



ALBATROSS
PORTFÖY

**AYLIK EKONOMİK
GELİŞMELER BÜLTENİ**
EKİM 2025

GENEL DEĞERLENDİRME

Ağustos ayının ardından Eylül ayında da tüketici enflasyonu beklentilerin üstünde (%3,23) gerçekleşti. Haziran 2024'te başlayan dezenflasyon sürecinin 16. ayında ilk kez yıllık bazda enflasyonun arttığını gördük. Öte yandan, hizmet hariç tüm ana bileşenlerde yıllık bazda enflasyon artış görüldü. Geçen ay olduğu gibi önemli bir artış gösteren gıda fiyatları ve üniversite ücretlerindeki aylık yüzde 61,7'lik yükseliş enflasyonun beklentilerden önemli düzeyde saptasında etkili oldu. Üniversite ücretlerindeki artış seviyesinin gerek manşet gerekse hizmet enflasyonunun oldukça üzerinde gerçekleşmesi eğitim tarafındaki fiyatlama davranışının iyileşmesinin beklenenden daha fazla zaman alabileceğine işaret etti.

Aylık enflasyonun ana eğilimi de Eylül ayında önemli düzeyde bir bozulma kaydetti. Çekirdek enflasyon göstergeleri ile hesaplanan aylık eğilimin son 3 aylık ortalamasını yitilirdiğimizde merkez bankasının ulaşmak istediği patikadan uzaklaştığımızı görüyoruz. Ara hedeflere ulaşabilmek için politikadaki sıkılığın güçlü bir şekilde korunması gerektiği anlaşılıyor. Ancak gerek hanehalkının toplamda güçlü finansal pozisyonu gerekse altın fiyatlarının yılbaşından bu yana dolar bazında yüzde 40'ın üzerinde bir artış göstermesinin finansal koşulları hanehalkı için gevşetiyor olması para politikası etkinliğini sınırlıyor.

Üretici fiyatları tarafında da son aylarda olumsuzza dönen tablonun devam ettiği görülüyor. Tarım üretici fiyatları Eylül ayında yüzde 5,8 artarken yıllık enflasyonu da yüzde 46,8'e yükseldi. Genel üretici fiyat endeksinin de özellikle aylık bazda yüzde 6,8 artış gösteren işlenmiş gıda fiyatlarının katkısıyla yükselişini sürdürerek yüzde 26,6'ya çıktığını gördük. Söz konusu gelişmeler tüketiciler için gıda fiyatlarında kuvvetli artışın devam etmesi riskini artırıyor.

Ekim ayında açıklanan enflasyon beklentileri enflasyona ilişkin olumsuz gelişmelerin ardından gerek kısa gerekse uzun vade beklentilerinin negatif etkilediğini gösteriyor. Piyasa katılımcılarının 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi 1 puana yakın bir artış göstererek yüzde 23,26'ya yükselirken, 5 yıl sonrasına ilişkin beklentiler de yüzde 11,4'e ulaştı. Hanehalkının 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi ise yüzde 54,4 ile son beş ayın en yüksek seviyesine çıktı. Reel sektörün enflasyon beklentisindeki gerileme yavaşlarken merkez bankasının öngördüğü enflasyon patikasının oldukça üzerinde seyretmeye devam ediyor.

12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin yüksek seviyesi ve fiyatlama davranışındaki iyileşmenin özellikle bazı ürün ve hizmetlerdeki yavaş seyrin gibi gelişmeler geçen ay da bahsettiğimiz olduğumuz gibi TL'nin reel olarak güçlenmesine olan ihtiyacı güçlü tutuyor. Son haftalarda dolar kurunda gördüğümüz hareketler, geçen ay olduğu gibi bu ay da söz konusu senaryoya uyumlu bir patikada ilerlemekte olduğumuzu teyit ediyor.

Öte yandan, son dönemdeki fiyat gelişmeleri kapsamında Ekim ayında faiz indirimi yapma ihtimalini daha kuvvetli gördüğümüz merkez bankası piyasadaki medyan beklentisiyle uyumlu bir şekilde politika faizini 100 baz puan düşürdü. Yapılan açıklamada dezenflasyon sürecinin yavaşladığına ve son dönem fiyat gelişmelerinin dezenflasyon süreci üzerinde oluşturduğu riskleri artırdığına vurgu yapıldı. Ekim ayındaki fiyat gelişmelerine ilişkin toplanan öncü verilerden ise bahsedilmedi. Ekim ayı enflasyonunda özellikle mevsimsel etkilerinde kuvvetli olabileceği gıda ve giyim fiyatlarını yakından takip edeceğiz.

Ekonomik aktiviteye baktığımızda Ekim ayında gelen veriler beklentilerimize paralel olarak yavaş seyrin sürdüğünü ortaya koydu. Kapasite kullanım oranı ılımlı bir artış gösterse de tarihi ortalamanın önemli düzeyde altında kaldığını görüyoruz. Sanayi ve hizmet üretim endeksleri Ağustos ayında ılımlı bir artış sergilerken yılbaşından bu yana güçlü büyüme gösteren inşaat üretimi ise aynı dönemde gerileme gösterdi. İSO tarafından açıklanan imalat PMI endeksinin detaylarına baktığımızda ise yeni siparişlerin gıda hariç tüm sektörlerde gerilediğini görüyoruz. Tüketici güveni ise özellikle dayanıklı tüketim harcama düşüncesindeki düşüş ve mevcut maddi duruma ilişkin artan karamsarlıkla geriledi. İlgüçü piyasasına ilişkin olarak takip ettiğimiz ana gösterge olan atıl işgücü oranı Eylül ayı verisinde önemli bir gerileme kaydederken bu düşüş zamana bağlı eksik istihdamdaki azalıştan kaynaklandı.

Yukarıda özetlemiş olduğumuz makroekonomik arka plan kapsamında para politikasının yaz aylarında tahmin ettiğimiz patikadan daha sıkı kalacağını ve bunun da yurtdışı talepteki toparlanmayı daha önceki senaryoya göre yavaşlatacağını düşünüyoruz. Tarife belirsizliklerinin görece azalması ve ABD başta olmak üzere bazı ana ekonomilerde büyümenin daha önce beklenenden daha güçlü bir seyrin izlemesi nedeniyle dış talebin büyümeye olumlu bir katkı sağlayabileceğini değerlendirmeyi sürdürüyoruz. İç talebin yavaş seyrinettiği görünüm altında yurtdışı hisse senetlerine ilişkin zamanla kademeli bir iyileşme görülebileceği beklentimizi koruyoruz. Öte yandan, beklenen yüksek reel getirisiyle kısa vadeli sabit getirili TL varlıkların görece cazibesini sürdürdüğünü görüşümüzü de yineliyoruz.

Yurtdışına baktığımızda Demokratlar ve Cumhuriyetçiler arasında bütçeye dair mutabakat sağlanamamasının neticesi olarak Ekim başından bu yana ABD hükümetinin kapalı kalmaya devam ettiğini (government shutdown) gördük. D. Trump'ın ilk başkanlık dönemindeki 35 günlük süreyi geçme ihtimali olan hükümet kapanmasının doğrudan ekonomik etkisinin baz senaryoda sınırlı kalmasını beklememizin yanısıra sürecin sonuçlanmasına ilişkin belirsizliğin yüksek kalması ekonomik etkilerini artırıyor. Bu süreçte federal devlet çalışanlarının ücretsiz izne

çıkartılması nedeniyle pek çok resmi istatistiğin açıklanamaması ise ekonomik belirsizliği artıran bir başka faktör oldu.

Gecikmeli de olsa açıklanan Eylül ayı enflasyon rakamları ise gerek manşet gerekse çekirdek tüketici fiyatlarının beklentilerin altında artış gösterdiğini ortaya koydu. Bu gelişme, piyasada ABD merkez bankası FED'den beklenen faiz indirimini destekledi. FED ise Ekim ayı toplantısında piyasa beklentilerine paralel olarak politika faizini 25 baz puan indirirken FED Başkanı J. Powell Aralık ayı toplantısında faiz indirimlerinin devam etmesine ilişkin şimdilik bir görüş birliği olmadığını ifade ederek ilgili toplantıya ilişkin indirim beklentilerinin azalmasına neden oldu. Beklentilerin altında kalsa da enflasyon göstergelerinin merkez bankasının hedefi olan yüzde 2 seviyesinin oldukça üzerinde kalmaya devam etmesi indirim döngüsünün uzun süre devam etme ihtimalini sınırlıyor.

Öte yandan, son günlerde bankalar tarafından FED'den kullanılan gecelik repo fonlarının ve buna mukabil gecelik faiz oranlarının artması sonrasında FED, Ekim ayı toplantısında 1 Aralık itibarıyla miktarsal daralma (quantitative tightening) programını durdurma kararı aldı. Böylece başlangıçtan bu yana gerçekleşen yaklaşık 2,2 trilyon dolarlık bilanço küçültmesinin ardından programın şimdilik durdurulmasıyla birlikte FED tarafından piyasada yeterli miktarda fazla likiditenin bulunması sağlanmış olacak.

FED'den beklenen faiz indirimlerinin devam edebilmesi, önemli ölçüde gelecek enflasyon ve işsizlik rakamlarının seyrine bağlı bulunuyor. Özellikle ABD borsalarında tarihi zirvelerde bulunan fiyatlamalar da düşünüldüğünde olumsuz veri akışı ile sektöre uğrayabilecek faiz indirimleri bu varlıkların fiyatları üzerinde risk oluşturabilir. Mevcut fiyatlamalarda özellikle yapay zekaya bağlı yatırımların gelecek nakit akışlarının indirgenmesi önemli bir faktör olduğundan dolayı varlık fiyatlarının faiz patikasına olan esnekliği de yüksek olabilecektir.

Ekim ayında yurt dışındaki önemli gelişmelerden bir diğeri özellikle ABD kredi piyasasında yaşanan zararlar oldu. JP Morgan'ın düşük kalite (subprime) araç kredisi veren Tricolor'dan 170 mn \$ zarar etmesinin ardından uluslararası gerekçe göstererek iki bölgesel bankanın (Western Alliance ve Zions Bancorp) da yine verdikleri kredilerden zarar ettiklerini açıklaması endişeleri artırdı. Bunun sonrasında Bank for International Settlements tarafından yayımlanan bir çalışmada ABD sigorta şirketlerinin portföyünde bulunan özel kredilere (private loan) ilişkin kredi notlarının olması gerekenin üzerinde olabileceği uyarısına yer verildi. Söz konusu gelişmeler özellikle ABD piyasasında kredi döngüsünün sonlarına doğru gelmiş olabileceğine işaret ediyor. Şu ana kadar kredilerden kaynaklı oluşan zararlar sınırlı olsa da finansal istikrar açısından buradaki gelişmelerin yakından takip edilmesinde fayda bulunuyor. ABD piyasası için özellikle tahvil fiyatlamalarına baktığımızda faiz farklarının (spread) tarihi düşük seviyelerde seyretmeye devam ettiği görülüyor. Bu koşullar altında özellikle yabancı borçlanma senetleri tarafında riski görece düşük enstrümanların tercih edilmesi önemli olabilir.

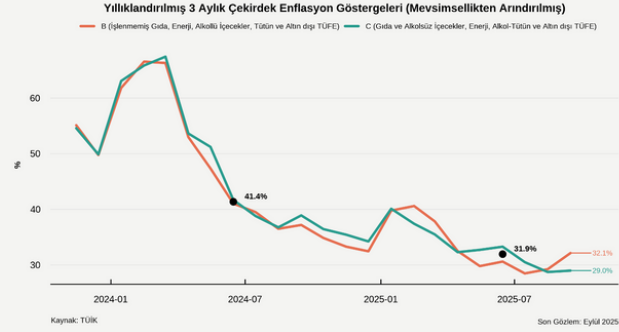
Ekim ayının sonunda Trump ve Xi Jinping arasında G. Kore'de gerçekleştirilen görüşmede ABD ve Çin arasında ticaret konularında gerginliği düşürme doğrultusunda bir prensip anlaşmasına varıldı. Anlaşma kapsamında iki ülke arasında nadir metaller ve çiplerin ticaretinin devam etmesinin yanısıra karşılıklı olarak limanlarda uygulanması beklenen ek maliyetlerin de düşürülmesi üzerine mutabakata ulaşıldı. Söz konusu gelişmeyi iki ülke arasında yıllardır süren ticaret savaşında bir ateşkes şeklinde değerlendirebiliriz. Her iki tarafın da birbirine karşı zayıflıklarını gidermek adına zaman kazandığı bu anlaşmanın ne kadar süre ile geçerli olacağına engel olacağını kestirmek son derece güç bulursa da söz konusu gelişme kısa vadede risk iştahını ve global büyümeyi destekleyebilecek bir unsur olarak ön plana çıkıyor.

Yukarıda saydığımız gerekçeler doğrultusunda, hem yurt içinde hem de yurt dışında kısa vadeli sabit getirili varlıkların görece cazip konumunu koruduğunu ve özellikle yurt dışı borçlanma araçları tarafında risk tercihinin önemini artırdığını değerlendiriyoruz. Özellikle ABD'de büyümenin daha önce beklenene göre son derece kuvvetli seyreldiğinin olması borsaları desteklerken ana endekslerde teknoloji hisselerinin ağırlığının yüksek olması yatırımcıların yapay zeka yatırımlarına bağlı döngüye ilişkin risklere dikkat etmesini gerektiriyor. Öte yandan, geçtiğimiz aya göre bir miktar azalış olsa da ABD'nin ticaret ve ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin getirdiği uç riskler nedeniyle dolar dışı para birimlerine çeşitlendirme yapılmasının risk yönetimi açısından önemli olabileceğini de değerlendirmeyi sürdürüyoruz.

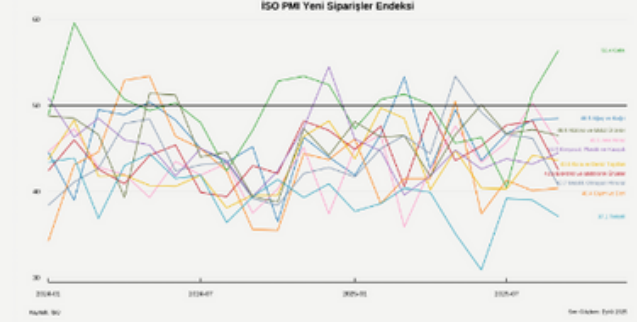
Aylardır bültenimizde vurguladığımız üzere küresel ekonomideki belirsizlikler ve jeopolitik risklere karşı güçlü bir korunma aracı olarak öne çıkan altın cephesinde geçtiğimiz ay sert hareketler izledik. İki yıldır süren yükseliş hareketinin şu ana kadarki en hızlı evresine geçen altının onsu önce 4.400 dolar seviyesine yaklaştıktan sonra 3.900 dolara doğru bir geri çekilme yaşadı. Jeopolitik riskler ve ekonomik belirsizlikler bir miktar azalsa da ana ekonomilerde kamu maliyesine ilişkin endişelerin yüksek kalması ve özellikle gelişmekte olan ülke merkez bankalarının istikrarlı talebi altını desteklemeye devam ediyor. Son iki yılda yaşanan kuvvetli yükselişlerin ardından artan oynaklığa karşı yatırımcıların ihtiyatlı olmasında fayda görüyoruz.

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

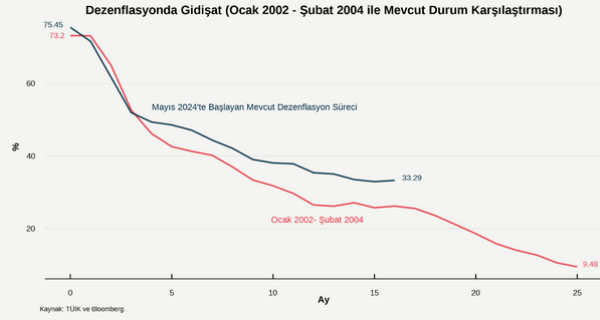
Eylül ayı rakamlarına göre mevsimsellikten arındırılmış son 3 aylık ortalama çekirdek enflasyon göstergeleri yıllıklandırılmış olarak yükseliş kaydederek merkez bankasının öngördüğü patikadan uzaklaştı.



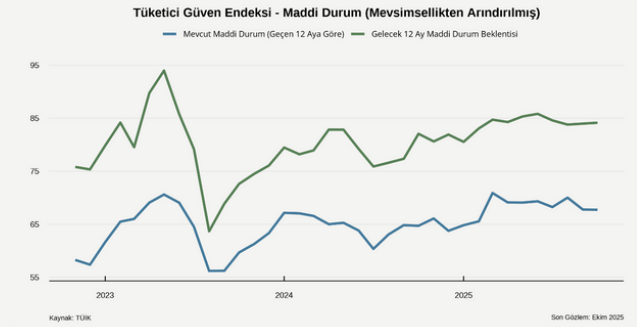
İSO imalat PMI anketinin Eylül ayı sonuçları yeni siparişlerin gıda hariç tüm anket yapılan sektörlerde gerilemeye devam ettiğini gösteriyor.



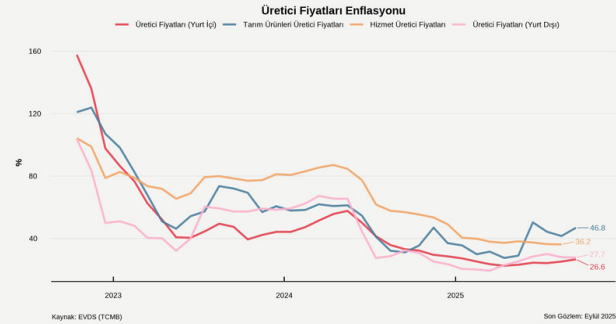
Yıllık tüketici enflasyonu Haziran 2024'te başlayan dezenflasyon sürecinin 16. ayında ilk kez yıllık bazda artış gösterdi.



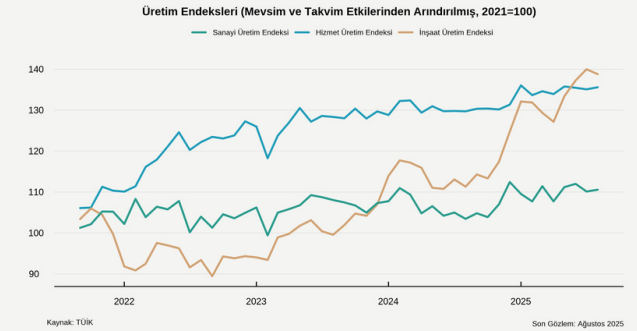
Enflasyonun halen yüksek seyretmesi sonucunda yılsonuna doğru ücretli çalışanların satın alma gücündeki azalmayla beraber tüketicilerin mevcut maddi duruma ilişkin beklentileri bozulmaya devam ediyor.



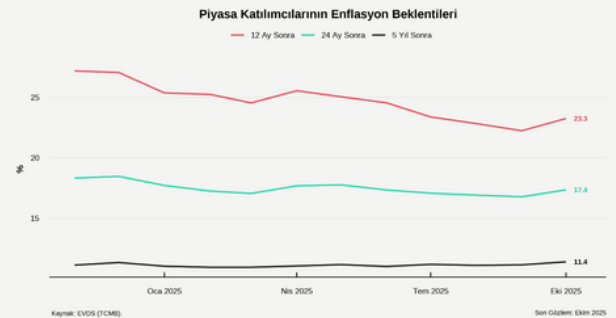
Özellikle işlenmiş gıda fiyatlarındaki olumsuz seyrin neticesinde üretici fiyat enflasyonundaki artış Eylül ayında sürerken tarım üretici fiyatları da yıllık bazda tekrar yükselişe geçerek tüketici fiyatları üzerindeki riskleri artırıyor.



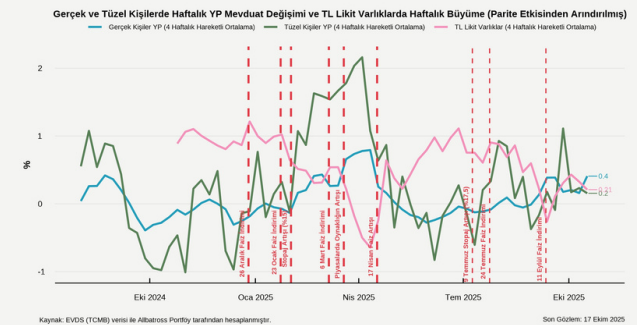
Ağustos ayında sanayi ve hizmet üretiminde ılımlı bir artış görülürken yılbaşından bu yana önemli bir büyüme gösteren inşaat üretiminde gerileme görüldü.



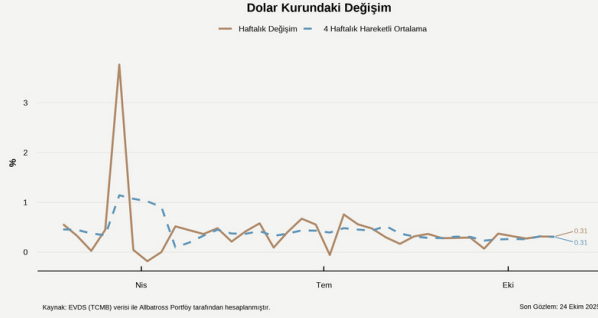
Son iki aydır enflasyon verilerinin beklenenin üzerinde gelmesi sonrasında piyasa katılımcılarının enflasyon beklentileri Ekim ayı anketinde tüm vadelere bozulma gösterdi.



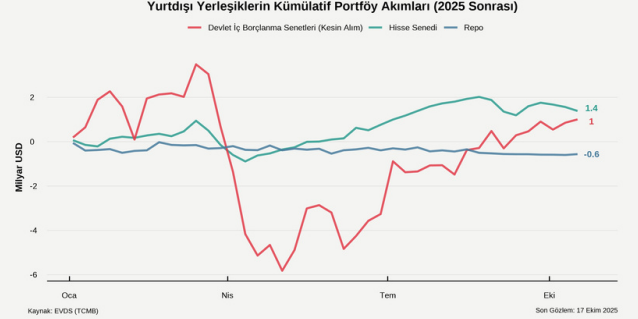
KKM'nin sona erdirilmesi ile başlayan bireysel YP mevduatındaki artış şimdilik sınırlı kalırken TL likit varlıkların haftalık artış hızı indirimlerine rağmen ılımlı bir şekilde toparlandı.



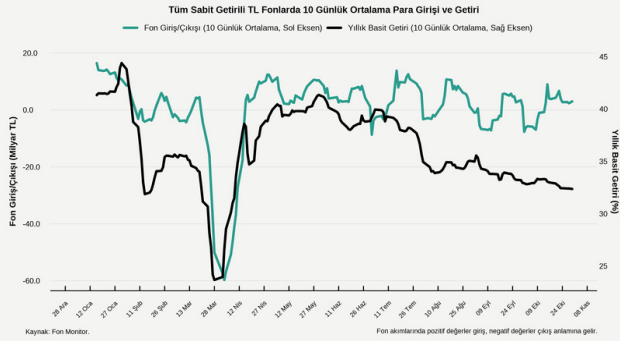
Dolar kurundaki haftalık artışlar enflasyon tarafından gelen verilerin bozulmaya başladığı Eylül ayından bu yana düşüş kalmaya devam ediyor.



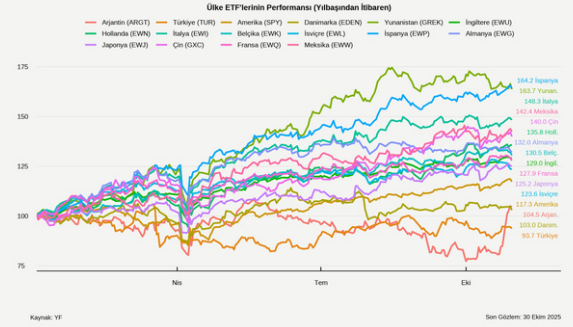
Nisan ayından bu yana görülen yabancıların net hisse senedi alımları son haftalarda tersine dönerken DİBS tarafında alımların sürdüğü görülüyor.



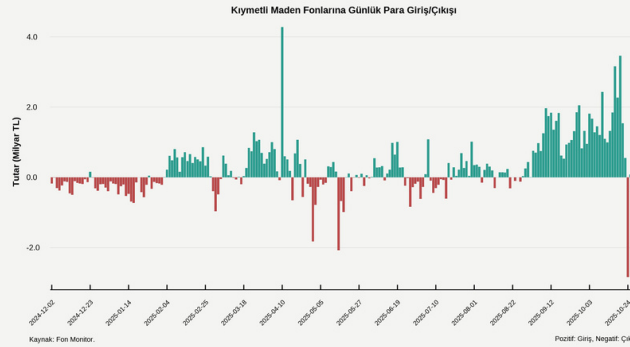
TL sabit getirili fonların net getirilerindeki düşüşe rağmen bu fonlara net para girişi pozitif seyrini sürdürüyor



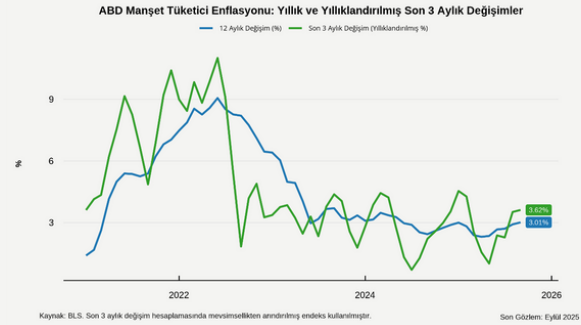
Yılbaşından bu yana dünya borsalarında önemli bir yükseliş görülürken özellikle iç talepteki yavaş seyrin de etkisiyle Türkiye borsasının performansı pek çok borsaya göre düşük kaldı.



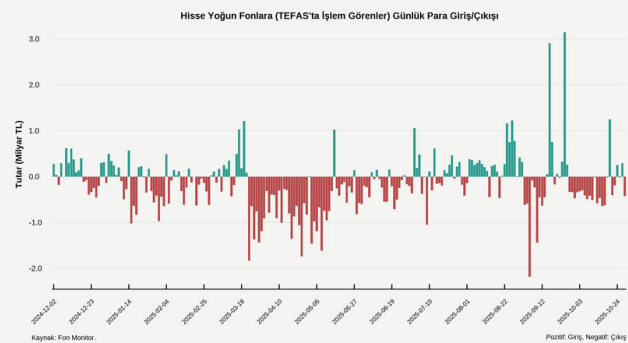
Özellikle altın ve gümüş tarafında yeni zirvelerin yaşanmasıyla birlikte bu varlıklara yatırım yapan yatırım fonlarına olan para girişleri de önemli bir artış gösterdi.



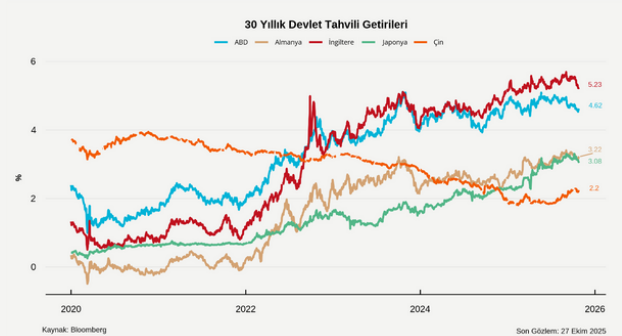
ABD'de Eylül ayı tüketici enflasyonu beklentilerin altında gerçekleşirken yıllık tüketici enflasyonu %3,0'a yükseldi. Verinin detaylarına bakıldığında gerek mal fiyatları gerekse çekirdek hizmet fiyatlarının artış trendinde ilimlî gerileme dikkat çekti.



Enflasyon rakamlarının beklentilerin üzerinde gelmesinin merkez bankasından beklenen faiz indirimlerini olumsuz etkilemesi sonrasında TEFAS'ta işlem gören hisse senedi yoğun fonlardan para çıkışları ağırlık kazandı.



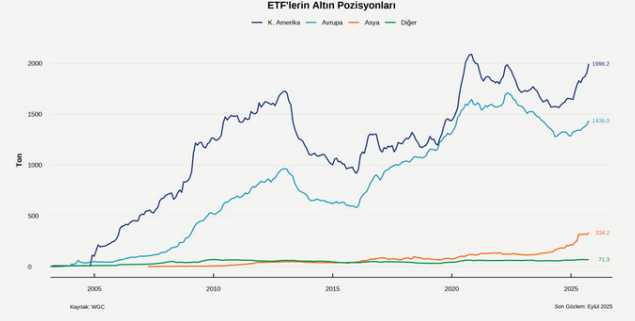
Ana ekonomilerde kamu maliyesine ilişkin endişelerle beraber son yıllarda önemli bir artış gösteren uzun vadeli faizler son haftalardaki olumlu haber akışı ile birlikte bir miktar gerilese de ileriye yönelik olarak riskler devam ediyor.



Son günlerde bir düzeltme yaşansa da kıymetli madenlerde yılbaşından bu yana yaşanan artış yüzde 50'nin üzerinde yer alıyor.



Pandemi sonrasında düşüş gösteren K. Amerika ve Avrupa'da yer alan borsa yatırım fonlarının (ETF) portföyünde bulunan altın miktarı son aylarda sert bir yükseliş göstermeye başladı.



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

Mansuroğlu Mahallesi Ankara Caddesi No:81
İç Kapı No:021 Bayraklı Tower
Bayraklı / İzmir