



ARALIK
2025



Öne Çıkanlar

Sarsıntılı Zeminde Dengede Kalan Küresel Görünüm

2025 yılı, ticaret savaşları ve jeopolitik risklere rağmen küresel büyüme ve enflasyon açısından beklenenden daha istikrarlı bir görünümle tamamlanıyor. ABD’de FED, Aralık ayında 25 baz puan, 2025 yılı boyunca toplam 75 baz puan faiz indirimiyle parasal gevşeme sürecine girerken istihdam ve enflasyondaki yavaşlama bu adımları destekledi. Euro Bölgesi’nde enflasyon hedefe yakın seyrederken büyüme zayıf ancak istikrarlı kaldı ve ECB faizleri sabit tuttu. Çin’de ise zayıf iç talep ve gayrimenkul krizi büyümeyi baskılamak, artan dış ticaret fazlası küresel dengesizlikleri derinleştirdi.

Kasım’da Enflasyonda Belirgin Yavaşlama, Hizmet Fiyatlarında Katılık Sürüyor

Kasım ayında tüketici enflasyonu %0,87 ile piyasa beklentilerinin belirgin şekilde altında gerçekleşmiş, yıllık TÜFE %31,07’ye gerileyerek dezenflasyon sürecinin ivmelendiğine işaret etmiştir. Bu görünümde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki sert düşüş ve enerji grubundaki dengelenme belirleyici olurken, konut ve ulaştırma başta olmak üzere hizmet enflasyonundaki katılık yukarı yönlü riskleri canlı tutmuştur. Üretici fiyatları aylık %0,84 artışla yılın en düşük artışını kaydetmekle birlikte yıllık ÜFE %27,23 seviyesinde gerçekleşerek Nisan ayında başlayan yükseliş trendini devam ettirmiştir. Çekirdek göstergelerde gözlenen gerileme ise enflasyonun ana eğiliminde kademeli bir iyileşmeye işaret etmektedir.

Ekonomide Momentum Korunuyor, Kompozisyon Kırılğan

Türkiye ekonomisi 3. çeyrekte %3,7 büyüyerek beklentilerin altında kalsa da güçlü ve dirençli bir görünüm sergiledi. Hizmet ve inşaat sektörleri büyümenin ana sürükleyicileri olurken, iç tüketim ve yatırımların yüksek katkısı dikkat çekti. Buna karşılık net ihracatın negatif katkısı ve tarım sektöründeki derinleşen daralma, büyüme kompozisyonundaki kırılğanlıkları öne çıkardı. Genel tablo, sıkı parasal koşullara rağmen iç talep ağırlıklı bir büyüme yapısının korunduğunu göstermektedir.

Kasım’da Gelir Destekli Toparlanma: Bütçe Dengesi Güçleniyor

Kasım ayında bütçe gelirlerindeki güçlü artış sayesinde merkezi bütçe 169 milyar TL fazla, faiz dışı denge ise 287 milyar TL fazla verdi. Vergi gelirleri, özellikle kurumlar ve gelir vergisindeki yüksek artışlarla bütçe performansını belirleyici biçimde destekledi. Faiz giderlerindeki yıllık düşüş, son aylarda bütçe dengesini olumlu etkilerken, yıl genelinde mali disiplin odaklı görünümün korunduğu bir tablo öne çıktı.

Hizmet Fazlası Yetmedi: Cari Dengede Baskı Devam Ediyor

Ekim ayında cari fazla 457 milyon dolara gerileyerek zayıflamayı sürdürdü; altın ve enerji hariç fazla 7,03 milyar dolar oldu. Cari dengedeki bozulmanın temelinde, dış ticaret açığının 5,96 milyar dolara yükselmesi ve özellikle

net altın ithalatındaki artış yer aldı. Hizmetler dengesi güçlü seyrini koruyarak 7,59 milyar dolar fazla verdi. Hisse ve tahvildeki net çıkışa rağmen mevduat kanalındaki girişler sayesinde finans hesabında 1,5 milyar dolarlık giriş oldu. Ancak net hata noksan kaleminde görülen 3,15 milyar dolarlık çıkış sonucunda TCMB rezervleri Ekim ayında 1,61 milyar dolar azaldı.

İşgücü Piyasasında Yatay Seyir, İstihdamda Kısmi Zayıflama

Ekim ayında manşet işsizlik oranı %8,5’e gerilerken, istihdam 185 bin kişi artarak toparlanma sinyali verdi. Ancak bu olumlu görünüm, atıl işgücü oranının %29,6’ya yükselmesi ve genç işsizlikteki artış ile gölgelendi. Çalışma sürelerindeki düşüş ve kadınlar ile gençler aleyhine kapanmayan farklar, istihdam artışında kısmi ve düşük yoğunluklu bir yapıya işaret etti. Genel görünüm, işgücü piyasasında niceliksel artışa karşın niteliksel kırılğanlıkların sürdüğünü ortaya koyuyor.

Reel Getiride Kısa ve Uzun Vadeli Farklılaşma

Kasım ayında en yüksek aylık reel getiri, hem TÜFE hem ÜFE ile indirildiğinde mevduat faizi tarafında gerçekleşirken, DİBS ve BIST 100 sınırlı da olsa reel pozitif bölgede kaldı. Külçe altın ve Euro aylık bazda reel kayıp yazsa da, yıllık perspektifte altın %40’ın üzerinde reel getiriyle yatırım araçları arasında açık ara öne çıktı. Döviz kurları TL karşısında yukarı yönlü seyrini sürdürse de, enflasyon karşısında getirileri zayıf kaldı.

Beklentiler

Küresel Ekonomi

Önümüzdeki dönemde küresel ekonomik görünümün, ılımlı büyüme ve kontrollü dezenflasyon ekseninde şekillenmesini bekliyoruz. ABD’de enflasyonun gerilemesi ve güçlü 3. çeyrek ekonomik büyümeye rağmen istihdam piyasasındaki zayıflama sinyalleri, FED’in 2026 başında parasal gevşeme patikasını sürdürmesine alan açabilir. Euro Bölgesi’nde enflasyonun hedefe yakın seyri ve zayıf büyüme görünümü, ECB’nin uzun süreli faiz sabitliği politikasını koruyacağına işaret etmektedir. Çin tarafında ise zayıf iç talep ve kapasite fazlasının büyüme kompozisyonunu dış talep lehine şekillendirmeye devam etmesi, küresel ticaret dengeleri ve fiyatlama davranışları açısından aşağı yönlü baskı unsuru olmaya devam edebilir. Genel çerçevede, jeopolitik risklerin ve ticaret politikalarındaki belirsizliklerin küresel görünüm üzerindeki kırılğanlıkları canlı tuttuğunu değerlendiriyoruz.

Enflasyon

Kasım verisiyle birlikte manşet ve çekirdek göstergelerde gözlenen eş zamanlı yavaşlama, dezenflasyon sürecinin ana eğilim açısından korunduğuna işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde gıda ve enerji kaynaklı oynaklığın aylık enflasyon görünümünde belirleyici olmaya devam etmesi; buna karşın konut ve hizmet gruplarındaki fiyat katılığının düşüş hızını sınırlaması beklenebilir. Üretici fiyat enflasyonundaki artışın devam ediyor olması dezenflasyon

sürecinde kırılganlıklara işaret etmektedir. Bu çerçevede, mevcut para politikası duruşu ve baz etkileriyle birlikte yıl sonu enflasyonunun %31 olarak gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Büyüme

Yılın kalanında ekonomik aktivitenin hizmetler ve iç tüketim öncülüğünde dirençli seyrini sürdürmesini bekliyoruz. İnşaat sektöründeki ivme ve yatırımlarda görülen toparlanma sinyalleri büyümeyi desteklerken, sanayi tarafında baz etkilerinin azalmasıyla daha dengeli bir görünüm öne çıkabilir. Buna karşılık tarım sektöründeki daralma ve sıkı parasal koşulların gecikmeli etkileri, büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. Bu çerçevede yıl sonu büyüme görünümüne ilişkin temkinli iyimser duruşumuzu koruyoruz.

Bütçe

Önümüzdeki dönemde vergi gelirlerindeki güçlü seyrin, özellikle kurumlar ve gelir vergisi kaynaklı katkıyla bütçe performansını desteklemeye devam etmesi beklenebilir. Faiz giderlerindeki gerileme eğilimi, enflasyondaki düşüş ve parasal koşullardaki kademeli gevşeme ile birlikte bütçe dengesi açısından olumlu bir zemin sunmaktadır. Deprem harcamalarının kademeli olarak azalması, harcama tarafındaki baskıyı sınırlayabilir. Bu çerçevede yıl sonu merkezi bütçe açığının OVP ile uyumlu şekilde 2,21 trilyon TL (GSYH'nin yaklaşık %3,6'sı) düzeyinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

Cari Denge ve Finansman

Altın fiyatlarında son dönemde gözlenen düzeltmenin, yerleşiklerin altın talebini sınırlayarak Ocak ayında açıklanacak olan Kasım verisinde net hata noksan kaynaklı baskıyı azaltacağını söyleyebiliriz. Enerji ve emtia fiyatlarının görece istikrarlı seyri, cari dengeyi destekleyici bir unsur olmaya devam edecektir. Buna karşılık hizmetler ve özel tüketimdeki güçlü görünüm ile parasal gevşemenin yılın son çeyreğinde sürmesi, dış ticaret açığı üzerinde genişletici etki yaratabilir. Bu çerçevede yıl sonu cari açığının GSYH'nin %1,3-1,4'ü (yaklaşık 20-22 milyar dolar) aralığında gerçekleşeceği yönündeki beklentimizi koruyoruz.

İşgücü Piyasaları

Önümüzdeki dönemde istihdam artışının hız kaybetmesi, yüksek faiz ortamı ve talep koşullarındaki kısmi normalleşmeyle birlikte daha sınırlı ve seçici bir görünüm sergilemesi beklenebilir. Atıl işgücü oranının yüksek seviyesi ve genç işsizlikteki artış, işgücü piyasasında kırılganlıkların kısa vadede devam edebileceğine işaret etmektedir. Çalışma sürelerindeki gerileme, istihdam artışının kısmi ve düşük yoğunluklu işler üzerinden ilerleyebileceğini düşündürürken; yılın kalanında işgücüne katılım ve istihdam arasındaki dengenin yakından izlenmesi gerektiğini değerlendiriyoruz.

Piyasa Görünümü

Önümüzdeki dönemde finansal piyasalarda seçici ve dalgalı bir reel getiri görünümünün sürmesini bekliyoruz. Parasal sıkılığın devamı, döviz ve hisse senedi tarafında reel performansı sınırlayıcı bir unsur olmaya devam edebilir. Enerji fiyatlarındaki ılımlı ve dengeli seyir makro görünümü desteklerken konut piyasasında nominal fiyat artışlarının reel olarak zayıf kaldığı dengelenme sürecinin korunmasını bekliyoruz.

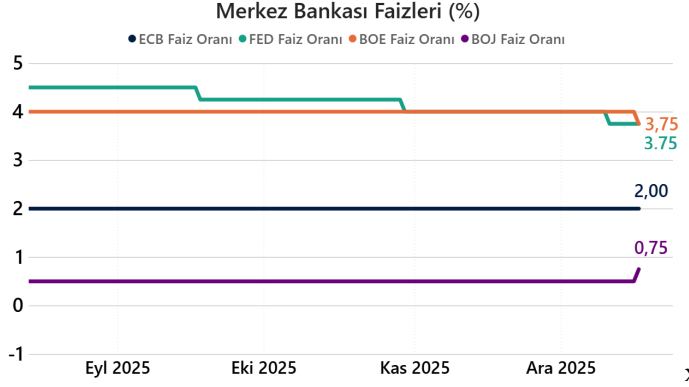
Dünya Ekonomisi

Aralık ayının sona ermesiyle birlikte, oldukça hareketli geçen 2025 yılını geride bırakıyoruz. IMF'nin yıl sonu için %3,2 küresel büyüme öngördüğü mevcut çerçevede 2025 yılı; ticaret savaşları, jeopolitik gerilimler ve popülist politikaların yükselişi gibi belirsizlik unsurlarına rağmen büyüme ve enflasyon gibi temel makroekonomik göstergeler açısından beklenenden daha istikrarlı bir görünüm sergilemiştir. Petrol ve enerji piyasalarında OPEC dışı ülkelere gelen arz fazlası ve Rusya-Ukrayna savaşında müzakerelerin başlamasıyla birlikte enerji fiyatları yılın son aylarında düşüş eğilimini sürdürmüştür. ABD'nin Venezuela'ya petrol ambargosu uygulama olasılığı, enerji fiyatlarında yukarı yönlü riskleri yeniden gündeme getirmiş olsa da mevcut görünüm genel itibarıyla istikrarlı kalmaya devam etmektedir. Öte yandan, ABD ile Çin arasındaki gümrük vergileri ve nadir toprak elementlerine ilişkin anlaşmazlıklar, en azından şimdilik askıya alınmış görünmektedir.

ABD ekonomisi 3. çeyrekte piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde %4,3 büyüdü. Buna karşılık; FED, Ekim ve Kasım istihdam verilerinin yavaşlama sinyalleri vermesi üzerine Aralık ayındaki son toplantısında politika faizini 25 baz puan indirerek %3,50-3,75 aralığına çekti. Böylece yıl boyunca Eylül ayına kadar politika faizini %4,25-4,50 aralığında sabit tuttukten sonra son 3 toplantıda yirmi beşer baz puan olmak üzere toplam 75 puanlık bir indirimle seneyi kapattı. Öte yandan ABD Hükümetinin 43 gün boyunca kapalı kalması sebebiyle Ekim ayına yönelik istihdam verileri bu ay gecikmeli olarak açıklandı. İstatistik kurumunun 16 Aralık'ta yayımladığı verilere göre tarım dışı istihdam Ekim'de 105 bin azalırken Kasım'da 64 bin artmıştır. Ekim ayındaki istihdam azalışı temelde hükümetin kapalı kalmasının sonucuyken Kasım ayı istihdamındaki toparlanma, beklentilerin altında kaldı. Ayrıca Ekim ayı enflasyon verisi hükümet kapanması sebebiyle açıklanmayacak. Kasım ayı enflasyonu ise piyasa beklentilerinin %0,4 altında gelerek %2,7 oldu. Enflasyonun düşüş eğilimine girmesi ve istihdam piyasasındaki endişe verici sinyaller, FED'in 2026 başında da parasal gevşeme patikasıyla ilerleme ihtimalini kuvvetlendirmektedir.

Avrupa tarafında ise Euro bölgesi enflasyonu, Mart ayından itibaren Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) hedef seviyesi olan %2 etrafında dalgalanmaya devam etmektedir. AB ekonomik büyümesi de sene boyunca %1,6-1,7 aralığında dalgalanarak ABD ve Çin'e kıyasla düşük kalsa da alarm verici düzeyin üzerinde seyretmiştir. Rusya-Ukrayna

savaşının akıbeti üzerindeki belirsizliğin devam etmesi bölgesel riskleri canlı tutmakla beraber küresel enerji fiyatlarının geri çekilmesi savaşın başlangıcında yaşanan maliyet şoklarını yumuşatmıştır. Güncel görünümün hedeflere yakın seyretmesi sayesinde eli rahatlatan ECB, Haziran ayından itibaren politika faizini sabit tutmuştur. Önümüzdeki yıl boyunca da mevcut pozisyonunu devam ettireceği beklenmektedir.



Çin tarafına baktığımızda ise ekonomik büyümenin 3. çeyrekte de yavaşlamaya devam ettiğini ancak hükümetin yıl sonu büyüme hedefi olan %5 seviyesinden fazla uzaklaşmadığını görmekteyiz. Pandemi döneminde zedelenen tüketici güveninin hâlâ zayıf kalması ve gayrimenkul krizinin çözülmemiş olması, Çin'de iç talebi baskılayarak büyümeyi negatif etkilemekte ve genel fiyat seviyesi üzerinde deflasyonist baskı oluşturmaktadır. Politika yapıcılar, bu negatif unsurları ikame etmek için sanayi politikalarını devreye almış ve bunun sonucunda Çin ekonomisinde ciddi bir kapasite ve arz fazlası ortaya çıkmıştır. Ortaya çıkan bu fazla, yükseltilen gümrük vergileri sebebiyle ABD'ye yönlendirilememiş, onun yerine diğer ülkelere kanallanmıştır. Bunun sonucunda Çin'in ABD ile olan ticaret fazlası azalırken dünyanın geri kalanıyla olan ticaret fazlası yükselmiştir. Yılın ilk 11 ayında Çin'in toplam ticaret fazlası 1 trilyon doları aşmıştır. Çin'in mevcut büyümesinin dış talebe bağımlı olması kırılganlığı artırırken dünyanın geri kalanına verdiği devasa ticaret fazlası küresel makroekonomik dengesizlikleri beslemektedir.

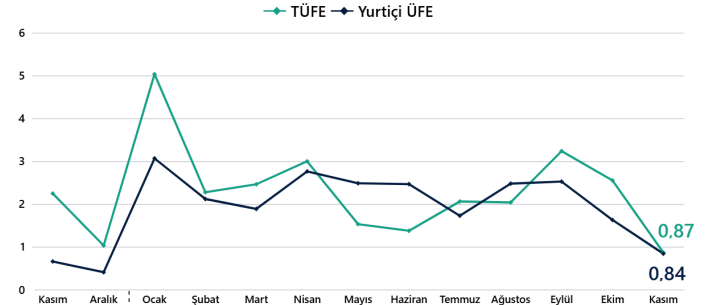
İngiltere ekonomisinde enflasyondaki gevşemeler ve büyümenin zayıflaması üzerine İngiltere Merkez Bankası (BOE) politika faizini 25 puan indirerek 3,75'e çekmiştir. Öte yandan diğer kalkınmış ekonomilerin aksine enflasyonda yükseliş trendi yaşayan Japonya'da ise Merkez Bankası faizini 25 baz puan artırarak 0,75'e çekmiştir.

Enflasyon

Kasım ayında tüketici fiyat endeksi, %1,31 düzeyinde olan piyasa beklentilerinin oldukça altında kalarak %0,87 artmış ve yıllık TÜFE artışı %31,07 seviyesine gerilemiştir. Mayıs 2023'ten beri en düşük aylık TÜFE'nin kaydedildiği bu ayda, özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki sert düşüş ve enerji grubundaki dengelenme belirleyici olmuştur. Böylece Ekim ayında yeniden başlayan enflasyondaki düşüş eğilimi,

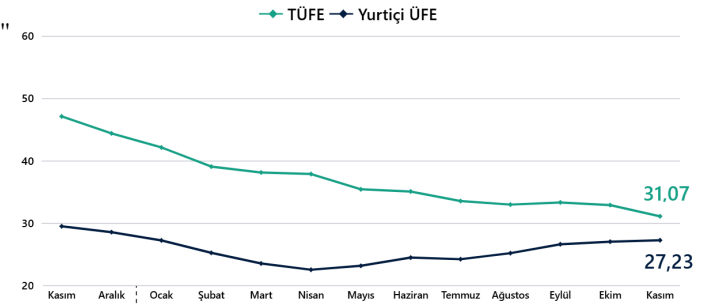
Kasım verisiyle ivme kazanarak devam etmiştir. Aynı dönemdeki üretici fiyat endeksi, (ÜFE) aylık %0,84 artmış ve yıllık bazda yükseliş trendini muhafaza ederek %27,23 olarak gerçekleşmiştir.

TÜFE ve Yurt İçi ÜFE (aylık değişim, %)



Kaynak: TÜİK

TÜFE ve Yurt İçi ÜFE (yıllık değişim, %)



Kaynak: TÜİK

TÜFE'deki kompozisyona baktığımızda gıda ve alkolsüz içecekler grubunda fiyatlar aylık %0,69 oranında gerileyerek manşet enflasyonu aşağı çeken temel faktör olmuştur. Başta taze meyve ve sebze olmak üzere işlenmemiş gıda kalemindeki düşüş, gıda grubunun gerilemesinde ana etken olmuştur. Buna karşın hizmet enflasyonundaki katılık sürmektedir. Konut grubu, aylık ve yıllık bazda sırasıyla %1,70 ve %49,92 artış göstererek TÜFE üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaya devam etmiştir. Ulaştırma grubunda ise aylık ve yıllık artışlar sırasıyla %1,78 ve %29,23 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Gıda ve enerji ürünlerinin hariç tutulduğu B ve C endekslerindeki artışlar manşet enflasyonun üzerinde gerçekleşmiştir.

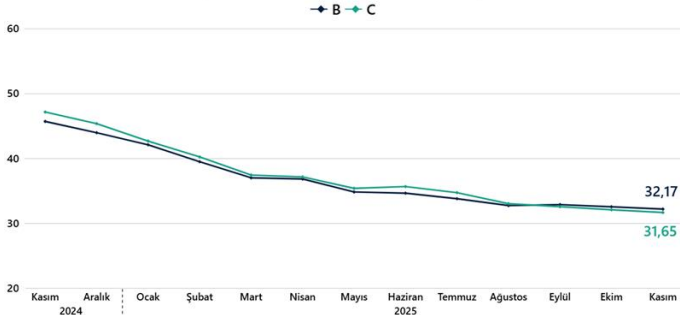
Üretici fiyat endeksi (ÜFE) aylık %0,84 artarken yıllık artış %27,23 seviyesinde gerçekleşmiştir. Enerji ve imalat gruplarında yıllık artış sırasıyla %27,40 ve %27,04 ile ÜFE artışına paralel seyir izlemiştir. Dayanıklı tüketim malları ise %33,17 artarak katılığını devam ettirmiştir. ÜFE'deki yıllık değişimin artış trendini muhafaza etmesi ve TÜFE ile arasındaki makasın daralması, dezenflasyon sürecindeki kırılganlıkları ön plana çıkarmaktadır. Çekirdek göstergelerden B endeksi ise yıllık %32,17'ye, C endeksi ise yıllık %31,65'e gerileyerek manşet enflasyonla uyumlu bir düşüş sergilemiş, bu durum ana eğilimdeki iyileşmeyi teyit etmiştir.

Kasım 2025	Aylık	Yılbaşından Beri	Yıllık
TÜFE	0,87	29,74	31,07
Gıda ve alkolsüz içecekler	-0,69	25,81	27,43
Alkollü içecekler ve tütün	2,41	30,72	30,69
Giyim ve ayakkabı	0,68	9,73	8,99
Konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar	1,70	47,40	49,92
Mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri	0,86	23,05	26,46
Sağlık	0,67	28,33	29,46
Ulaştırma	1,78	29,77	29,23
Haberleşme	0,54	15,67	17,78
Eğlence ve Kültür	3,32	24,06	25,86
Eğitim	0,29	66,06	66,17
Lokanta ve oteller	0,88	32,11	33,90
Çeşitli mal ve hizmetler	1,13	27,96	29,93
Çekirdek TÜFE: C endeksi	1,21	30,26	31,65
Yurtiçi ÜFE	0,84	26,72	27,23
Dayanıklı tüketim	1,08	31,31	33,17
Enerji	-0,48	31,84	27,40
İmalat	1,17	25,77	27,04

Kaynak: TÜİK

Önümüzdeki dönemde, gıda fiyatlarındaki oynaklığın ve konut kalemi başta olmak üzere hizmet grubundaki katılığın enflasyon üzerindeki belirleyiciliğini sürdürmesini bekliyoruz. Para politikasındaki sıkı duruşun talebi dengeleyici etkisi ve baz etkileriyle birlikte dezenflasyon sürecinin devam edeceği öngörülebilir. Bu çerçevede, Kasım ayındaki olumlu gerçekleşme ve küresel koşullar ışığında yıl sonu enflasyon tahminimizi ise %31 seviyesine güncelliyoruz.

Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (Yıllık Değişim, %)

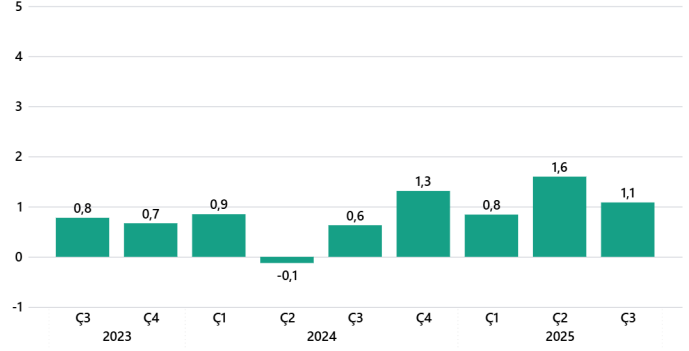


Kaynak: TÜİK

Büyüme

Türkiye ekonomisi üçüncü çeyrekte bir önceki senenin aynı çeyreğine göre %3,7 büyüyerek piyasa beklentisi olan %4,2'nin altında kalmasına rağmen mevcut parasal koşullar altında güçlü sayılabilecek bir performans göstermiştir. Ekonominin bir önceki çeyreğe göre mevsimsellikten arındırılmış büyümesi ise %1,1 olarak gerçekleşmiştir. Böylece yıllıklandırılmış nominal GSYH 1,54 trilyon dolar seviyesine yükselmiştir.

Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış GSYH (çeyreklik değişim, %)



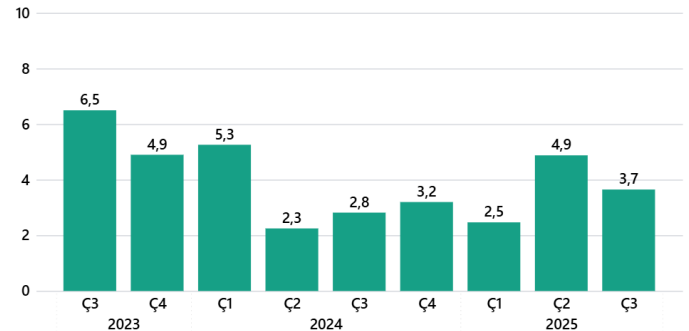
Kaynak: TÜİK

Büyümenin üretim yöntemine göre sektörel dağılımlarına baktığımızda sektörler arası keskin farklılıklar dikkat çekmektedir. Hizmet sektörünün yıllık bazda %6,3 büyüyerek ekonomik büyümenin temel motoru olmaya devam ettiğini görmekteyiz. Aynı şekilde inşaat sektörü de %13,9 büyüyerek geçtiğimiz 2 yıldır süren ivmesini muhafaza etmektedir. Sanayi sektörü ise %6,5 oranında büyümüştür ancak bu artış, geçen yılın aynı çeyreğinde yaşanan %2,2'lik daralma nedeniyle büyük ölçüde baz etkisinden kaynaklanmaktadır. Öte yandan tarım sektörü ülke genelinde görülen don olaylarının da etkisiyle %12,7 daralarak sene başından beri olan küçülme trendini artırarak devam ettirmiştir.

GSYH Büyümesi (Üretim Yöntemiyle)	Yıllık Değişim
Tarım, Ormancılık ve Balıkçılık	-12,7
Sanayi	6,5
sak: İmalat Sanayii	7,7
İnşaat	13,9
Hizmetler	6,3
Bilgi ve İletişim	10,1
Finans ve Sigorta Faaliyetleri	10,8
Gayrimenkul Faaliyetleri	4,2
Mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri	4,4
Kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri	2,1
Diğer hizmet faaliyetleri	7,1
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	3,7

Kaynak: TÜİK

GSYH (yıllık değişim, %)



Kaynak: TÜİK

Harcama yöntemine göre bakıldığında ise yerleşik hanehalkı tüketimi, %4,8 artmış ve büyümeye 2,53 puanlık katkı sağlayarak büyümenin temel unsuru olmaya devam etmiştir. Bu tablo sıkı parasal ortama rağmen iç tüketim talebinin canlılığını muhafaza ettiğini göstermektedir. Sermaye oluşumundaki %11,7'lik yükselişte, sanayideki toparlanma kaynaklı makine ve teçhizat kalemindeki %11,3'lük artış etkili olmuştur. Kamu harcamaları ise yataya yakın seyrederken enflasyonla mücadele kapsamında sürdürülen mali disiplinin etkilerini göz önüne sermektedir. İhracat %0,7 küçülürken ithalat %4,3 artmıştır. Dezenflasyon sürecinde TL'deki reel değerlenme ihracatı negatif etkilerken içerideki altın talebi ve sıkı parasal koşullara rağmen ekonomik canlılığın devam etmesi ithalatı artırmıştır.

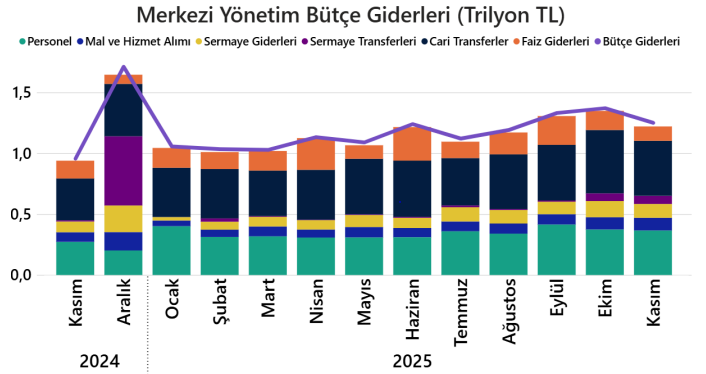
GSYH Büyümesi (Harcama Yöntemiyle)	Yıllık Değişim
İç Talep	
Tüketim	
Yerleşik hanehalklarının tüketimi	4,8
Devletin Nihai Tüketim Harcamaları	0,8
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	11,7
İnşaat	13,3
Makine ve teçhizat	11,3
Diğer aktifler	5,1
Dış Talep	
Mal ve Hizmet İhracatı	-0,7
Mal ve Hizmet İthalatı (-)	4,3
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	3,7

Kaynak: TÜİK

2025 yıl sonu Türkiye büyümesi için Moody's %3,2; IMF %3,5 ve OECD %3,6 büyüme öngörürken yurt içi piyasa beklentileri %3,5 ile %4 aralığında dalgalanmaktadır. Güncel OVP'de 2025 büyümesi hedefi %4'ten %3,3'e çekilmişti. Sıkı para politikasına rağmen hizmet sektörünün ve iç tüketimin dirençli yapısını sürdürmesi ve inşaat sektöründeki ivmeli büyümenin devam etmesi iyimser öngörülere zemin hazırlamaktadır. Sanayi sektöründe ve yatırımlarda toparlanma emarelerinin görülmeye başlaması da bu görüşü desteklemektedir. Aynı şekilde bölgesel jeopolitik gerilimlerin görece istikrara kavuşması ve enerji fiyatlarının yılın son çeyreğinde de yumuşama eğilimi göstermesi yıl sonu büyümesini olumlu etkileyecektir. Öte yandan tarım sektöründeki daralmanın hızlanarak devam etmesi ve kademeli faiz indirimine rağmen hâlâ sıkı olan parasal koşulların gecikmeli etkileri, risk faktörü olmaya devam etmektedir. Son tahlilde yıl sonu ekonomik büyüme için temkinli iyimser beklentimizi korumaktayız.

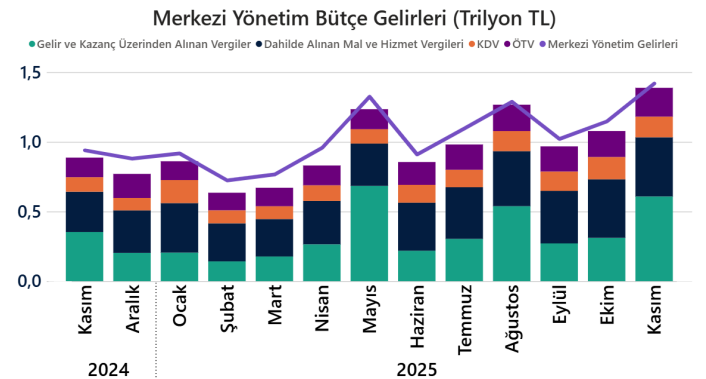
Bütçe

Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yayımlanan merkezi bütçe verileri, Kasım ayında genel görünümde özellikle de bütçe gelirlerinde önemli iyileşmelere işaret etmektedir. Kasım ayında bütçe giderleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %30,7 artarak 1.250 milyar TL olurken faiz dışı giderler %39,8 artarak 1.132 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Bütçe gelirleri ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %51,1 artarak 1.420 milyar TL oldu. Böylece Kasım ayı genel merkezi bütçe dengesi 169 milyar TL fazla verirken faiz dışı fazla 287 milyar TL oldu. Sene başından beri bütçe açığı 1.271 milyar TL'ye gerilerken faiz dışı fazla 667 milyar TL'ye yükseldi.



Giderler tarafında en büyük iki kalem olan cari transferler ve personel ödemeleri, bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla %31,6 ve %34,1 artarak enflasyona paralel bir yükseliş seyretti. Faiz giderleri ise önceki yıla göre %19,4 azalışla 118 milyar TL seviyesine geriledi. Böylece geçtiğimiz iki ayda faiz giderleri, bütçe giderlerinden daha düşük artış göstererek genel denge üzerinde pozitif etki gösterdi.

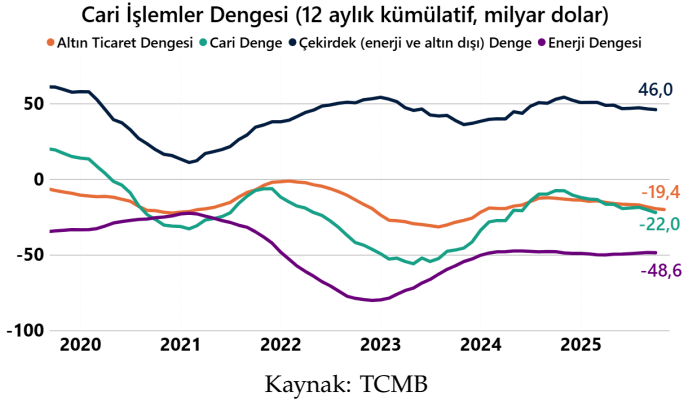
Gelirler tarafında ise ivmede artış görüldü. Vergi gelirleri %55,3 yükselerek genel gelirlerdeki artışın başlıca kaynağı oldu. Vergi gelirlerinin alt kalemlerine baktığımızda ise kurumlar ve gelir vergileri sırasıyla %77,5 ve %66,7 artarak güçlü performans gösterdi. Dolaylı vergilerden KDV ve ÖTV ise sırasıyla %37,4 ve %47,0 artarak gelirlerdeki büyümeyi destekledi.



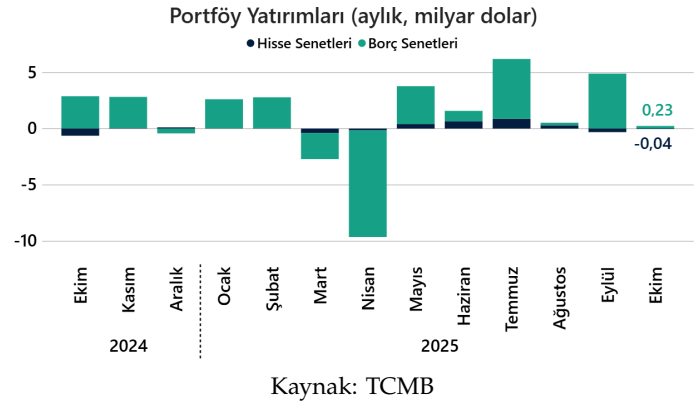
Merkezi bütçe görünümünde gider artışlarının kısmi kontrol altında tutulduğu ve gelir artışlarını hızlandırarak bütçe açığını kapatmanın amaçlandığı mali disiplin yapısının devam ettiği görülmektedir. Faiz giderleri tarafında ise enflasyondaki düşüşe paralel bir şekilde parasal koşullardaki gevşeme ve borçlanmanın verimli yönetimi önümüzdeki dönemde önem kazanacaktır. Yıl sonu bütçe açığının OVP hedefine paralel olarak 2,21 trilyon TL (GSYH'nin yaklaşık %3,6'sı) seviyelerinde gerçekleşeceği kanaatindeyiz.

Ödemeler Dengesi

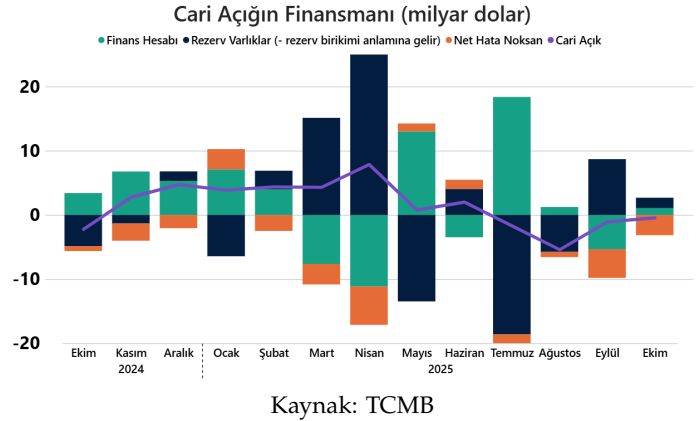
TCMB tarafından yayımlanan Ekim ayına yönelik ödemeler dengesi verileri, Ekim ayında cari denge görünümünde bozulmanın devam ettiğine işaret etmiştir. Aylık cari fazla bir önceki yılın aynı dönemine göre 1,77 milyar dolar azalarak 457 milyon dolara düşmüştür. Altın ve enerji dışı fazla ise %7 azalarak 7,03 milyar dolar olmuştur. Yıl başından beri cari açık 14,54 milyar dolara gerilerken 12 aylık kümüle cari açık 22,02 milyar dolar seviyesine yükselmiştir.



Cari dengedeki bu bozulmanın temel nedeninin dış ticaret dengesindeki bozulmalar olduğu görülmektedir. Ekim ayında dış ticaret açığı genişlemeye devam ederek bir önceki yılın aynı dönemine göre 2,46 milyar dolar arttı ve 5,96 milyar dolara yükseldi. Bu artışın yaklaşık 1,1 milyarı net altın ithalatındaki artıştan kaynaklanırken net enerji ithalatı bir önceki yıla göre yatay seyretti. Ekonomik büyümedeki ve özellikle hizmetler sektöründeki canlılığın sıkı parasal ortama rağmen devam etmesi, dış ticaret açığını artırıcı etkide bulundu. Hizmetler dengesi tarafında ise 685 milyon dolarlık bir artışla 7,59 milyar dolarlık bir fazla görmekteyiz. Seyahat ve taşımacılık net gelirleri de sırasıyla 5,86 ve 2,46 milyar dolar seviyelerinde gerçekleşti.



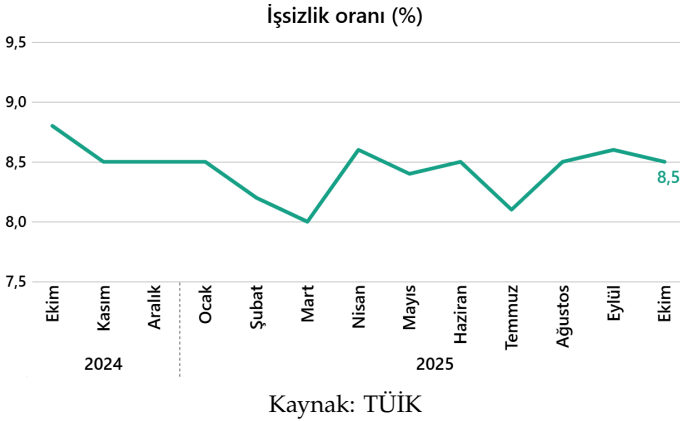
Finans tarafında ise Ekim ayında portföy kanalında yaklaşık 1 milyar dolarlık, doğrudan yatırım kanalında da 838 milyon dolarlık çıkış görüldü. Diğer yatırımlar (mevduat, krediler vb.) kanalında ise 2,93 milyar dolarlık giriş olurken bu girişlerin önemli bir kısmı krediler kaleminden gerçekleşti. Mevduat tarafında ise yarım milyar dolara yakın bir çıkış gerçekleşti. İlimli cari fazlaya ve 1,5 milyar dolara yakın finansal girişe rağmen net hata noksan kalemindeki 3,15 milyar dolarlık çıkış sonucunda TCMB rezervlerinde 1,61 milyar dolarlık azalma yaşandı. Ekim ayında altının tarihi rekorunu kırması, yerli yatırımcının altın talebi ve değerli metal üzerindeki ithalat kısıtları; net hata noksanı artıran faktörlerden olmuştur.



Kasım ayında altın fiyatlarındaki düzeltmeler yerleşiklerin altın talebini sönmüleyerek net hata noksanda artışını yavaşlatabilir. Yine aynı şekilde başta petrol olmak üzere enerji ve emtia fiyatlarının yıl geri kalanında stabil bir seyir izlemesi cari dengesi destekleyici unsur olarak öne çıkmaktadır. Öte yandan özellikle hizmetler ve özel tüketimin güçlü seyri ve yılın son çeyreğinde de devam eden parasal gevşeme, ekonomik canlılığı destekleyerek dış ticaret açığını genişletici etkilere sahip olabilir. Yıl sonu cari açığının GSYH'ye oranının %1,3-1,4 (yaklaşık 20-22 milyar dolar) aralığında gerçekleşeceği beklentimizi korumaktayız.

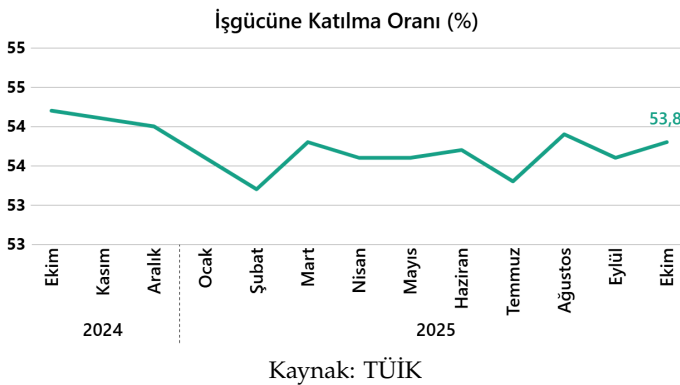
İşgücü Piyasaları

TÜİK tarafından yayımlanan Ekim ayına ait Hanehalkı İşgücü Araştırması sonuçları, işgücü piyasasında karmaşık bir görünüme işaret etmektedir. Manşet işsizlik oranındaki sınırlı düşüşe ve istihdam artışına rağmen; atıl işgücü oranındaki sert yükseliş ve genç nüfustaki işsizlik artışı, piyasadaki yapısal kırılganlıkların sürdüğünü göstermektedir. Mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı, Ekim ayında bir önceki aya göre 0,1 puanlık sınırlı bir azalışla %8,5 seviyesine gerilemiştir. İşsiz sayısı ise bu dönemde 27 bin kişi azalarak 3 milyon 33 bin kişi olarak kaydedilmiştir.



İstihdam tarafında ise daha güçlü bir toparlanma göze çarpmaktadır. İstihdam edilenlerin sayısı bir önceki aya göre 185 bin kişi artarak 32 milyon 772 bin kişiye ulaşmış, istihdam oranı ise 0,2 puan artışla %49,2 olmuştur. Bu artış, işgücüne katılımın yükseldiği bir dönemde gerçekleşmesi bakımından önemlidir. İşgücüne katılma oranı 0,2 puan artarak %53,8 seviyesine çıkarken, işgücüne toplam 157 bin kişi yeni katılım sağlamıştır.

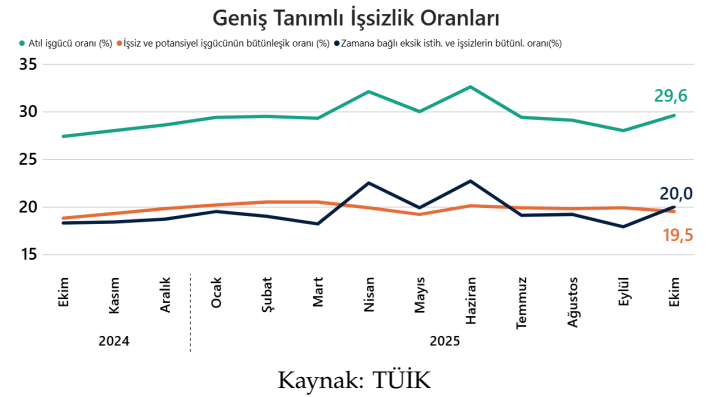
İşgücü piyasasında cinsiyetler arası ayırım varlığını korumaktadır. İşsizlik oranı erkeklerde %7, kadınlarda ise %11,3 olarak gerçekleşmiştir. Benzer şekilde, istihdam oranında erkekler %66,5 seviyesindeyken, kadın istihdamı %32,4 ile sınırlı kalmıştır.



Genç nüfusa (15-24 yaş) ait istihdam verilerindeki bozulma dikkat çekmiştir. Genç işsizlik oranı bir önceki aya göre 0,6 puan artarak %15,6'ya yükselmiştir. Bu gruptaki cinsiyet dağılımı incelendiğinde; genç erkeklerde işsizlik oranı %12,9 iken, genç kadınlarda bu oranın %20,6 seviyesinde olduğu görülmektedir.

İstihdamdaki artışa rağmen, çalışma sürelerinde düşüş gözlenmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış haftalık ortalama fiili çalışma süresi, bir önceki aya göre 0,7 saat azalarak 42,2 saat olarak gerçekleşmiştir. Bu veri, istihdam artışının kısmi süreli veya daha düşük yoğunluklu işlerle desteklenmiş olabileceğine işaret edebilir.

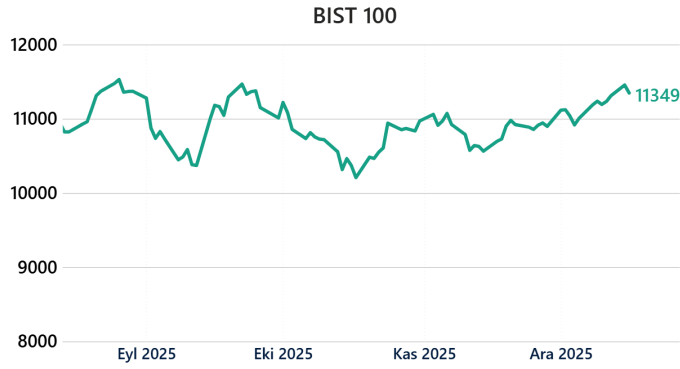
Aynı dönemde atıl iş gücü oranında yükseliş görmekteyiz. Zamana bağlı eksik istihdam, potansiyel işgücü ve işsizlerden oluşan atıl işgücü oranı; Ekim ayında 1,1 puanlık dikkate değer bir yükselişle %29,6 seviyesine çıkmıştır.



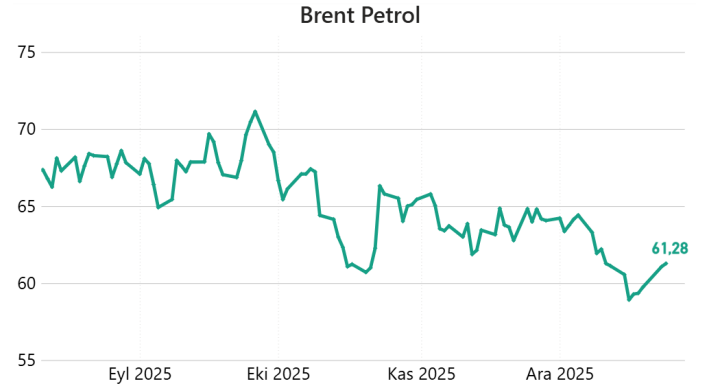
Alt kalemler incelendiğinde; işsiz ve potansiyel işgücünün bütünleşik oranı %19,5'e gerilemiş, zamana bağlı eksik istihdam ve işsizlerin bütünleşik oranı ise %20'ye yükselmiştir. Bu yükseliş, mevcut işgücü piyasasının tam zamanlı istihdam talebine karşılık veremediğini göstererek ekonomideki yapısal kırılganlıklara işaret etmektedir.

Piyasalar

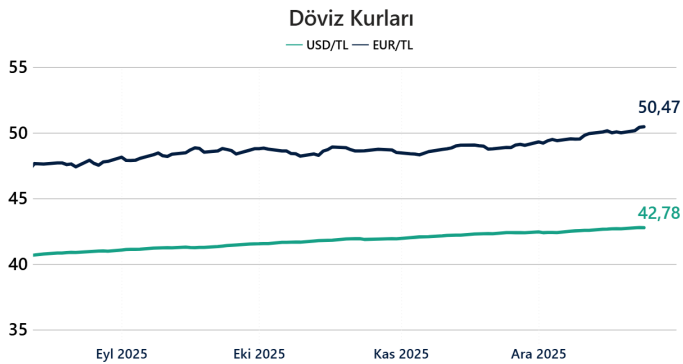
TÜİK'in Finansal Yatırım Araçlarının Reel Getiri Oranları bültenine göre Kasım ayında, hem ÜFE hem de TÜFE ile indirildiğinde en yüksek aylık reel getiri mevduat faizi (brüt) tarafında gerçekleşmiş; reel getiri ÜFE'ye göre %2,21, TÜFE'ye göre ise %2,18 olarak kaydedilmiştir. Aynı dönemde DİBS tarafında reel getiriler ÜFE'ye göre %1,89 ve TÜFE'ye göre %1,86 ile pozitif seyrederken, BIST 100 endeksi de ÜFE'ye göre %0,50 ve TÜFE'ye göre %0,47 düzeyindeki reel getirilerle sınırlı da olsa pozitif bölgede kalmıştır. Buna karşılık, külçe altın Kasım ayında reel bazda hafif kayıp yazmış; benzer şekilde Euro da reel getiride negatif tarafta kalarak ÜFE'ye göre -%0,45 ve TÜFE'ye göre -%0,48 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Yıllık perspektifte ise reel performansın belirgin şekilde külçe altın lehine ayrıştığı görülmekte; yıllık reel getiri ÜFE'ye göre %47,77 ve TÜFE'ye göre %43,44 ile yatırım araçları arasında ilk sırada yer almaktadır. Bu dönemde mevduat ve DİBS reel getiride pozitif bölgede kalmayı sürdürürken, BIST 100 ve ABD doları yıllık bazda reel kayba uğramıştır.



Brent petrol fiyatlarının 2026'nın ilk çeyreğinde varil başına ortalama 55 dolar seviyelerine gerileyeceği öngörüsünü desteklemektedir. Doğalgaz tarafında ise kış koşulları (Kasım-Mart) nedeniyle Henry Hub spot fiyatlarının ortalama 4,30 \$/MMBtu seviyelerine yükseleceği tahmin edilmektedir. Ancak 2026 başlarında beklenen ılıman hava koşulları ve artan üretimle birlikte fiyatların yeniden dengelenmesi ve gelecek yıl ortalamasının 4,00 \$/MMBtu civarında olması öngörülmektedir.



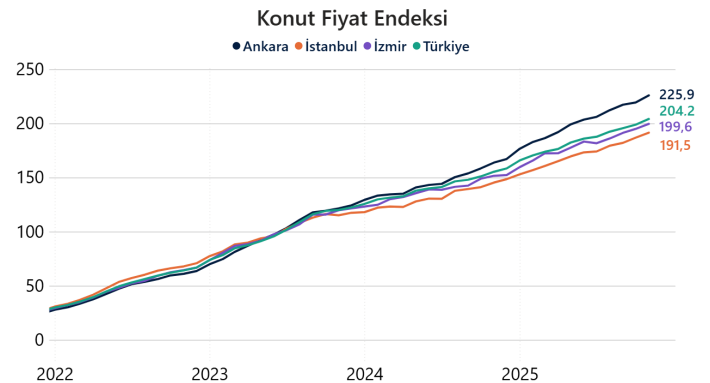
Döviz cephesine daha detaylı bakıldığında ise kısa ve uzun vadeli ayrışmalar dikkat çekmektedir. Dolar/TL kuru 43'e yaklaşırken Euro/TL ise 50 üzerinde dalgalanmaktadır. Piyasa katılımcıları yıl sonu dolar kurunu 43,06 TL, 12 ay sonrasını ise 51,08 TL olarak fiyatlamaktadır. Ancak getiri açısından bakıldığında döviz, enflasyon karşısında zayıf bir performans sergilemektedir; Amerikan Doları aylık bazda sadece yüzde 0,23 reel getiri sağlarken, yıllık perspektifte yatırımcısına yüzde 6,36 oranında reel kayıp yaşatmıştır. Euro ise yıllık bazda yüzde 1,82'lik sınırlı bir pozitif reel getiri ile dolardan ayrışmaktadır.



Konut piyasasında fiyat artış hızındaki yavaşlama ve reel bazda yatay seyir dikkat çekicidir. Kasım 2025'te Konut Fiyat Endeksi (KFE) aylık %2,7, yıllık ise %31,4 (nominal) artış göstermiştir. Ancak enflasyondan arındırıldığında, konut fiyatlarındaki yıllık reel artış yalnızca %0,3 ile sınırlı kalmıştır. Bölgesel ayrışmalarda Ankara %37,9 yıllık artışla öne çıkarken, İstanbul'da bu oran %31,7, İzmir'de %31,6 seviyesindedir. Deprem bölgesindeki illerde ise %40,1 ile Türkiye ortalamasının üzerinde artışlar görülmektedir. Satış hacmi tarafında ise Kasım ayında toplam konut satışları geçen yılın aynı ayına göre %7,8 azalarak 141 bin 100 adet olmuştur. Buna rağmen, 2025 yılının genelinde (Ocak-Kasım) satışlar geçen yıla göre %13,3 artışla 1,43 milyon adede ulaşarak güçlü bir toparlanma sergilemiştir. İpotekli satışların payı %15,2 seviyesinde kalırken, krediye erişim koşullarının etkisi hissedilmeye devam etmektedir.

Altın cephesinde, küresel ölçekte güvenli liman talebi ve fiyat momentumunun güçlü seyrettiği bir dönem izlenmektedir. Dünya Altın Konseyi, altının 2025'te çok sayıda yeni zirve kaydederek güçlü bir yıllık getiri ürettiğini vurgulamaktadır. TÜİK verileriyle birlikte değerlendirildiğinde, kısa vadede aylık reel getiri görünümü dalgalı olsa da (Kasım'da külçe altında sınırlı reel kayıp), 12 aylık perspektifte altının reel getiride açık ara öne çıkması, yatırımcı tercihlerinde "enflasyona karşı korunma" temasının sürdüğüne işaret etmektedir. Külçe altın, aylık bazda yüzde 0,44'lük reel bir geri çekilme yaşasa da yıllık bazda yüzde 43,44 reel getiri ile tüm finansal araçları geride bırakarak yatırımcısının alım gücünü en çok artıran enstrüman olmuştur.

Küresel enerji piyasalarında arz bolluğu ve stok artışları fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmaktadır. ABD Enerji Enformasyon İdaresi'nin (EIA) Aralık 2025 görünümüne göre, küresel petrol stoklarının 2026 yılı boyunca artmaya devam etmesi beklenmektedir. Bu durum,



Kaynak: TCMB

Stratejik Araştırma ve Geliştirme

- **H. Yusuf Akşamoğlu / Strateji Planlama Müdürü**

yusuf.aksamoglu@kuveytturk.com.tr

- **Yusuf Işık**

yusuf.isik@kuveytturk.com.tr

- **A. Arda Dalseçkin**

ali.dalseckin@kuveytturk.com.tr

- **M. Onur Çağhan**

muhammed.caghan@kuveytturk.com.tr

- **Faruk Kezer**

faruk.kezer@kuveytturk.com.tr

Açıklama

Bu rapor, Kuveyt Türk Strateji Planlama ve Kurumsal Performans Yönetimi departmanı tarafından, TCMB, TÜİK, FRED, BloombergHT gibi kurumların yayın ve raporlarından elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Herhangi bir amaçla departmanın izni olmadan raporun tamamı veya bir kısmı başka bir yerde yeniden yayımlanamaz, dağıtımı yapılamaz. Tüm hakkı saklıdır ©.

Yukarıda sağlanan tüm veriler ve bilgiler yalnızca bilgilendirme amaçlıdır ve “olduğu gibi” sunulmaktadır. Bu veriler, alım-satım, yatırım, finans, vergi, hukuk veya muhasebe gibi konularda herhangi bir tavsiye niteliği taşımaz. Herhangi bir finansal işlemi yapmadan önce finansal kuruluşunuza veya mali danışmanınıza danışmanız önerilir.



KUVEYTTÜRK
EKONOMİ BÜLTENİ
ARALIK 2025