| İç Borç Ödemelerinin Alıcılara Göre Dağılımı |                |                  |                |
|----------------------------------------------|----------------|------------------|----------------|
| Milyon TL                                    | Piyasa         | Kamu Kuruluşları | TOPLAM         |
| Ocak 2026 İç Borç Ödemeleri                  |                |                  |                |
| 02.01.2026                                   | 591            | 0                | 591            |
| 07.01.2026                                   | 47,347         | 4,189            | 51,536         |
| 14.01.2026                                   | 302,145        | 50,388           | 352,533        |
| 21.01.2026                                   | 38,190         | 672              | 38,862         |
| 26.01.2026                                   | 169,827        | 0                | 169,827        |
| <b>TOPLAM</b>                                | <b>558,100</b> | <b>55,249</b>    | <b>613,349</b> |
| Şubat 2026 İç Borç Ödemeleri                 |                |                  |                |
| 04.02.2026                                   | 51,776         | 0                | 51,776         |
| 11.02.2026                                   | 92,418         | 18,002           | 110,420        |
| 18.02.2026                                   | 442,814        | 26,168           | 468,982        |
| 20.02.2026                                   | 4,495          | 0                | 4,495          |
| 25.02.2026                                   | 705            | 181              | 886            |
| <b>TOPLAM</b>                                | <b>592,207</b> | <b>44,351</b>    | <b>636,558</b> |
| Mart 2026 İç Borç Ödemeleri                  |                |                  |                |
| 04.03.2026                                   | 8,186          | 1,527            | 9,713          |
| 11.03.2026                                   | 108,025        | 8,605            | 116,630        |
| 18.03.2026                                   | 238,333        | 11,882           | 250,215        |
| <b>TOPLAM</b>                                | <b>354,544</b> | <b>22,015</b>    | <b>376,558</b> |

**EK B:**

|                                             | 2017   | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|---------------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Ekonomik Aktivite</b>                    |        |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| 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    | 4.0    | 4.4    |
| Kamu tüketimi (% YY)                        | 4.8    | 8.1   | 4.6   | 2.8   | 4.2   | 4.5    | 2.3    | -0.8   | 1.0    | 0.9    | 1.5    |
| Yatırım (%YY)                               | 7.5    | 0.8   | -12.1 | 6.9   | 7.2   | 4.4    | 7.3    | 2.7    | 7.5    | 5.2    | 4.8    |
| Sanayi üretimi (%YY)                        | 9.0    | 1.3   | -0.5  | 1.6   | 17.5  | 4.4    | 1.6    | 0.3    | 3.8    | 3.5    | 3.9    |
| Nominal GSYH (TL milyar)                    | 3,152  | 3,806 | 4,402 | 5,142 | 7,434 | 15,326 | 27,091 | 44,587 | 62,019 | 78,060 | 95,018 |
| Nominal GSYH (EUR milyar)                   | 760    | 668   | 692   | 630   | 687   | 876    | 1033   | 1250   | 1373   | 1371   | 1407   |
| Nominal GSYH (US\$ milyar)                  | 870    | 802   | 778   | 729   | 824   | 1002   | 1174   | 1446   | 1561   | 1651   | 1722   |
| Kişi başına GSYH (US\$)                     | 10,696 | 9,792 | 9,213 | 8,693 | 9,598 | 10,810 | 13,107 | 15,768 | 18,121 | 22,697 | 27,497 |
| <b>Fiyatlar</b>                             |        |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| TÜFE (ortalama %YY)                         | 11.1   | 16.3  | 15.2  | 12.3  | 19.6  | 72.3   | 53.9   | 58.5   | 34.9   | 24.4   | 18.9   |
| TÜFE (yıl sonu %YY)                         | 11.9   | 20.3  | 11.8  | 14.6  | 36.1  | 64.3   | 64.8   | 44.4   | 30.9   | 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   | 23.1   | 18.1   |
| <b>Kamu Dengesi (GSYH %)</b>                |        |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| 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   | -0.3   | 0.0    | 0.2    |
| Toplam kamu borcu                           | 27.6   | 29.5  | 31.8  | 38.3  | 38.9  | 29.4   | 36.4   | 23.6   | 24.5   | 25.0   | 26.6   |
| <b>Dış Denge</b>                            |        |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| İhracat (US\$ milyar)                       | 169.2  | 178.9 | 182.2 | 168.4 | 224.7 | 253.4  | 251.0  | 257.5  | 271.4  | 284.7  | 299.2  |
| İthalat (US\$ milyar)                       | 227.8  | 219.7 | 199.0 | 206.3 | 254.0 | 342.9  | 337.3  | 313.4  | 341.0  | 358.6  | 376.1  |
| Dış ticaret dengesi (US\$ milyar)           | -58.6  | -40.8 | -16.8 | -37.9 | -29.3 | -89.6  | -86.3  | -56.0  | -69.6  | -74.0  | -76.9  |
| Dış ticaret dengesi (GSYH %)                | -6.7   | -5.1  | -2.2  | -5.2  | -3.6  | -8.9   | -7.3   | -3.9   | -4.5   | -4.5   | -4.5   |
| Cari denge (US\$ milyar)                    | -40.6  | -20.7 | 15.0  | -31.0 | -6.2  | -46.3  | -41.5  | -10.4  | -22.3  | -24.3  | -27.6  |
| Cari denge (GSYH %)                         | -4.7   | -2.6  | 1.9   | -4.2  | -0.8  | -4.6   | -3.5   | -0.7   | -1.4   | -1.5   | -1.6   |
| Net doğrudan yatırım (US\$ milyar)          | 11.1   | 13.0  | 9.5   | 7.5   | 12.7  | 13.8   | 10.7   | 11.7   | 14.5   | 15.7   | 18.3   |
| Net doğrudan yatırım (GSYH %)               | 1.3    | 1.6   | 1.2   | 1.0   | 1.5   | 1.4    | 0.9    | 0.8    | 0.9    | 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    | -0.5   | -0.5   | -0.5   |
| İhracat hacmi - miktar (%YY)                | 8      | 5     | 7     | -5    | 21    | 3      | 0      | 1      | 1      | 4      | 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   | 77.0   | 85.5   | 90.3   |
| İthalatı karşılama oranı (ay)               | 4.4    | 3.9   | 4.9   | 2.9   | 3.4   | 2.9    | 3.3    | 3.5    | 2.7    | 2.9    | 2.9    |
| <b>Borç Göstergeleri</b>                    |        |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Brüt dış borç stoku (US\$ milyar)           | 447    | 422   | 409   | 423   | 428   | 450    | 492    | 517    | 576    | 592    | 601    |
| Brüt dış borç stoku (GSYH %)                | 51     | 53    | 53    | 58    | 52    | 45     | 42     | 36     | 37     | 36     | 35     |
| Brüt dış borç stoku (İhracat %)             | 264    | 236   | 225   | 251   | 190   | 178    | 196    | 201    | 212    | 208    | 201    |
| Toplam dış borç servisi (US\$ milyar)       | 83.0   | 83.2  | 85.2  | 71.6  | 75.6  | 67.7   | 75.6   | 86.2   | 103.0  | 130.3  | 76.5   |
| Toplam dış borç servisi (GSYH %)            | 10     | 10    | 11    | 10    | 9     | 7      | 6      | 6      | 7      | 8      | 4      |
| Toplam dış borç servisi (İhracat %)         | 49     | 47    | 47    | 43    | 34    | 27     | 30     | 33     | 38     | 46     | 26     |
| <b>Faiz ve Kurlar</b>                       |        |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Merkez Bankası faizi (%) yıl sonu           | 8.00   | 24.00 | 12.00 | 17.00 | 14.00 | 9.00   | 42.50  | 47.50  | 38.00  | 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   | 26.9   | 22.7   |
| USD/TL yıl sonu                             | 3.79   | 5.29  | 5.95  | 7.43  | 13.32 | 18.69  | 29.48  | 35.34  | 42.94  | 51.00  | 59.00  |
| USD/TL ortalama                             | 3.64   | 4.85  | 5.67  | 7.09  | 9.20  | 16.68  | 24.22  | 33.07  | 39.85  | 47.47  | 55.37  |
| EUR/TL yıl sonu                             | 4.55   | 6.05  | 6.67  | 9.08  | 15.14 | 20.00  | 32.54  | 36.59  | 50.45  | 62.22  | 71.98  |
| EUR/TL ortalama                             | 4.15   | 5.70  | 6.36  | 8.16  | 10.82 | 17.49  | 26.22  | 35.66  | 45.17  | 56.94  | 67.56  |
| EUR/USD yıl sonu                            | 1.20   | 1.14  | 1.12  | 1.22  | 1.14  | 1.07   | 1.10   | 1.04   | 1.17   | 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 | <a href="mailto:muhammet.mercan@ingbank.com.tr">muhammet.mercan@ingbank.com.tr</a> |
| Ramazan Salık   | Yarı Zamanlı Çalışan | + 90 212 329 0752 | <a href="mailto:ramazan.salik@ingbank.com.tr">ramazan.salik@ingbank.com.tr</a>     |

### **AÇIKLAMA:**

Bu yayın, ING Bank A.Ş. Ekonomik Araştırmalar Grubu tarafından, herhangi bir kullanıcının yatırım amaçları, finansal durumu veya araçları göz önünde bulundurulmaksızın, sadece bilgilendirme amacıyla 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu yayında sunulan bilgilerin yayım tarihi itibarıyla yanlış/yanıltıcı olmamasına özen gösterilmiş olmasına karşın, ING Bank A.Ş. bilgilerin doğru ve tam olmasından sorumlu değildir. ING Bank A.Ş. 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.Ş.'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.Ş.), 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.Ş. Türkiye'de kurulmuş bir şirkettir (Ticaret Sicil No. 269682, İstanbul).