



STRATEJİ RAPORU - REVİZYON

2026



İÇİNDEKİLER

• YÖNETİCİ ÖZETİ	3
• KÜRESEL GÖRÜNÜM VE JEOPOLİTİK	4
• YURT İÇİ EKONOMİK AKTİVİTE	5
• ENFLASYON	5
• TCMB POLİTİKA FAİZİ	6
• REEL PİYASA FİNANSMANI	7
• DÖVİZ KURLARI	7
• KAMU MALİYESİ	8
• BEKLENTİLER	9
• VARLIK FİYATLARI	10
• UYARI NOTU	11

Yönetici Özeti

2026 Mart ayında öngörülemez bir biçimde gündeme gelen İran savaşı, jeopolitik risk primleri ve emtia piyasa aksaklıkları üzerinden hem küresel ve yurtiçi makro görünüm hem de finansal piyasa fiyatlamaları üzerinde belirgin oynaklıklara ve kırılımlara sebep oldu.

Yaşanan gelişmeler neticesinde, pek çok küresel finans kurumu gibi bizler de Ocak ayında yayınladığımız GCM Yatırım Strateji Raporu 2026 varsayımlarımızda ve orta vadeli beklenti setimizde kaçınılmaz olarak güncellemeye gitmek durumunda kaldık.

Geçmiş yılların aksine, bu yıl gerçekleşen ara dönem güncellemeleri aşağıdaki faktörler ışığında önceki yıllarda izlenen revizyon boyutunun oldukça üzerine çıkmakta.

- ▶ Jeopolitik riskin niteliği (sıcak çatışmanın sahada birkaç farklı ülkeye sirayet etmesi)
- ▶ Yalnızca finansal değil reel piyasanın da etkilenmesi (Hürmüz Boğazı'nın kapatılması ve fiziksel ticaretin fiilen durması)
- ▶ Finansal şokun boyutları (ham petrol fiyatlarının 1 ay içerisinde +%70 artması)

Bu doğrultuda küresel görünüm yalnızca tek bir coğrafi bölgede, tek bir makroekonomik değişkende, tek bir varlık sınıfında, veya tek bir makro finansal uygulamada değil, dünyanın her yerinde, büyümeden enflasyona ve ticaret hacimlerine kadar farklı değişkenlerde, yalnızca emtia değil neredeyse tüm varlık sınıflarında, ve farklı ülke merkez bankalarının para politikası uygulamalarında kalıcı değişiklik gösterdi.

Strateji Raporu 2026 – Revizyon çalışmamız kapsamında, oluşan yeni tabloyu ve varsayımlarımızı aşağıdaki 9 başlık altında ele alıyoruz:

1. Küresel Görünüm ve Jeopolitik
2. Yurtiçi Ekonomik Aktivite
3. Enflasyon
4. TCMB Politika Faizi
5. Reel Piyasa Finansmanı
6. Döviz Kurları
7. Kamu Maliyesi
8. Beklentiler
9. Varlık Fiyatları

Küresel Görünüm ve Jeopolitik

Orta Doğuda jeopolitik risklerin artmasına bağlı olarak petrol fiyatları ve akabinde enflasyon beklentileri ile tahvil faizlerin yükselmesi, Dolar'ın güçlenmesi ve hisse senetleri değer kaybetmesi normal kabul edilse de, son dönemde gerilimlerin azalması ve petrol fiyatlarının sert düşmesine rağmen ABD tahvil faizlerin yüksek kaldığı ve doların güçlenmeye devam ettiği izlenmekte. Bütünüyle ABD makroekonomik verilerinin sürpriz yapması ile alakalı olan bu durum, ABD'de talep koşullarının geçmişe kıyasla artık petrol fiyatlarına ve tedariğine daha az duyarlı olduğunu ve asıl belirleyici konuların mali genişleme ile yapay zekâ yatırımları olduğunu düşündürüyor. ABD'nin enerji bağımsızlığını kazanarak orta doğu'ya olan bağımlılığını bu şekilde azaltabilmiş olması, İran savaşından asıl olumsuz etkilenenin Avrupa olduğu anlamına geliyor.

Bu durum şaşırtıcı değil zira 2026 başına damga vuran "küresel sermaye akımlarının ABD hisselerinden çıkıp Avrupa hisselerine girdiği gözlemi savaşla birlikte tamamen unutulmuş durumda. Keza bu akımları 2025 yılında tetikleyen Avrupa savunma ve altyapı harcama paketleri de bu dönemde gündemde geri plana düşmüş durumda. Dolayısıyla mevcut büyüme-enflasyon dinamikleri ışığında Fed'in ne yapacağından bağımsız olarak Avrupa Merkez Bankasının ikinci faiz artışını yakın zamanda gerçekleştirmesini beklemiyoruz.

ABD'nin bu şekilde dayanıklı ilerlediği ve Avrupa'nın toparlanma beklentilerinin ötelendiği mevcut tabloda Çin'de ise iç-dış talep ayrışması giderek belirginleşiyor. Çin ekonomisi 2026'nın ilk yarısında İran savaşı sonrası öne çekilen küresel talebin ihracatı artırması ile destek bulabilirken, iç piyasa göstergeleri ise perakende satışların, sabit sermaye yatırım harcamalarının ve konut piyasasının daralmaya devam ettiğine işaret etmekte. Savaş gündeminin sona ermesi ile birlikte öne çekilen küresel talebin ters etkileri de devreye gireceği için, Çin büyümesinin 2026 yılında hedeflerin altında kalması şaşırtıcı olmaz.

Bu ortamda piyasalar, petrol fiyatlarındaki düşüşün dezenflasyonist etkisinden çok ABD talebinin yaratabileceği enflasyon baskısına odaklanıyor. Özellikle işgücü piyasasında ücret artışlarının hızlanma riski enflasyon açısından kaygı unsuru yaratabilir. Uzun vadede yapay zekânın verimliliği artırarak bu baskıyı azaltması beklense de, kısa vadede veri merkezleri, elektrik ve yarı iletken yatırımları yoluyla talebin ve maliyetlerin artarak enflasyonu beslemesinden endişe edilmekte. Bu nedenle piyasalar Fed'in para politikasını beklenenden daha uzun süre sıkı tutacağını fiyatlıyor; bunun sonucu olarak tahvil faizleri yükselirken hisse senedi değerlemeleri baskı altında kalıyor.

Asıl belirleyici konu olan petrol tarafında ise Hürmüz Boğazının açılması yönünde taraflar uzlaşmaya varmış olsa dahi trafiğin tamamen eskiye dönmesi hem üretim planlaması hem de geçiş güvenliğinin tesis edilebilmesi açısından kolay olmayacak. Kaldı ki gemi trafiği eski temposuna dönse bile sigorta maliyetlerinin yüksek seyretmeye devam etmesi bekleniyor. Tüm bunlardan bağımsız olarak savaş boyunca petrol fiyatlarını kontrol altında tutmak için küresel stratejik, kurum ve yüzen stokların tüketilmiş olması ışığında önümüzdeki dönemde talepten bağımsız olarak stokların yerine geri konması ve biriktirilmesi söz konusu olacak. Dolayısıyla küresel talebin zayıf kaldığı ve geçiş temposunun toparlandığı sernayoda dahi stok yenileme ihtiyacı ışığında petrol fiyatlarının gerilemeye devam edemeyebileceğini değerlendiriyoruz.

Yaşanan bu gelişmelerin göreceli etkileri neticesinde, EUR/USD paritesi için daha önce 1,20 olarak belirttiğimiz sene sonu beklentimizi 1,18 seviyesine güncelliyoruz.

Yurtiçi Ekonomik Aktivite

İç talepte son 2 çeyrekte yatırım harcamaları daralması öncülüğünde başgösteren duraksamanın tüketim tarafına da sirayet etmeye başlaması ile birlikte büyüme temposunun 2. çeyrekte de bozulacağını öngörüyoruz. Stoğa yapılan üretimler hariç tutulduğunda, ekonominin 2026 ilk yarısında daralma sergilemiş olması olası.

Orta doğu jeopolitik gündeminde son haftalarda beliren normalleşme ümidinin para politikası ile yurtiçi finansal koşullara hızlı yansımaya başlaması varsayımı üzerinden, 2026 yılsonu büyüme beklentimizi %2,8 seviyesine güncelliyoruz (*Ocak ayındaki öngörümüz: %3,5*).

Büyüme bileşenlerinde sanayi sektörlerinin hizmet sektörlerine kıyasla görece olumsuz ayrılmaya devam etmesini bekliyoruz. Bu durum, sanayinin yüksek istihdam çarpanı sebebiyle toplam istihdam açısından olumsuz (*sanayi istihdamının artması tüm ülke ekonomisinin geneline olumlu yansırken hizmet sektörü istihdamının artmasının olumlu etkileri yalnızca kendi kümesi ile sınırlı kalıyor*).

Enflasyon

Enflasyonda mevcut gidişat mevsimsel etkiler, konjonktürel gelişmeler ve atalet varsayımlarımızı dikkate aldığımızda sene sonu için %30 seviyesinin sınırlı miktar altına işaret etmekte. 2026 beklentimizin bozulmasında İran savaşı sonrası enerji maliyetlerinin doğrudan ve dolaylı etkileri ile Nisan ayındaki +%25'lik elektrik-doğalgaz tarife zamlarının sene başındaki öngörülerimizi aşması, ilk çeyrekte taze sebze-meyve fiyatlarında izlenen şok, ve piyasa beklentilerindeki bozulmaya bağlı olarak "enflasyon ataletinin" yüksek kalması etkili oldu. Tüm değişkenler içerisinde en yüksek önemi atfettiğimiz "ataletin" 2026 içerisinde düzelmeyeceği varsayımı üzerinden 2026 yılını mevcut aylık tempunun ima ettiğine paralel kapattıktan sonra asıl iyileşmenin 2027 yılına ötelendiğini değerlendiriyoruz.

Enflasyonda kontrolümüzde olan faktörler (*iç talep, kur, arz, kamu maliyesi*) ile olmayan faktörlerin (*ithalat fiyatları, dış denge/finansman, jeopolitik*) ve aradaki değişkenlerin (*beklenti yönetimi, iç siyaset, atalet*) birbirleri ile mevcut enflasyon seviyesinde dengelendiğini ölçüyoruz.

TCMB Politika Faizi

Faizler tarafında TCMB'nin "enflasyon mücadelesinde kararlı duruş" temasını koruyarak aceleci gevşemeden kaçınacağını ve buna bağlı olarak hem politika ve kısa vadeli piyasa faizlerinin hem de kredi büyüme kısıtlarının sene sonuna kadar devam edeceğini öngörüyoruz. TCMB'nin bugün %32 olan enflasyona karşı %40 faiz uygulamayı uygun görmesinden yola çıkarak, enflasyonun yılın kalanında yataya yakın ilerleyeceğini dikkate aldığımızda faiz indirimi için fazla bir boş alan kalmadığını değerlendiriyoruz.

Kısa vadeli faizlerde beklediğimiz süreç, TCMB'nin Temmuz ayından sonra önce fonlamayı gevşetmesi yönünde. Bu doğrultuda gösterge piyasa faizinin gecelik üst bantı teşkil eden %40 seviyesinden politika faizini teşkil eden 1 hafta vadeli repo faizi olan %37 seviyesine çekilmesi beklenebilir. Politika faizinin kendisinde ise ilk indirimi sene sonunda öngörüyoruz.

TCMB rezervleri İran savaşı sonrası altın satışlarının ve altın swap işlemlerinin devreye alınması ile birlikte mevcut tabloda fazlasıyla yeterli dursa da, savaşın sonlanması ile birlikte kullanılan kısmın yerine geri konması tercih edileceği için TCMB'nin sermaye girişlerini önceliklendiren sıkı duruşu da enflasyon mücadelesinden bağımsız olarak devam edecektir.

Toplantı Bazlı PPK Politika Faiz Patika Öngörümüz:

PPK Tarih	Faiz
11.12.2025	38,0%
22.01.2026	37,0%
12.03.2026	40,0%
22.04.2026	40,0%
11.06.2026	40,0%
23.07.2026	39,0%
10.09.2026	38,0%
22.10.2026	37,0%
10.12.2026	36,0%
21.02.2027	35,0%
18.03.2027	34,0%
22.04.2027	33,0%
10.06.2027	32,0%
Temmuz 2027	30,0%
Eylül 2027	28,0%
Ekim 2027	26,0%
Aralık 2027	24,0%

Reel Piyasa Finansmanı

Kredi/Mevduat fiyatlamasında ve reel piyasa faizlerinde mevcut marjların yatay korunacağını varsayıyoruz (*geçmişteki gibi makro-ihtiyati uygulama baskıları söz konusu olmayacaktır*). Mevcut faiz, döviz kuru, enflasyon ve ekonomik gidişat beklentilerimiz ışığında oluşmasını beklediğimiz çeyreksele ortalama kredi (1Y) ve mevduat (1ay Basit) faiz oranları:

FAİZLER	Kredi	Mevduat
3. Çeyrek	%52	%39
4. Çeyrek	%49	%37
1. Çeyrek	%46	%35
2. Çeyrek	%43	%33

Döviz Kurları

Hem siyasi erkin tercihleri, hem ekonomi politikasının seyri, hem de rezerv yeterlilik değerlendirmelerimiz ışığında döviz kurları kaynaklı hiçbir oynaklık beklentimiz yok.

USD/TL: TL'deki mevcut reel değerlenme stratejisinin sürdürüleceğini varsayıyoruz (sene sonu tahminimiz 51).

Pariteler: Son günlerde izlenen Dolar'a dönüş temasının küresel talep görünümü ve bölgesel mukayeseler ışığında kalıcı olmayacağını varsayıyoruz.

İran savaşı akabinde TCMB sıkışması ve piyasa faizleri artışı sonrası TL getirilerin dünyadan yeniden pozitif ayrılmaya başlaması, ilk etapta yaşanan sermaye çıkışları ardından çıkabilecek sıcak para stoğunun hafiflemesi ve şimdi yeniden girişlerin başlaması, bugünden öngörülemez ek siyasi belirsizlikler yaşanma ihtimalinin TCMB rezerv riskleri açısından sınırlı hale geldiğini değerlendirmemiz, ve mevcut tahminimizin yakın dönemli piyasa fiyatlamalarına paralel ilerliyor olması ışığında kur beklentimizde sene başına (*ve hatta 2 sene öncesine kıyasla*) büyük bir değişim yok.

EUR/TL beklentimiz ise yalnızca EUR/USD parite beklentisine bağlı ilerlemekte olup, burada savaş sonrası büyüme farklarının yeniden Avrupa lehine dengelemesi gerektiğinden yola çıkıyoruz. AB-ABD olası faiz farkları ibreyi şimdilik Dolar lehine çevirmiş gibi dursa da, savaşın bitmesi akabinde bu faktörün de ortadan kalkması şaşırtıcı olmaz.

Döviz Kur Beklentilerimiz – Lineer Seyir:

	USD	EUR	EUR/USD	GBP/TRY
Ocak 2026	43,3	51,8	1,20	59,8
Şubat 2026	43,8	51,7	1,18	59,2
Mart 2026	44,4	51,0	1,15	58,7
Nisan 2026	45,0	52,6	1,17	61,4
Mayıs 2026	45,6	53,1	1,16	61,9
Haziran 2026	46,7	53,3	1,14	61,9
Temmuz 2026	47,4	54,4	1,15	62,5
Ağustos 2026	48,1	55,6	1,16	63,1
Eylül 2026	48,8	56,7	1,16	64,5
Ekim 2026	49,6	57,9	1,17	65,8
Kasım 2026	50,3	59,0	1,17	67,1
Aralık 2026	51,0	60,2	1,18	68,4
Ocak 2027	51,8	61,2	1,18	69,5
Şubat 2027	52,5	62,2	1,18	70,6
Mart 2027	53,3	63,1	1,19	71,7
Nisan 2027	54,0	64,1	1,19	72,9
Mayıs 2027	54,8	65,1	1,19	74,0
Haziran 2027	55,5	66,1	1,19	75,1
Temmuz 2027	56,3	67,1	1,19	76,2
Ağustos 2027	57,0	68,1	1,19	77,3
Eylül 2027	57,8	69,0	1,20	78,5
Ekim 2027	58,5	70,0	1,20	79,6
Kasım 2027	59,3	71,0	1,20	80,7
Aralık 2027	60,0	72,0	1,20	81,8

Kamu Maliyesi

Hem gerileyen aktivite beklentimizin vergi gelirleri üzerinde yaratacağı riskler, hem artan faizlerin ve borçlanma ihtiyacının toplam faiz yükü üzerinde yaratacağı etkiler, hem de yavaşlayan ekonomik görünümde harcamalar tarafında tasarruf alanının sınırlı olması gerekeceğine dair değerlendirmelerimiz ışığında sene sonu bütçe açığı tahminimiz üzerindeki riskler yukarı yönlü. Ancak tüm bunlar karşın vergi tahsilat performansının son dönemde artan dijitalleşme ve denetimler ışığında belirgin toparlanması, bu riskleri dengelemekte. Dolayısıyla bütçe açığı / milli gelir tahminimizi mevcut seviyesinde koruyoruz. Zaten kamu borcu / GSYH oranının küresel standartlara kıyasla oldukça düşük olması ışığında, bir yıllık herhangi bir açılmanın finansman üzerinde büyük bir risk yaratacağından da endişe etmiyoruz.

BEKLENTİLER

Orta Vadeli Beklenti Setimiz:

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
GSYH Büyüme	11,8%	5,4%	5,1%	3,3%	3,6%	2,8%	4,5%	4,0%
GSYH (mia)	\$837	\$925	\$1.141	\$1.360	\$1.596	\$1.801	\$1.944	\$2.078
GSYH (mia)	₺7.434	₺15.326	₺27.091	₺44.587	₺63.021	₺84.523	₺107.910	₺130.885
TÜFE Yıl Sonu	36,0%	64,3%	64,8%	44,4%	30,9%	29,7%	19,5%	13,8%
TÜFE Ortalama	19,6%	72,3%	53,9%	58,5%	34,9%	30,5%	22,2%	16,6%
ÜFE Yıl Sonu	79,9%	97,7%	44,2%	28,5%	27,7%	22,0%	18,0%	15,0%
ÜFE Ortalama	43,9%	128,5%	49,9%	41,1%	25,4%	24,8%	20,0%	16,5%
Cari Denge (mia)	-\$7	-\$47	-\$42	-\$13	-\$30	-\$50	-\$35	-\$35
Cari Denge(% GSYH)	-0,8%	-5,0%	-3,7%	-1,0%	-1,9%	-2,8%	-1,8%	-1,7%
Bütçe Açığı	3,0%	-1,0%	-5,4%	-4,8%	-2,9%	-3,0%	-3,0%	-3,0%
USDTL Yıl Sonu	13,0	18,7	29,4	35,2	42,9	51,0	60,0	66,0
USD/TL Ortalama	8,9	16,6	23,7	32,8	39,5	46,9	55,5	63,0
EUR/TL Yıl Sonu	14,7	19,9	32,7	36,7	50,5	60,2	72,0	79,2
EUR/TL Ortalama	10,5	17,4	25,7	35,5	44,7	55,3	66,1	75,6
EUR/USD Yıl Sonu	1,13	1,06	1,11	1,04	1,18	1,18	1,20	1,20
TCMB PPK Faizi Yıl Sonu	14,0%	9,0%	42,5%	47,5%	38,0%	36,0%	24,0%	17,0%
6m SOFR	0,34%	4,75%	5,16%	4,25%	3,57%	3,75%	3,75%	3,50%
3m Euribor	-0,58%	2,13%	3,91%	2,71%	2,03%	2,50%	2,50%	2,50%

Varlık Fiyatları

Faizler: Kısa vadede koridor içerisinde sınırlı alan, uzun vadelerde küresel sermaye akımlarına bağlı aşağı yönlü potansiyel.

Hisse Senetleri: Sıkılaştıran finansal koşullar ışığında karlılıklarda ve iskonto oranlarında bozulma; sene sonu \$340-\$360 USD bandında kapanış beklentisi (17.400-18.600).

Altın: TCMB satış baskısının sona ermesi, savaş sonrası küresel merkez bankaları faiz artırım süreçlerinin sona ermesi, ABD borsa fiyatlamalarındaki oynaklıklar ışığında belirsizlik primlerinin ve çeşitlendirme ihtiyacının sürmesi, ve fiyat tekniği ışığında \$4.000/ons seviyesinden yukarı doğru toparlanma beklentisi.

Eurobond: Küresel uzun vadeli faizlerde yukarı yönlü baskı (ABD büyüme sürprizleri ve kamu maliyesi) ancak CDS'te dengelenme beklentisi ışığında nötr görünüm.

Konut: Yatırımlık konut getiri beklentilerinde iyimser değiliz. Mevcut faiz, büyüme, göreceli karşılaştırma ve nüfus dinamikleri ışığında iyileşme izlenmeyebilir.

UYARI NOTU

Risk Açıklaması; Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri "Yatırım Danışmanlığı" kapsamında değildir. Bu sayfanın içerdiği materyaller sadece örnek piyasa bilgisi iletebilmek ve reklam amaçlıdır. Yatırım danışmanlığı hizmeti, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. "VİOP, Opsiyon, Borsa, Forex ve CFD (contracts for differences) ticareti yüksek oranda kayıp riski içerir ve her yatırımcı için uygun olmayabilir.

GCM Yatırım Strateji Raporundaki Veri ve grafikler, güvenilir kaynaklardan alınmış olup, yorumlar sadece GCM Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin görüşlerini yansıtmaktadır. Bu bilgilerle yapılan yatırımların sonuçlarından şirketimiz sorumlu değildir. Ayrıca, GCM Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan bu içeriğin kısmen veya tamamen başka kişiler tarafından yayımlanması, kullanılması veya alıntılanması yasaktır. Bu mesaj, gönderilen kişiye özeldir. Ek olarak, bu raporun gönderildiği ülkelerdeki yasal düzenlemelere uygun olarak tüm haklarımız saklıdır.