



ALLBATROSS
PORTFÖY

**AYLIK EKONOMİK
GELİŞMELER BÜLTENİ**
AĞUSTOS 2025

GENEL DEĞERLENDİRME

PPK toplantısının olmadığı Ağustos ayında merkez bankası tarafından yayımlanan Enflasyon Raporu ve sonrasında düzenlenen basın toplantısı para politikasına ilişkin geçen ayın en önemli gelişmesiydi. Ağustos enflasyon raporuyla birlikte daha önce de açıklanan yıl sonu tahmin aralıklarının yanı sıra, çok önemli bir gerekçe olmadığı sürece revize edilmeyecek yıl sonu odaklı ara hedefler verilmeye başlandı. Böylece enflasyon gerçekleştirmelerine bağlı olarak tahminler revize edilse de ara hedefler genelde değişmeyecek ve merkez bankası da bu ara hedefler üzerinden hesap verebilir olacak. Ara hedefler 2025, 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla %24, %16 ve %9 olarak belirlendi. Çıktı açığının yılın ilk çeyreğinde ortalamada nötr seviyede ölçüldüğü ancak ikinci çeyrekte negatif bir görünüm sergilediği belirtilirken merkez bankasının, yılın geri kalanında sıkı para politikası ile bu görünümü koruyarak dezenflasyon sürecini devam ettirmesini bekliyoruz. Basın toplantısında kur ile ilgili olarak en dikkat çekici açıklama ise reel kurda önümüzdeki dönemde nötre yakın bir patika beklenmesi ve önemli olanın izlenen politikaların da etkisiyle TL'ye olan ilginin sürmesinin belirtilmesi oldu. Bu kapsamda yılın geri kalanında TL'de reel değerlenme olmasını beklemiyor ve enflasyon gerçekleştirmeleri ile uyumlu olarak TL'nin reel değerini koruyan bir kur patikası öngörüyoruz.

Temmuz ayında tüketici enflasyonu beklentilerin altında kalarak yüzde 2,06 seviyesinde gerçekleşti. Son 2 ay olduğu gibi bu ay da enflasyonun beklentilerin altında kalmasında gıda enflasyonunun önemli katkısı oldu. Tarım üretici fiyatlarının Haziran ayında aylık bazda %18,82 artmasına rağmen tüketici tarafında gıda fiyatlarındaki sınırlı artış fiyat geçişkenliği açısından önümüzdeki aylarda takip edilmesi gereken bir gelişme olarak öne çıkıyor. Aylık fiyat artışlarının dağılımına baktığımızda ise fiyatları düşen ürün grubu sayısının Temmuz ayında gerilediği görülüyor. Toplam 143 ürün grubunun 18'inde fiyatlar Temmuz'da aylık olarak geriledi (geçen ay 26). Geçen yılın Temmuz ayındaki yüksek bazın etkisiyle yıllık enflasyonda belirgin bir düşüş kaydedildi. Bu gelişme, geriye dönük fiyatlama davranışlarının baskın olduğu ve katılık gösteren hizmet kalemlerinde enflasyonun önümüzdeki aylarda gerilemesine katkı sağlayabilir. Aynı zamanda, hanehalkı ve reel sektörün enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin devamı açısından da destekleyici bir unsur olarak öne çıkıyor.

TL likit varlıklar Mart öncesi ile uyumlu bir hızda büyümeye devam ederken özellikle yatırım fonları tarafında dövize olan ilginin de sürdüğü görülüyor. Yabancı para mevduatları ise stabil seyrediyor. Bu gelişmeler kapsamında merkez bankası Mart ayı sonrasında yaşadığı döviz rezervi kaybını ise önemli ölçüde telafi etmiş durumda. Mayıs ayı başında 57,6 milyara çekilen altın hariç brüt döviz rezervleri 22 Ağustos itibarıyla 91,1 milyara ulaşırken swap hariç net rezervler de tekrar 50 milyar doların üzerine yükseldi.

Tüm bu gelişmeler kapsamında, baz senaryomuzda, merkez bankasının Eylül ayında politika faizinde 300 baz puanlık bir indirim yapmasını ve yılı da yüzde 35'lik bir politika faizi ile kapatmayı bekliyoruz.

Ekonomik aktivitedeki yavaş seyir ise sürüyor. İmalat PMI'ndaki zayıflık devam ederken kapasite kullanım oranları ise Ağustos ayında da gerileyerek pandemi dönemi haricinde son 10 yıldaki en düşük seviyelerine doğru geri çekildi. BİST'te işlem gören sanayi firmalarının medyan büyümesi yıllık bazda negatif olmaya devam ederken hizmet firmalarında ise tarihi ortalamalarının altında ılımlı bir büyüme görülüyor. Sanayi tarafında net finansal giderlerin satışlara oranının esas faaliyet kar marjının üzerinde yer alıyor olması ise sanayi firmalarının pek çoğu için esas faaliyetlerinden elde ettikleri kazancın net finansal giderlerini ödemeye yetmeyecek seviyeye gerilediğine işaret ediyor. Genel olarak değerlendirdiğimizde, finansal koşullardaki sıkılık, iç talepteki dengelenme ve yurt dışı talepteki yavaş toparlanmaya bağlı olarak bilançolardaki bozulma devam ediyor. Para politikasındaki sıkılığın azaltılmasının etkilerinin şirket performanslarına gecikmeli yansımacağını da göz önünde bulundurursak üçüncü çeyrekte de şirket finansallarında önemli bir iyileşme görmemiz zor olabilir. Baz senaryoda, enflasyondaki düşüşün sürmesi ve finansal koşulların kademeli olarak gevşemesi ile birlikte 2025'in son çeyreği ve sonrasında şirket finansallarının yavaş yavaş iyileşmeye başladığını izleyebiliriz.

BİST-100 endeksi ise beklenenden daha olumlu gelen enflasyon verileri, merkez bankasının faiz indirimlerinin başlaması ve Ağustos ayında yurt içi haber akışının hafiflemesi ile beraber geçen yıl gördüğü en yüksek seviyeleri de geçerek TL cinsinden tarihi rekor seviyelere ulaştı. Enflasyondaki düşüşün merkez bankasının öngördüğü patikayla uyumlu şekilde devam etmesi ve faiz indirimlerinin sürmesi koşulları altında haber akışının da desteklemesiyle birlikte BİST tarafında olumlu seyrin devam etmesi mümkün olabilir.

Bu koşullar altında, baz senaryomuzda, para politikasındaki sıkılığın azalmasıyla birlikte yurtiçi hisse senedi piyasasında zamanla kademeli bir iyileşme görülebileceği yönündeki tahminimizi koruyoruz. Öte yandan, beklenen yüksek reel getirisiyle kısa vadeli sabit getirili TL varlıkların cazibesini sürdürdüğü görüşümüzü de yineliyoruz.

Yurtdışına baktığımızda, ABD tarafından getirilen ek gümrük tarifelerinin hayata geçmesi ve önemli ticaret ortakları ile ikili anlaşmaların yapılmasının ardından tarife kaynaklı haber akışının görece zayıfladığını ancak ABD merkez bankası FED üzerindeki faiz indirme yönündeki baskının ağırlık kazandığını görüyoruz. 2026 başında süresi dolacak FOMC üyelerinden biri görevinden erken ayrılınca D. Trump'a bir üye atama fırsatı gelirken 2038 yılına kadar süresi bulunan üye Lisa Cook ise mortgage başvurusunda usulsüzlük yapma iddiası ile görevden alınmaya çalışılıyor. Öte yandan, Ağustos ayı başında açıklanan ve önceki aylara yönelik önemli aşağı güncellemeler içeren istihdam raporu sonrasında D. Trump, istatistikleri açıklayan BLS'in başındaki ismi görevden aldı. ABD merkez bankasının bağımsız karar alabilme kabiliyeti üzerindeki kuşku artması ve ABD'de açıklanan istatistikler hakkında şüphe oluşturabilecek kararların alınması ABD ekonomisine ilişkin endişeleri artırırken piyasalar henüz bu gelişmelere önemli bir tepki vermiş gibi görünmüyor. Geçmiş dönemlere de bakıldığında bazen piyasalar bu tip olumsuz gelişmeleri hemen fiyatlamayıp önemli kırılma anlarının sonrasında sert bir şekilde fiyatlara yansıtıyor. Bu açıdan bakıldığında ekonomi politikasına ilişkin ABD'de olan yukarıdaki gelişmelerin özellikle dolar cinsi varlıklara ilişkin kırılma potansiyelini artırdığını değerlendiriyoruz.

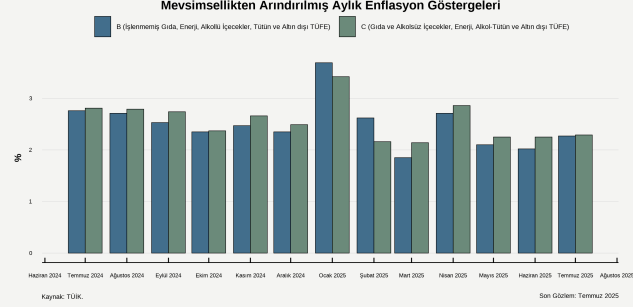
Bunların yanı sıra, FOMC toplantısının olmadığı Ağustos ayında gerçekleşen ve merakla beklenen Jackson Hole toplantısında yaptığı konuşmada FED Başkanı J. Powell işgücü piyasasına ilişkin aşağı yönlü risklerin artmasına ve bunların hızlıca işten çıkarmalara ve işsizlik artışına dönüşebileceğine değinerek politika duruşlarını değiştirmelerinin gerekebileceğini ifade etti. Bu açıklamalarıyla da Eylül ayı toplantısında olası bir faiz indirimine kapıyı aralamış oldu. Bu gelişmelerin ardından kısa vadeli ABD hazine tahvili getirileri düşüş gösterse de ekonomi politikasına ilişkin endişelerin oluşturduğu risklerin de etkisiyle uzun vadeli faizler yüksek seviyelerini koruyor. Böylece ABD doları cinsinden getiri eğrisinin önemli düzeyde dikleştiğini izledik. ABD dolarında ise diğer ana para birimlerine karşı değer kaybı sürdü.

Yukarıda saydığımız gerekçeler doğrultusunda, geçen ay olduğu gibi bu ay da hem yurt içinde hem de yurt dışında kısa vadeli sabit getirili varlıkların görece cazip konumunu koruduğunu değerlendiriyoruz. ABD'nin ticaret ve ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin uzun süre daha yüksek seyretme ihtimali ve bu durumun beraberinde getirdiği uç riskler nedeniyle, zaman içinde dolar dışı para birimlerine çeşitlendirme yapılmasının risk yönetimi açısından önemli olabileceğini de değerlendirmeyi sürdürüyoruz.

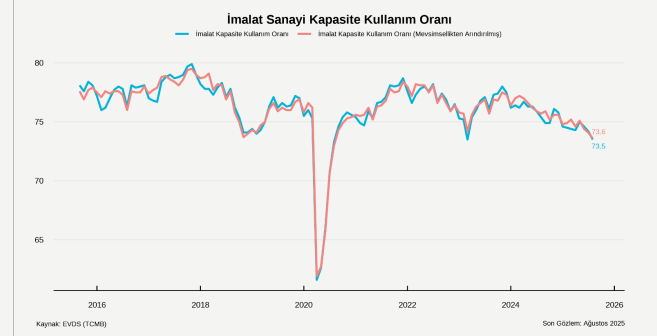
Bu gelişmelerin ışığında, küresel ekonomideki belirsizlikler ve jeopolitik risklere karşı güçlü bir korunma aracı olarak öne çıkan altın cephesinde, önceki bültenlerde de vurguladığımız üzere, şimdiye kadarki artışı destekleyen temel faktörler ve özellikle gelişmekte olan ülke merkez bankalarının talebi devam ediyor. Öte yandan, son iki yılda yaşanan hızlı yükselişlerin ardından görülebilecek spekülasyon hareketlere karşı yatırımcıların temkinli olmasında fayda görüyoruz.

Bültenin takip eden sayfalarında görüşlerimize dayanak teşkil eden ve dikkat çekici bulduğumuz göstergelere ilişkin grafikleri ve bunlara dair kısa açıklamalarımızı bulabilirsiniz.

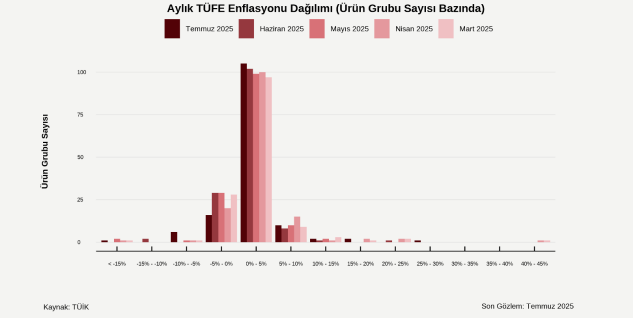
Aylık enflasyonun ana eğiliminde düşüş trendi geçen yıldan bu yana ılımlı bir şekilde devam etmesine rağmen mevsimsellikten arındırılmış çekirdek enflasyon göstergeleri Temmuz ayında iyileşme göstermedi.



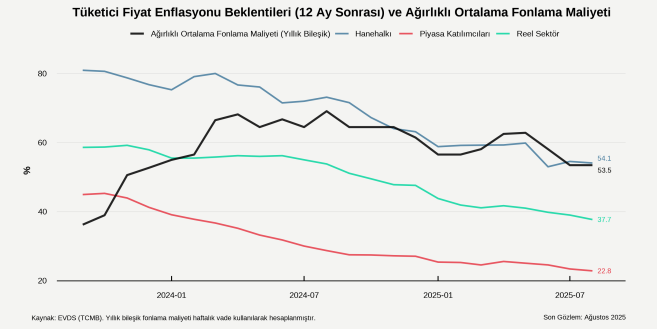
Ağustos ayında kapasite kullanımı oranı mevsimsellikten arındırılmış olarak 0,5 puan azalarak 73,6 seviyesine gerileyerek pandemi hariç tutulduğunda son 10 yılda görülen en düşük seviyelerine doğru geri çekildi.



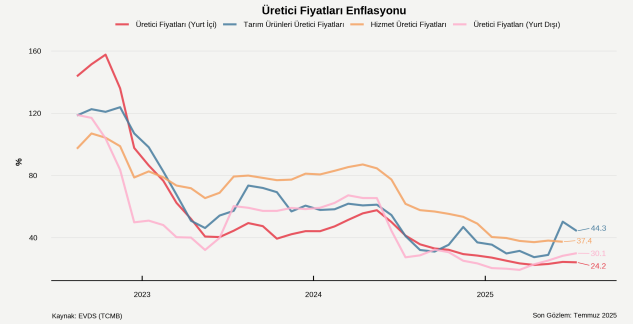
Aylık fiyat artışlarının dağılımına baktığımızda ise fiyatları düşen ürün grubu sayısının Temmuz ayında gerilediği görülüyor. Toplam 143 ürün grubunun 18'inde fiyatlar Temmuz'da aylık olarak geriledi (geçen ay 26). Öte yandan, geçen ay sadece 2 ürün grubunda fiyatlar yüzde 5'den fazla düşerken bu ay 7 ürün grubunda bu ölçüde bir düşüş görüldü.



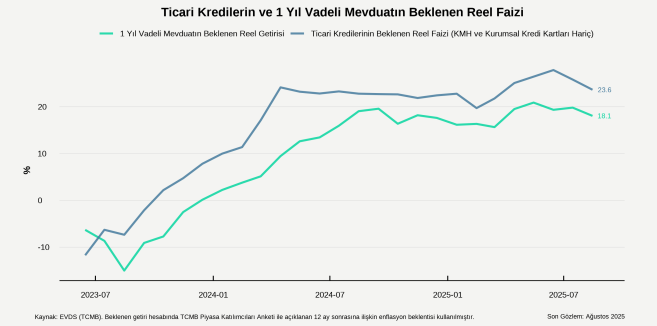
Reel sektör ve piyasa katılımcılarının 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri Ağustos ayında da düşüşünü sürdürerek sırasıyla 37,7 ve 22,8 seviyelerine ulaştı. Hanehalkı enflasyon beklentisindeki gerileme ise daha ılımlı olarak gerçekleşti.



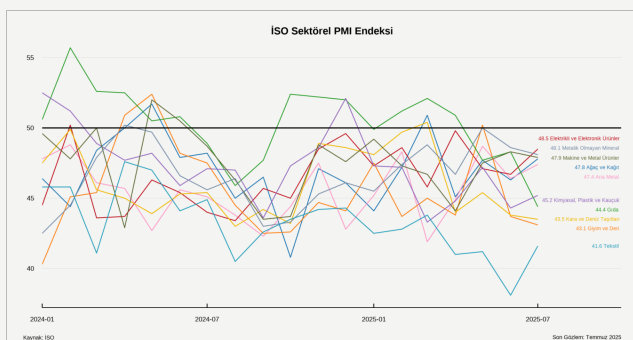
Çeşitli kategorilerdeki üretici fiyatlarındaki yıllık artış oranları yılın ilk yarısında dip yaptıktan sonraki yükselişini sürdürüyor. Üretici enflasyonundaki artışların tüketici fiyatlarına geçişkenliği dezenflasyon sürecinin devamı açısından takip edilmesi gereken önemli bir değişken olacaktır.



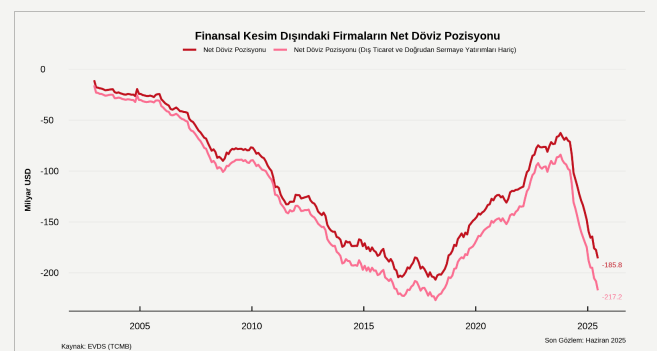
Ticari kredilerin beklenen reel faizi, merkez bankasının faiz indirimi ve enflasyondaki düşüşün sürmesiyle beraber gerilemeye devam ediyor.



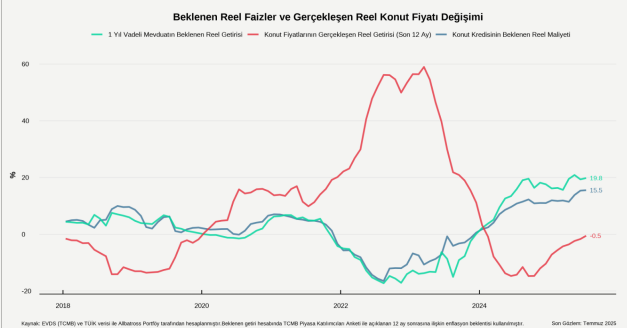
İSO tarafından açıklanan manşet imalat PMI endeksi üst üste üçüncü ayında da gerileyerek Temmuz'da 45,9'a indi (önceki 46,7). Sektörel bazda imalat PMI'ı anket yapılan sektörlerin tamamında 50 eşik değerinin altında yer alarak genele yaygın bir daralmaya işaret ediyor.



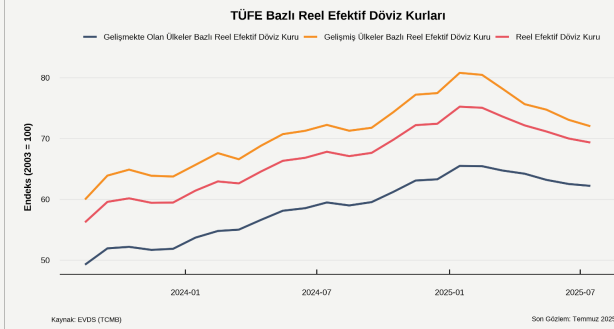
Reel sektörün net döviz pozisyonundaki bozulma Haziran ayında da sürdü. Net döviz açığı 177,4 milyar dolardan 185,8 milyar dolara yükselirken bunda sırasıyla 4,9 ve 3,1 milyar dolar artış gösteren yurtiçi ve yurtdışı YP krediler etkili oldu.



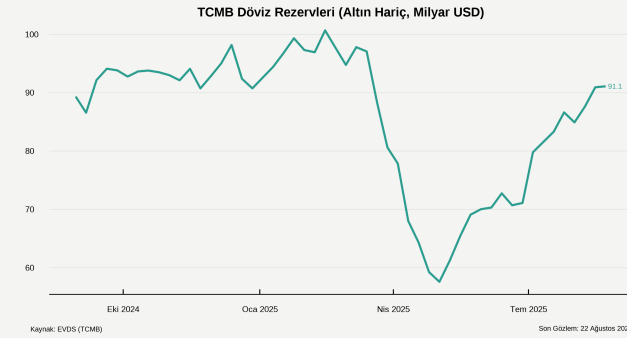
Kuvvetli giden konut satışlarıyla beraber reel konut fiyat artışları finansal koşullardaki sıkılığın azalmasını beklemeden nötr seviyelere doğru yaklaştı.



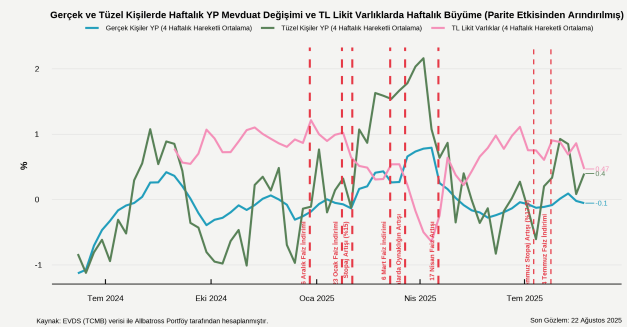
Türk Lirası'nın reel olarak değer kaybı yavaşlayarak da olsa Temmuz ayında da sürdü. Şubat ayından bu yana reel değer kaybı yüzde 7,6 olarak gerçekleşirken aynı dönemde gelişmiş ülke para birimlerine karşı yüzde 10,5, gelişmekte olan ülke para birimlerine karşı ise yüzde 4,9 kayıp yaşadı.



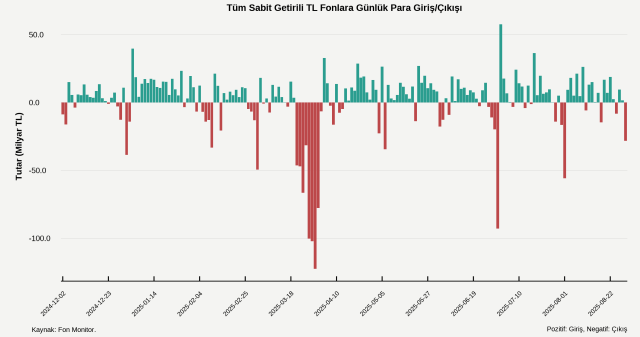
Merkez bankasının altın hariç brüt döviz rezervleri artışını sürdürerek 22 Ağustos itibarıyla 91,1 milyar dolar seviyesine ulaştı.



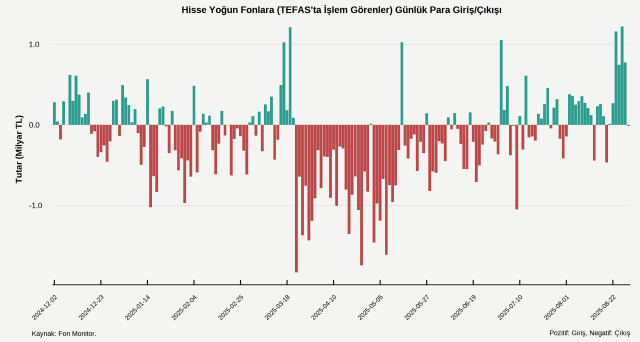
TL likit varlıkların son 4 haftalık ortalama büyüme hızı bir miktar gerilese de Mart ayı başındaki seviyelerine yakın gerçekleşiyor. Öte yandan, hanehalkının döviz mevduatında son haftalarda önemli bir değişim görülüyor.



Getirilerdeki düşüş ve stopaj oranındaki artışlar sonrasında Ağustos ayının genelinde TL sabit getirili fonlara para girişi yavaşlayarak da olsa devam etti.



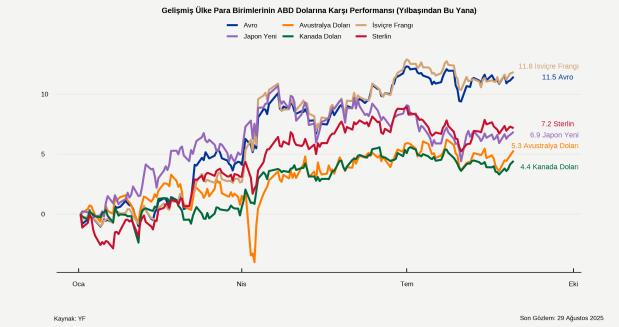
TEFAS'ta işleme açık hisse senedi yoğun fonlara son haftalarda artan girişlerin olduğu görülüyor.



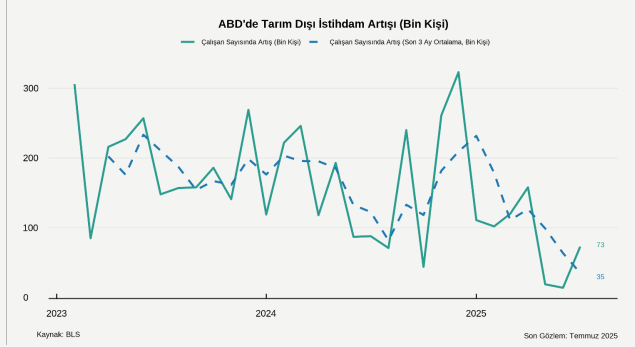
Türkiye'nin CDS primleri düşüşünü sürdürerek Mart ayı ortasından önce görmüş olduğu düşük seviyelere doğru geri çekildi. Bu durum döviz cinsi borçlanmalarda maliyetlerin gerilemesine neden oluyor.



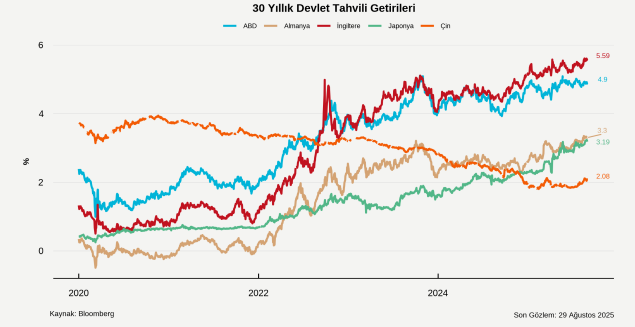
ABD dolarının son bir aylık dönemde diğer ana para birimlerine karşı yatay bir seyir izlediği ancak beklenden yavaş gelen istihdam verisi ve FED Başkanı J. Powell'in faiz indirimi destekler açıklamaları sonrasında bir miktar değer kaybettiği görülüyor.



ABD'de tarım dışı istihdam Temmuz ayında beklentilerin altında 73 bin kişi artış gösterdi. Ayrıca Mayıs ve Haziran ayı verileri toplamda 258 bin kişi gibi olağandışı bir düzeyde aşağı revize edildi. Böylece son 3 ayda ortalama istihdam artışı 35 bin gibi oldukça düşük bir seviyeye geriledi.



Bütçe açıklarının yüksek kalmasına ilişkin beklentiler ve ekonomik belirsizliklerin sürmesiyle beraber ana ekonomilerin uzun vadeli devlet tahvil faizlerindeki artışlar devam ederken Almanya ve Japonya'da 30 yıllık getiriler yüzde 3'ü, İngiltere'de ise yüzde 5,5'i geçti.



İbrahim Başügüdücü

Genel Müdür

i.basuguducu@allbatrossportfoy.com

Serkan İmişiker

Q Yatırım Bankası - Başekonomist

s.imisiker@qyatirimbankasi.com.tr

Bu dokümanda yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan 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.



ALLBATROSS PORTFÖY

Adalet Mh. Sehit Polis Fethi Sekin Cd. No: 6 K: 20
İç Kapı No: 202 Ventus Tower - Bayraklı, İzmir
0850 307 90 12

allbatrossportfoy.com