1. Genel Değerlendirme

Küresel enerji arzına ilişkin riskler ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı belirsizlikler sürmektedir. Eylül ve ekim aylarında ham petrol ve doğal gaz fiyatları belirgin olarak artmış, petrol fiyatlarına ilişkin tahminler de yukarı yönlü güncellenmiştir. Risk primindeki yükselişin yanı sıra navlun maliyetlerinin artması da bu gelişmede önemli rol oynamıştır. ABD seçimleri sonrası çatışmaların tekrar şiddetleneceği yönündeki beklentiler zayıflarken düşen risk primi de fiyatlara yansımıştır. Fiyatlardaki oynaklık sürerken risklerin her iki yönde de olduğu değerlendirilmektedir. Küresel büyüme, ABD/İsrail-İran arasındaki savaşın ilk aylarında öngörülenden daha dirençli bir görünüm sergilerken aşağı yönlü riskler canlılığını korumaktadır. Diğer taraftan, küresel enflasyon görünümündeki bozulmada enerji fiyatları belirleyici olmuş, çekirdek enflasyon ise daha yatay seyretmiştir. Enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere bağlı olarak küresel ölçekte para politikasının, geçtiğimiz Rapor dönemindeki öngörülere kıyasla daha sıkı olması beklenmektedir. Bununla birlikte, kasım ayında enerji fiyatlarında gözlenen kısmî gerilemenin ne ölçüde kalıcı olacağı veya devam edip etmeyeceği küresel enflasyon ve para politikası görünümü açısından önem taşımaktadır.

Jeopolitik gelişmeler ve küresel ekonomik görünüme ilişkin belirsizlikler finansal piyasalardaki oynaklıkları artırarak varlık fiyatlamalarını ve portföy hareketlerinin seyrini etkilemektedir. Türkiye CDS primi bir önceki Rapor dönemine kıyasla GOÜ risk primlerine benzer şekilde yükselmiştir. Rapor döneminde GOÜ'lerden portföy çıkışları sürerken Türkiye'ye yönelik portföy girişleri ivme kaybetmiş ve dönem sonuna doğru çıkışlar gözlenmiştir. Türk lirasının ima edilen oynaklığı kısa ve uzun vadelerde gerilemiştir. Altın fiyatları ve risk iştahındaki oynaklık rezervlere yansımaktadır. Dalgalı bir seyir izleyen TCMB brüt rezervleri bir önceki Rapor dönemine göre gerilemiştir. DİBS getirileri ise bu dönemde yatay bir seyir izlemiştir.

Mevcut Rapor döneminde toplam kredi büyümesindeki yavaşlama belirginleşmiştir. Kredi büyümesindeki gerilemede, para politikasındaki sıkı duruşa ilave olarak bir önceki Rapor döneminde alınan büyüme sınırlarının düşürülmesi ve istisna kapsamının daraltılması gibi makroihtiyati tedbirler ile bireysel kredi talebindeki zayıflama etkili olmuştur. Söz konusu dönemde, bireysel kredilerdeki yavaşlama hızlanırken TL ve yabancı para ticari kredi büyüme oranlarında sınırlı bir artış gözlenmiştir. Piyasa faizleri tarafında ise savaşın başladığı dönemde finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alınarak ara verilen 1 hafta vadeli repo ihalelerine, 24 Ağustos 2026 tarihinde tekrar başlanması neticesinde gecelik piyasa faizlerinin politika faizi seviyesine yakın gerçekleştiği görülmektedir. Ayrıca, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetindeki düşüşün de mevduat ve kredi faiz oranlarına yansıdığı gözlenmektedir.

2026 yılının ikinci çeyreğinde büyüme oranı yıllık bazda gerilemeye devam etmiş, iç talepteki zayıf seyir belirginleşmiştir. İkinci çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), yıllık bazda yüzde 2,3, çeyreklik bazda ise yüzde 1,1 oranında artmıştır. Özel tüketim ve toplam yatırımların yıllık büyümeye verdikleri pozitif katkı azalmaya devam etmiştir. Çeyreklik bazda ise özel tüketim harcamalarındaki düşüşün sürmesi tüketimdeki yavaşlamanın daha belirgin hale geldiğini göstermektedir. Bu dönemde toplam yatırımlar çeyreklik bazda yatay seyretmiştir. Mal ve hizmetlerin ihracatı artarken ithalatı gerilemiş, net ihracat çeyreklik büyümeye pozitif katkı sağlamıştır. Bu çerçevede, ikinci çeyreğe ait veriler iç talepteki zayıf seyrin belirginleştiğine işaret etmiştir.

2026 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin mevcut göstergeler, iç talepteki zayıf seyrin devam ettiğini ve yurt içi talep koşullarının dezenflasyon sürecine verdiği katkının sürdüğünü göstermektedir. Söz konusu dönemde, uzun dönem eğiliminin altında seyreden altın hariç perakende satışların büyümesi ikinci çeyrekteki gerilemesini sürdürmüştür. Otomobil satışları üçüncü çeyrekte de azalmaya devam etmiştir. Beyaz eşya satışları üçüncü çeyrekte yıllık bazda artmakla birlikte yılın ilk yarısında gösterdiği gerilemeyi telafi edememiştir. Aynı dönemde, kartla yapılan harcamalar yataya yakın seyretmiştir. Ekim ayına ilişkin veriler, kart harcamalarındaki ılımlı seyrin sürdüğüne işaret etmektedir. Tüketim harcamalarına ilişkin firma görüşmelerinden edinilen bulgular da yurt içi satışlardaki zayıf seyrin ekim ayında sürdüğünü göstermektedir. Üretim tarafında ise sanayi üretimi üçüncü çeyrekte azalmıştır. İktisadi Yönelim Anketi (İYA) ve PMI gibi anket bazlı göstergeler, ekim ayında sanayideki zayıf seyrin sürdüğünü ima etmektedir. Ağustos ayı itibarıyla yılın üçüncü çeyreğinde hizmet üretim endeksi artış göstermiştir. Aynı dönemde, inşaat üretim endeksi toparlanma kaydetmekle birlikte yılın ilk yarısındaki azalışını telafi edememiştir.

İşgücü piyasası manşet işsizlik oranının ima ettiğine kıyasla daha az sıkıdır. Mevsimsellikten arındırılmış aylık verilerin çeyreklik ortalamalarına göre istihdam yılın üçüncü çeyreğinde 62 bin kişi azalarak 32,4 milyon kişi düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı çeyreklik

bazda 0,1 puan artarak yüzde 8,1 olurken işgücüne katılım oranı 0,2 puan azalışla yüzde 52,6 seviyesine gerilemiştir. Âtıl işgücü oranı ikinci çeyreğe kıyasla 1,1 puan artarak yüksek seviyesini korumuştur. 2026 yılının ikinci çeyreğinde kişi başı reel ücretlerdeki azalış ile verimlilik düzeyindeki artış çerçevesinde tarım dışı reel birim ücretler sınırlı şekilde azalmıştır.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış cari işlemler açığı üçüncü çeyrekte gerilemiştir. Ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığındaki azalış söz konusu gelişmede etkili olmuştur. Hizmetler dengesi fazlasındaki artış ve ikincil gelir dengesindeki iyileşme bu dönemde cari dengeye olumlu yönde katkı vermiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde, savaşın olumsuz etkilerine rağmen yurt dışı talep bir önceki çeyreğe göre ılımlı seyrini sürdürmüş, ihracat fiyatlarındaki artış eğilimi de devam etmiştir. Ayrıca söz konusu dönemde, altın ihracatı son on yıllık dönemdeki en yüksek aylık değerini almıştır. Böylelikle, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış ihracat gücünü korumuştur. İthalat ise üçüncü çeyrekte hem altın hem enerji ithalatındaki düşüş kaynaklı azalmıştır. Altın ve enerji hariç ithalatın gerilemesi de toplam ithalattaki azalışa katkı sağlamıştır. Mal grubu bazında bakıldığında, söz konusu dönemde ara malı ve yatırım malı ithalatı bir önceki çeyreğe göre azalırken tüketim malı ithalatı artmıştır. Geçici dış ticaret istatistikleri, ekim ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış olarak ihracatta gerilemeye, ithalatta ise enerji fiyatlarındaki yükseliş kaynaklı artışa işaret etmektedir. Bu dönemde dış ticaret açığı üçüncü çeyrek ortalamasının üzerinde bir görünüm sergilemiştir. Yakın dönemde jeopolitik gelişmelerin cari açık üzerindeki etkilerinin, büyük ölçüde enerji fiyatlarının seyrine bağlı olarak şekilleneceği değerlendirilmektedir. Ağustos ayı itibarıyla üçüncü çeyrekte mevsimsel etkilerle verilen cari fazla ve süregelen sermaye girişleri rezervlerde toparlanmaya katkı sağlamıştır. Bu dönemde doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve krediler kaynaklı net sermaye girişleri gözlenmiştir. Net hata noksan kalemi pozitif bakiye vermiş, resmi rezervler artarak yılın ilk yarısındaki azalışını kısmen de olsa telafi etmiştir. Diğer taraftan, eylül ayına ilişkin veriler hem hisse senedi hem de DİBS piyasasından çıkışların olduğuna işaret etmiştir.

Tüketici enflasyonu ekim ayında yüzde 29,8 ile bir önceki Rapor dönemi tahmininin sınırlı bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Yıllık enflasyon son üç ayda yaklaşık 2,0 puan gerilemiştir. Bu dönemde taze meyve ve sebze fiyatlarının da etkisiyle gıda grubunun yıllık tüketici enflasyonuna katkısı, 2,1 puan, hizmet grubunun ise 0,7 puan azalmıştır. Buna karşın, akaryakıt fiyatlarındaki yükseliş enerji grubunun katkısını 1,1 puan artırmıştır. Tüketim talebindeki zayıf görünüm ve Türk lirasındaki ılımlı seyir, arz yönlü baskılara rağmen temel mal enflasyonundaki artışı sınırlamıştır. Hizmet enflasyonunda da mevsimsel etkilerden arındırılmış eğilim son aylarda gerilemiştir. Diğer yandan, jeopolitik gelişmelerin etkisiyle yükselen enerji fiyatları, enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturan başlıca unsur olmuştur. Akaryakıt fiyatları, uluslararası petrol fiyatları ve rafineri marjlarındaki yükselişin yanı sıra eşel mobil sisteminden kademeli çıkışın etkisiyle artarken benzin fiyatlarında kademeli çıkışın yıl sonuna uzatılması daha olumsuz bir görünümün oluşmasını engellemiştir. F endeksi (yönetilen-yönlendirilen fiyatlar hariç TÜFE) yıllık enflasyonu yüzde 28,2 ile manşet enflasyonun 1,6 puan altında kalmıştır. Bu durum başta enerji kalemleri olmak üzere yönetilen-yönlendirilen fiyatların yıllık enflasyon üzerindeki artırıcı etkisinin sürdüğüne işaret etmiştir. Maliyet tarafında, küresel taşımacılık maliyetleri ve tarihsel ortalamaların üzerinde seyreden Küresel Arz Zinciri Baskı Endeksi öne çıkarken Türk lirasındaki istikrarlı seyir söz konusu baskıları sınırlamıştır. Üretici fiyatları yıllık enflasyonu ekim ayında yüzde 27,4 ile önceki Rapor dönemine yakın gerçekleşmiştir. Talep tarafında ise üçüncü çeyrek verileri, yurt içi nihai talepteki zayıf seyrin sürdüğüne işaret ederken arz şoklarının yurt içi fiyatlara sınırlı yansıması da talep koşullarının dezenflasyonist seyrini teyit etmektedir. Son aylarda enflasyonun ana eğilimindeki gerileme ve hizmet fiyatlarındaki ataletin azalması, dezenflasyon sürecinin yeniden ivme kazanmasını desteklemiştir. Sürecin kalıcılığı açısından fiyatlama davranışlarındaki iyileşmenin devam etmesi önem arz etmektedir. Öte yandan, enflasyon beklentilerinin yüksek seviyesi ve jeopolitik gerilimler neticesinde artan enerji fiyatlarının enflasyon görünümü üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü riskler sürmektedir.

Enflasyon ara hedefi 2026 yılı için yüzde 24 olarak korunurken; 2027 ve 2028 yılları için sırasıyla yüzde 21 ve yüzde 13,5 olarak belirlenmiştir. Bir önceki Rapor döneminden bu yana savaşın kalıcılığı yönünde artan beklentiler ve OVP (2027-2029)'de netleşen makroekonomik çerçeve doğrultusunda enflasyon ara hedeflerinde güncelleme ihtiyacı doğmuştur. TCMB, enflasyon gerçekleşmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini dikkate alarak ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği parasal sıkılığı sağlayacaktır.

Enflasyonun, 2026 yıl sonunda yüzde 29,5; 2027 yıl sonunda ise yüzde 21 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2028 yıl sonunda yüzde 13,5'e, 2029 yılında yüzde 9'a geriledikten sonra enflasyonun orta vadede enflasyon hedefi olan yüzde 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Tahminlerdeki güncellemede, savaş kaynaklı gelişmelerle Türk lirası cinsi ithalat fiyatları varsayımındaki artış belirleyici olmuştur. Savaşın seyrine ilişkin belirsizliklerin sürmesi ve enerji fiyatlarının bir önceki Rapor dönemine göre daha uzun süre yüksek kalacağı beklentisi 2027 ve 2028 yıllarına ilişkin enflasyon tahminlerini yukarı yönlü etkilemiştir. Gıda enflasyonu varsayımındaki güncelleme de tahmin patikasındaki yükselişe katkıda bulunmuştur. OVP (2027-2029)'de ortaya konulan makroekonomik çerçeve ve yönetilen-yönlendirilen fiyatlara ilişkin düzenlemeler tahminlere yansıtılmıştır. Bunlara ilaveten, enflasyon tahmin patikasının yukarı yönlü güncellenmesinde öne çıkan bir diğer unsur savaşın etkilerinin beklenenden kalıcı olması olmuştur. Bu durum enflasyon beklentilerinde geçtiğimiz Rapor döneminde öngörülen iyileşmeyi sınırlamıştır. Finansal koşullardaki sıkılığın korunmasıyla yurt içi talebin önümüzdeki dönemde zayıf seyrini sürdürmesi beklenmektedir. Çıktı açığı patikası bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı bir miktar yukarı yönlü güncellenmekle birlikte tahmin ufku boyunca dezenflasyonu destekleyici seviyelerde kalmaktadır.

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun fiyat istikrarı sağlanana kadar kararlılıkla sürdürüleceği ve ekonomi politikalarında eşgüdümün korunacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Mevcut Rapor döneminde, bir hafta vadeli repo ihalelerine ağustos ayında tekrar başlanmasıyla gecelik piyasa faiz oranları 300 baz puana yakın gerilemiştir. Enflasyonun ana eğilimindeki gerileme ve iç talepteki zayıf seyrin devam etmesi nedeniyle ekim ayında da bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı 100 baz puan indirilmiştir. Mevcut makroihtiyati politikalar parasal sıkılığı ve parasal aktarım mekanizmasını desteklemeye devam ederken, eylül ayında yurt içi finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler sonrasında alınan tedbirler makrofinansal istikrarın korunmasına yönelik olmuştur. Tahminler, ara hedefler gözetilerek para politikasının enflasyon görünümü odaklı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirlendiği bir çerçevede oluşturulmuştur. Arz şoklarıyla yükselen enflasyonun ana eğilimi son dönemde gerilerken sıkı parasal duruşun beklenti ve fiyatlama davranışlarındaki iyileşmeyi desteklemesiyle bu gerilemenin önümüzdeki dönemde sürmesi beklenmektedir. 2027-2029 dönemi OVP'de enflasyonla mücadelede para, maliye ve gelirler politikalarının güçlü eşgüdümünün sürdürüleceği, yönetilen-yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleriyle uyumunun artırılacağı ve geçmiş enflasyona endekslemenin azaltılacağı bir politika çerçevesi ortaya konulmuştur. Söz konusu çerçeve önümüzdeki dönemde dezenflasyonun destekleyicilerinden olacaktır. Bununla birlikte, önceki yılın kasım ve aralık aylarında sebze fiyatları kaynaklı enflasyonun düşük gerçekleşmesi nedeniyle, 2026 yılının kalanında baz etkilerinin yıllık enflasyonu yukarı yönlü etkilemesi beklenmektedir. Öte yandan, savaşın seyri ve jeopolitik gelişmelerin başta enerji olmak üzere uluslararası emtia fiyatları üzerindeki etkileri, 2027 yılı enflasyon görünümü açısından önemli bir belirsizlik unsuru olmaya devam etmektedir.

1.1 Para Politikası Kararları

TCMB, politika faizini eylül ayında sabit tutarken ekim ayında 100 baz puan indirmiştir. TCMB, eylül ayı toplantısında, aylık dalgalanmalara karşın, enflasyon gerçekleşmeleri ve öncü göstergelerin enflasyonun ana eğiliminin gerilediğine işaret ettiğini belirtmiştir. Buna ilaveten, iktisadi faaliyete ilişkin veriler ve arz şoklarının yurt içi fiyatlara yansımasının sınırlı kalmasının, iç talepteki zayıf seyri teyit ettiği değerlendirilmiştir. Bununla birlikte, jeopolitik gelişmeler neticesinde yüksek seyreden enerji fiyatlarının enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturduğuna dikkat çeken TCMB, eylül ayında politika faizini yüzde 37 seviyesinde sabit tutmuştur. Ekim ayı toplantısında ise son dönem enflasyon gerçekleşmeleri ve öncü göstergelerin ana eğilimdeki gerilemeyi teyit ettiğini ifade eden TCMB, politika faizinin 100 baz puan düşürülerek yüzde 37'den yüzde 36'ya indirilmesine karar vermiştir. Diğer taraftan, canlılığını koruyan jeopolitik gerilimler neticesinde yüksek seyreden enerji fiyatlarının enflasyon görünümü üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü risklerin sürdüğü vurgulanmıştır. TCMB, politika faizine ilişkin atılacak adımların; enflasyon gerçekleşmelerini, ana eğilimini ve beklentilerini göz önünde bulundurarak ara hedeflerle uyumlu biçimde dezenflasyonun gerektirdiği sıkılığı sağlayacak şekilde belirleneceğini tekrarlamıştır. Adımların büyüklüğünün ve zamanlamasının enflasyon görünümü odaklı, toplantı bazlı ve ihtiyatlı bir yaklaşımla belirleneceği ifade edilmiştir.

Eylül ayında bazı yatırım fonları kaynaklı olarak yurt içi finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde TCMB, makrofinansal istikrarı ve likidite yönetimini desteklemek amacıyla bazı tedbirler almıştır. Bu çerçevede, haftalık repo ihaleleri ile sağlanan fonlama miktarı artırılmış, TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasasında bankaların borç alabilme limitleri güncellenmiş, teminat

iskonto oranları azaltılmıştır. Bankalara döviz likiditesi yönetiminde esneklik sağlamak amacıyla 24 Eylül tarihinde swap kanalıyla TL fonlamasına tekrar başlanmış ve bu uygulama 6 Ekim tarihine kadar sürdürülmüştür. Ayrıca, Türk lirası zorunlu karşılıkların bloke tesis oranları düşürülerek bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlanmıştır. Firmaların likidite yönetimini kolaylaştırmak amacıyla özel sektör tahvillerinin itfasına yönelik krediler büyüme sınırından istisna edilmiştir. Sıkı para politikası duruşu ve destekleyici makroihtiyati politikaların katkısıyla, para piyasası ve benzeri fonlardan çıkışların ağırlıklı olarak TL mevduata yönelmesi sonucunda TL mevduat payındaki istikrarlı görünüm korunmaktadır.

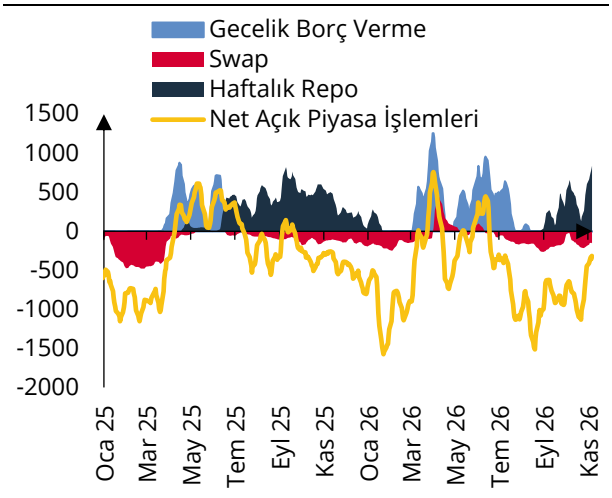
Kredi ve borçlanma piyasalarındaki gelişmeler dikkate alınarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla zorunlu karşılık uygulamasında ilave adımlar atılmıştır. Son dönemde kredi büyümesindeki ılımlı seyir ve artan aktif kalitesi riskleri göz önünde bulundurularak kredi büyüme sınırları (YP krediler hariç) artırılmıştır. Bankaların uzun vadeli finansman imkânlarını desteklemek ve piyasa mekanizmasının işlevselliğini artırmak amacıyla 1 yıldan uzun vadeli Türk lirası ve yabancı para yükümlülüklere faiz ve telafi ödemesine başlanmasına karar verilmiştir.

Piyasa işleyişini desteklemek amacıyla TLREF'e endeksli devlet tahvili alımları artırılmıştır. APİ portföyünde eylül ayında gerçekleşecek itfalar dikkate alınarak 20 Ağustos tarihinden itibaren doğrudan alım işlemlerine tekrar başlanmıştır. 17 Eylül tarihinden itibaren yatırım fonu portföylerinde yer almaları nedeniyle TLREF'e endeksli kıymetlerin likiditesinin desteklenmesi için bu kıymet türü için ek doğrudan alım ihaleleri düzenlenmeye başlanmıştır. 20 Ağustos-6 Kasım döneminde sabit kuponlu ve TLREF'e endeksli kıymetlerden toplam nominal 150,8 milyar TL tutarında doğrudan alım gerçekleştirilmiştir (Kutu 1.1).

Mevcut Rapor döneminde piyasadaki fazla likidite seviyesi dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu gelişmede, TCMB doğrudan alım ve döviz işlemleri, Hazine ve Maliye Bakanlığının (HMB) TL hesap bakiyesinin gelişimi ve bankaların TL cinsi zorunlu karşılık yönetimleri etkili olmuştur. Bu çerçevede, TCMB kaynaklı döviz işlemleri piyasadaki fazla likiditeyi azaltıcı yönde olurken TCMB doğrudan alım işlemleri ve TL cinsi zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemesi fazla likiditeyi artıran unsurlar olmuştur (Grafik 1.1.1).

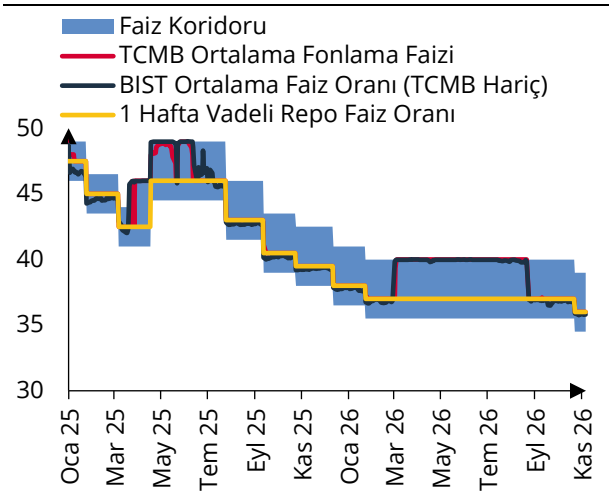
TCMB, 24 Ağustos tarihinde bir hafta vadeli repo ihalelerine tekrar başlamış ve bu tarihten itibaren fonlama ve sterilizasyon işlemleri TCMB politika faiz oranı üzerinden gerçekleştirilmiştir. TCMB, 1 Mart'ta ara verilen bir hafta vadeli repo ihalelerine, 24 Ağustos'ta yeniden başlamıştır. Söz konusu tarihten itibaren düzenlenen 1 hafta vadeli repo ihaleleri ile ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti TCMB politika faiz oranı seviyesinde oluşmaktadır. TCMB fonlaması ve sterilizasyon işlemlerinin TCMB politika faiz oranından gerçekleşmesi ile gecelik faiz oranları da politika faizine yakın düzeylerde seyretmiştir (Grafik 1.1.2). Fazla likiditenin sterilizasyonu ağırlıklı olarak gecelik vadedeki TL depo alım ihaleleri kanalıyla yapılmaktadır. Bu dönemde, sterilizasyon amacıyla ayrıca, bir hafta vadeli altın karşılığı ters swap ihaleleri düzenlenmeye devam edilmiştir. Bir hafta vadeli depo alım ihaleleri de fazla likiditenin sterilizasyonunda kullanılmaktadır.

Grafik 1.1.1: TCMB APİ ve Swap İşlemleri
(1 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar Türk Lirası)



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.2: TCMB Faizleri ve Kısa Vadeli Faizler (%)



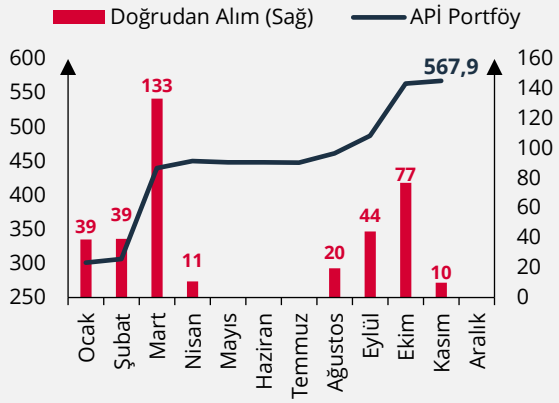
Kaynak: BİST, TCMB.

Kutu 1.1

Doğrudan Alım İhaleleri ve Tahvil Piyasaları

Bu kutuda 2026 yılında Açık Piyasa İşlemleri (APİ) kapsamında gerçekleştirilen doğrudan alım ihaleleri incelenmektedir. Yıl başında nominal 262,3 milyar TL seviyesinde bulunan APİ portföyü, 2026 yılında düzenlenen doğrudan alım ihaleleri ile birlikte 9 Kasım tarihi itibarıyla nominal 567,9 milyar TL seviyesine ulaşmıştır (Grafik 1).

Grafik 1: 2026 Yılı APİ Portföyü ve Doğrudan Alımlar (Nominal, Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2: APİ Portföyü TCMB Analitik Bilanço Aktif Büyüklüğüne Oranı* (%)



Kaynak: TCMB.
* Kesikli çizgi 2016 yılından bu yana ortalama seviyeyi göstermektedir.

TCMB likidite yönetiminin etkin olarak yapılabilmesi için APİ portföyünü operasyonel ihtiyaç çerçevesinde desteklemek amacıyla 2026 yılı başında doğrudan alımlara başlanmıştır. Bu kapsamda, ocak ve şubat aylarında kademeli olarak 78,3 milyar TL tutarında alım yapılmıştır. Ardından mart ayında, ABD/İsrail-İran Savaşı ile ortaya çıkan jeopolitik riskler sonrasında finansal piyasalardaki baskı artmış ve yüksek oynaklıklar gözlemlenmiştir. Bu nedenle, mart ayında tahvil piyasalarında artan oynaklığı sınırlamak ve piyasa koşullarını desteklemek üzere doğrudan alım ihaleleri yoğunlaştırılmıştır. Bu ihalelerle mart ve nisan aylarında toplam 144,1 milyar TL tutarında alım gerçekleşmiştir.

Böylece, yılın ilk dört aylık döneminde toplamda nominal 222,4 milyar TL tutarında doğrudan alım yapılmıştır. Söz konusu dönemde gerçekleştirilen alımların 137,4 milyar TL'si sabit kuponlu ve 85 milyar TL'si TLREF/TLREFK endeksli kıymetlerden oluşmuştur.

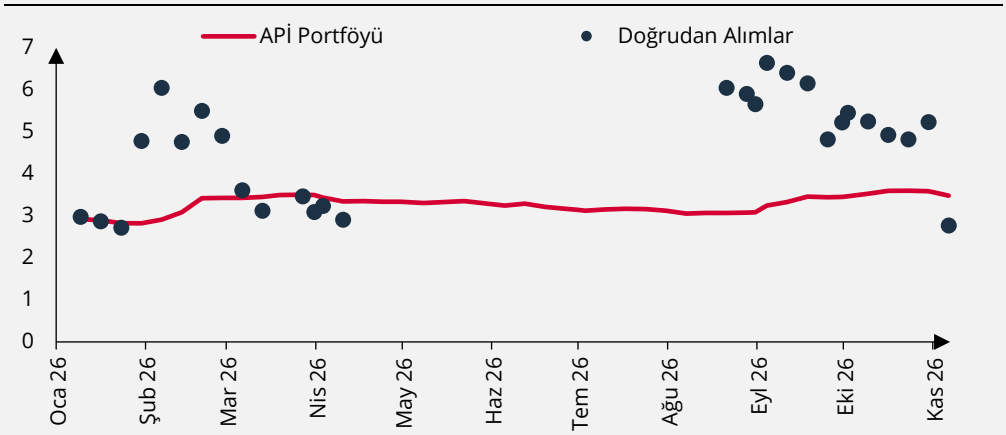
Yıl başında APİ portföyünün TCMB analitik bilançosu aktif büyüklüğüne oranı yüzde 2,4 iken gerçekleştirilen doğrudan alımlarla birlikte bu oran nisan ayında yüzde 4,4'e ulaşmıştır (Grafik 2). Takip eden dönemde ise ağustos ayına kadar ihalelere ara verilmiştir. Ara verilen dönemde portföyde gerçekleşen itfalar ve analitik bilançodaki büyüme ile birlikte ağustos ayında APİ portföyünün bilanço aktif büyüklüğüne oranı yüzde 3,6 düzeyine kadar gerilemiştir.

Doğrudan alım ihalelerine 20 Ağustos 2026'da tekrar başlanmıştır. Bu tarihten itibaren ihaleler piyasa yapıcı (PY) bankaların katılımına yönelik olarak düzenlenerek PY sistemi desteklenmiş ve finansal piyasaların etkinliğine katkı verilmiştir. Bu dönemde PY bankalardan nominal 103,8 milyar TL tutarında sabit kuponlu DİBS alınmıştır.

Eylül ayında finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler sonrasında Türk lirası likidite yönetimine ilişkin adımlar atılmış ve ek doğrudan alım ihaleleri düzenlenmiştir. Bu kapsamda 47 milyar TL tutarında TLREF endeksli DİBS alınmıştır.

2026 yılı içerisinde 132 milyar TL TLREF/TLREFK endeksli olmak üzere toplam 373,2 milyar TL tutarında kıymet APİ portföyüne dahil edilirken, portföyün TCMB analitik bilanço aktif büyüklüğüne oranı yüzde 4,6 düzeyine ulaşmıştır. Portföyün ortalama vadesi incelendiğinde ise 2026 yılı başında 2,9 yıl seviyesinde bulunan APİ portföyünün ortalama vadesinin yıl içerisinde gerçekleştirilen doğrudan alımlarla 3,6 yıla ulaştığı görülmektedir (Grafik 3).

Grafik 3: APİ Portföyü ve Doğrudan Alım İhaleleri Ortalama Vade* (Yıl, Ağırlıklı Ortalama)



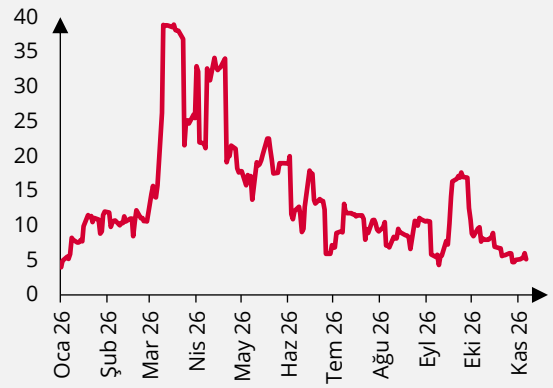
Kaynak: TCMB.
* İlgili haftada yapılan doğrudan alım ihaleleri ortalama vadesi gösterilmektedir.

Tahvil Piyasası Göstergeleri ve Doğrudan Alım İhaleleri

2026 yılı içerisinde küresel şoklar ve yurt içi gelişmeler dönemsel olarak tahvil piyasaları üzerinde etkili olmuştur. ABD/İsrail-İran Savaşı ile yurt içi tahvil piyasasında oynaklıklar yükselmiştir (Grafik 4). Bu dönemde, TLREF endeksli kıymetlerin temiz fiyatında ani hareketler görülmüş ve ortalama fiyat kıymetin nominal değerinin altına gerilemiştir (Grafik 5). Yıl içerisinde planlanan doğrudan alımlar mart ayında yoğunlaştırılarak önden yüklemeli gerçekleştirilmiş ve bu dönemdeki piyasa risklerinin sınırlandırılması hedeflenmiştir. APİ portföyünün doğrudan alım ihaleleriyle desteklenmesiyle tahvil piyasalarındaki oynaklıklar kademeli olarak gerilemiş ve TLREF kıymetlerinde teorik fiyatlamalara yakınsama izlenmiştir.

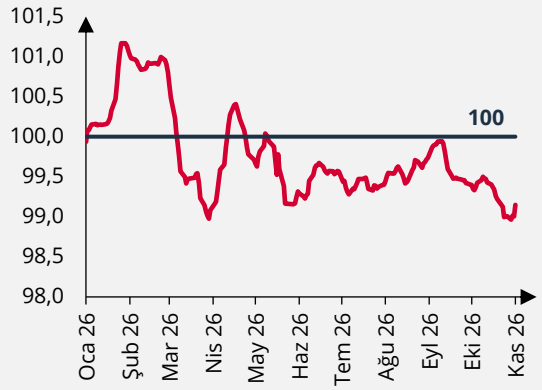
Eylül ayının ikinci yarısında fon piyasasında yaşanan gelişmeler sonrasında düzenlenen ek doğrudan alım ihaleleri ile söz konusu gelişmelerin tahvil piyasalarına yansımalarının sınırlandırılması hedeflenmiştir. Düzenlenen doğrudan alım ihalelerinin de etkisiyle tahvil piyasalarındaki oynaklıklar azalırken ve TLREF'e endeksli tahviller üzerindeki baskı hafifletilmiştir.

Grafik 4: 2 Yıl Vadeli Gösterge Tahvil Faizinin Oynaklık Seviyesi (%, 10 İşlem Günü)



Kaynak: BİST, Bloomberg, yazarların hesaplamaları.

Grafik 5: TLREF Endeksli DİBS Ortalama Temiz Fiyatı*



Kaynak: BİST, Bloomberg, yazarların hesaplamaları.
* TLREF endeksli ortalama fiyat borç stokuna göre ağırlıklandırılmıştır. 5 günlük hareketli ortalama gösterilmektedir.

2026 Para Politikası metninde, TCMB APİ portföy büyüklüğü ilave alım seçeneği saklı kalmak kaydıyla 2026 yılı için nominal 450 milyar TL olarak belirlenmişti. Bu çerçevede, piyasa koşulları ve analitik bilanço gerçekleşmeleri doğrultusunda operasyonel gereksinim çerçevesinde hedeflenen portföy büyüklüğü artmıştır. Sonuç olarak, gerçekleştirilen doğrudan alımlarda proaktif bir yaklaşım izlenerek, yıl içerisinde gerçekleştirilen alımlarla 9 Kasım 2026 itibarıyla APİ portföy büyüklüğü nominal 567,9 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Aralık ayında yayımlanması planlanan 2027 Para Politikası metninde APİ portföyüne ilişkin yol haritası kamuoyu ile paylaşılacaktır.