



ALBATROSS
PORTFÖY

**AYLIK EKONOMİK
GELİŞMELER BÜLTENİ**
EYLÜL 2025

GENEL DEĞERLENDİRME

Ağustos ayında tüketici enflasyonu yüzde 2,04 ile beklentilerin üzerinde gerçekleşirken, son üç aydır düşüşe katkı sağlayan gıda fiyatları bu kez yüzde 3'ün üzerinde artarak enflasyonun tahminleri aşmasında belirleyici oldu. Son birkaç ayda hızla artan tarım üretici fiyatlarının ardından bir geçişkenlik yaşanması beklentimizle uyumlu bir gelişmeydi. Ağustos ayında geçen yıldan farklı olarak özel üniversite fiyatlarında çok düşük bir artış yaşanırken esas yükselişin Eylül verisinde görülmesini bekleyebiliriz. Ayrıca Eylül ayına ilişkin çeşitli kuruluşlarca toplanan veriler ve beklenti anketleri yüzde 2,5'un üzerinde bir tüketici fiyat artışına işaret ediyor. Merkez bankası tarafından yayımlanan PPK toplantı özetinde de Eylül ayında ana eğilimde bir miktar yükseliş yaşanabileceği ifade edildi. Ağustos sonu itibarıyla B ve C çekirdek enflasyon göstergelerinin son 3 aylık ortalamaları yüzde 28'in üzerinde yıllıklandırılmış enflasyona işaret ederek gelecek yılsonu için olan yüzde 16'lık ara enflasyon hedefine ulaşabilmek adına daha alınması gereken önemli bir mesafe olduğunu gösteriyor. Eylül ayında enflasyonun ana eğiliminde bir bozulma meydana gelmesi işleri daha da zorlaştırabilir.

Öte yandan, merkez bankası tarafından açıklanan sektörel enflasyon beklentilerine göre hanehalkının 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi Eylül ayında gerilese de son 3 ayda değişim göstermedi. Reel sektörün enflasyon beklentileri ise Haziran'dan bu yana yaklaşık 3 puan düşüş gösterse de yüzde 36,8 ile oldukça yüksek bir seviyede bulunuyor.

Tüm bu gelişmeler Eylül ayı toplantısında beklentilerimize paralel olarak 250 baz puan indirim yapan merkez bankasının Ekim ayında aynı derecede bir indirim yapmasını zorlaştırıyor. Ekim ayında faiz indirimlerine ara verilme ihtimalini dışlamasak da baz senaryomuzda daha yavaş bir şekilde de olsa faiz indirimlerinin devam edeceğini varsayıyoruz. Eylül ayı enflasyonuna ilişkin açıklanacak veriler bu kapsamda önemli olacaktır. Ayrıca, her ne kadar Ağustos ayı Enflasyon Raporu için düzenlenen basın toplantısında TL'nin öncesine nazaran daha nötr bir patika izleyeceği ifade edilmiş olsa da enflasyona dair yukarıda sıraladığımız güçlükler şimdilik dezenflasyon sürecine katkı sağlayabilmek adına TL'nin reel değerlendirilmesine olan ihtiyacın arttığına işaret ediyor. Geçtiğimiz birkaç hafta içerisinde dolar kurunun önceki haftalara nazaran daha ılımlı bir şekilde artmış olması da bu tespitimizi destekliyor. TL'nin ılımlı bir düzeyde reel olarak değer kazanması faizlerin düşmeye başladığı bu dönemde TL likit varlıklara karşı azalan yatırımcı ilgisini de destekleyebilecek bir unsur olarak değerlendirilebilir.

Ekonomik aktiviteye baktığımızda ise gerek ISO PMI rakamları gerekse merkez bankası tarafından açıklanan kapasite kullanım oranları sanayide çarkların yavaş dönmeye devam ettiğini göstermeyi sürdürüyor. Perakende, hizmet ve inşaat sektörü güven endekslerinin alt detaylarına baktığımızda her ne kadar gelecek 3 aya ilişkin göstergeler faiz indirimlerinin başlamasıyla birlikte iyimserlik sergilese de mevcut satışlara ilişkin verilen cevaplar ticaretin yavaşladığını ima ediyor. Tüketici güven endeksinin detaylarında ise mevcut maddi koşulların tüketici için daha zorlu hale geldiği görülüyor. Enflasyonun yüksek seyretmesine karşın yılda bir kez ücret güncellemesi yapılmasının doğal bir sonucu olarak yılsonuna gelindikçe tüketicilerin önemli bir kısmının satın alma gücünde önemli bir düşüş meydana geliyor. Son dönemde hızlı artan kredi kartı borç bakiyeleri de tüketicilerin harcamalarını yumuşatabilmek adına yoğun bir şekilde kredi kullandığı tezini kuvvetlendiriyor.

Bu koşullar altında yılın geri kalanında iç talebin yavaş seyretmesini ve talebin daha ziyade ihtiyaç maddelerinde yoğunlaşmasını değerlendiriyoruz. Tarife belirsizliklerinin görece azalması ve ABD başta olmak üzere bazı ana ekonomilerde büyümenin daha önce beklenenden daha güçlü bir seyir izlemesi nedeniyle dış talebin büyümeye olumlu bir katkı sağlaması beklenebilir. Buna karşın iç talebe ilişkin yavaş seyir ile gelecek yıl sonu ara hedefine ulaşabilmek adına

para politikasının sıkı kalma gereksinimi ve enflasyonun istenilen patikada seyretmesine ilişkin belirsizlikler yurtiçi hisse senetlerine ilişkin zamanla kademeli bir iyileşme görülebileceği beklentimizi korumamıza neden oluyor. Öte yandan, beklenen yüksek reel getirisiyle kısa vadeli sabit getirili TL varlıkların görece cazibesini sürdürdüğü görüşümüz de yineliyoruz.

Yurtdışına baktığımızda Eylül ayının en önemli gelişmelerinin başında ABD merkez bankası FED'in yaptığı faiz indirimi geldi. FED, piyasa beklentilerine paralel olarak politika faizini 25 baz puan azaltırken üç ayda bir açıklanan FED üyelerinin ekonomik projeksiyonları ise dikkat çekiciydi. FED üyelerinin 2025 yılına ilişkin büyüme ve işsizlik projeksiyonlarında önemli bir değişim olmamasına rağmen bu yılsonuna ilişkin faiz indirim beklentilerinin öncesine göre medyan olarak 25 baz puan aşağı gelmesi güvercin olarak değerlendirilebilir. Karar sonrası FED Başkanı J. Powell yaptığı basın toplantısında enflasyonun hedeften uzaklaştığı ve işsizliğin de arttığı bu koşullar altında FED için risksiz bir patika bulunmadığını vurguladı. FED'in işsizlik tarafındaki riskleri daha yüksek gördüğü ve bu nedenle de bir risk yönetimi indirimi yaptığı anlaşılıyor. FED üyelerinin medyan tahminleri kalan iki toplantıda da 25'er baz puanlık indirim öngörülen üyeler arasındaki politika patikasına ilişkin görüş ayrılıkları ise dikkat çekiyor. Özellikle ABD Başkanı D. Trump tarafından yeni atanan üye S. Miran'ın diğer üyelere büyük ölçüde ayrılarak bu yıl için 125 baz puan daha faiz indirimi öngördüğü izlendi.

Ağustos ayına ilişkin ABD işgücü verileri beklentilerin üstünde bir zayıflık gösterirken işsizlik oranı yüzde 4,3'e yükseldi. Öte yandan, tüketici enflasyonu ve FED'in favori fiyat göstergesi olan kişisel tüketim harcamaları enflasyonu ise beklentilere paralel bir şekilde yükselişini sürdürerek FED'in enflasyon hedefi olan yüzde 2'nin önemli düzeyde üzerinde seyrediyor. Trump yönetiminin uyguladığı ekonomi politikalarının oluşturduğu stagflasyonist etkiler FED'in işini zorlaştırırken önümüzdeki dönemde enflasyona dair gelebilecek olumsuz veriler ya da işgücü piyasasına ilişkin güçlü veriler faiz indirim patikasında sert değişimlere neden olabilir.

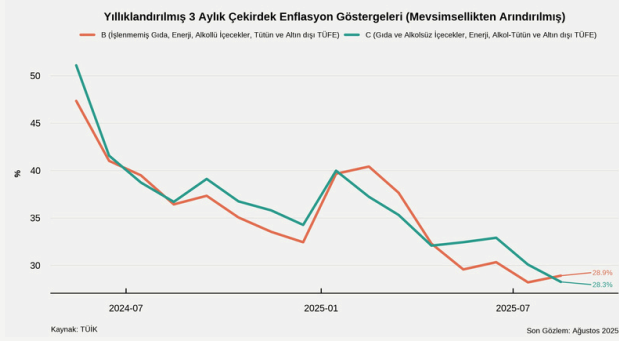
Özellikle ABD borsalarının üst üste tarihi zirveler yapması ve çeşitli değerlendirme kriterlerine göre tarihsel olarak yüksek sayılabilecek fiyatlamalara ulaşması faiz indirim patikasını değiştirebilecek bir veri akışının borsalar üzerinde kuvvetli düzeyde olumsuz etkileri olmasını sağlayabilir. Yatırımcıların bu risklere karşı dikkatli olması önem taşıyacaktır. Bahsetmiş olduğumuz riskler aynı zamanda uzun vadeli faizler üzerinde devam eden baskıyı da artırabilecektir.

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 dolar dışı para birimlerine çeşitlendirme yapılmasının risk yönetimi açısından önemli olabileceğini de değerlendirmeyi sürdürüyoruz.

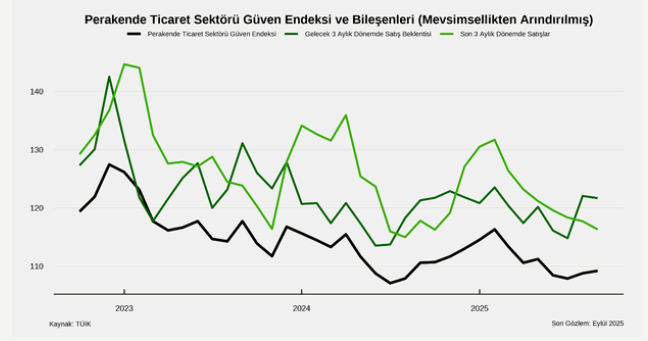
Aylardır bültenimizde vurguladığımız üzere küresel ekonomideki belirsizlikler ve jeopolitik risklere karşı güçlü bir korunma aracı olarak öne çıkan altın cephesinde ise hızlı yükselişin devam ettiğini görüyoruz. FED'in Eylül ayındaki faiz indirimi ve güvercin açıklamaları önemli bir yükseliş tetikledi. Öte yandan, daha önceki bültenlerimizde de vurguladığımız üzere makroekonomik arka plan altındaki artışı desteklemeye devam etse de son iki yılda yaşanan hızlı yükselişlerin ardından görülebilecek spekülasyon hareketlere karşı yatırımcıların ihtiyatlı olmasında fayda görüyoruz.

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

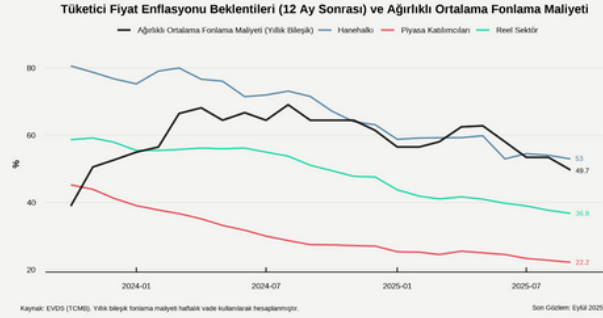
Mevsimsellikten arındırılmış son 3 aylık ortalama çekirdek enflasyon göstergeleri yıllıklandırılmış olarak yüzde 28 üstünde bir enflasyona işaret ederken Eylül ayında meydana gelebilecek olası bir bozulma merkez bankasının öngördüğü patikadan uzaklaşılmasına neden olabilir.



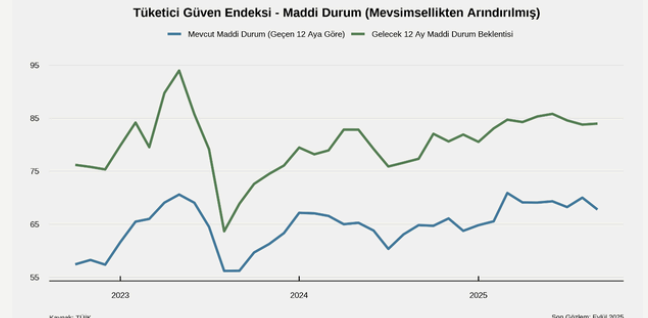
Perakende ticaret sektörü güven endeksinin alt detaylarına baktığımızda faiz indirimlerin başlamasıyla beraber geleceğe yönelik bir iyimserlik başladığını görsük de son 3 aylık satışların olumsuz seyrini sürdürdüğünü izliyoruz.



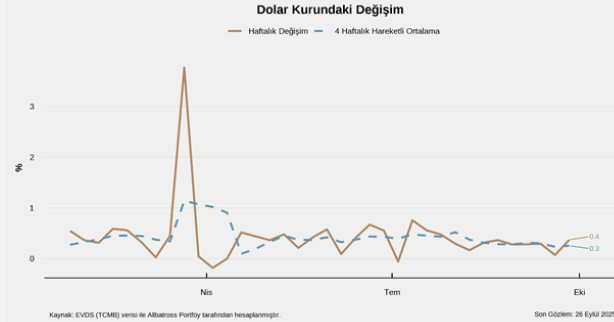
Hanehalkının 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi Eylül ayında 1,8 puan düşüş göstererek yüzde 52,99 seviyesine ulaşmasına rağmen Haziran ayındakine benzer düzeyde seyrediyor. Reel sektör beklentisi ise düşüşünü sürdürse de merkez bankasının öngördüğü patikanın oldukça üzerinde yer alıyor.



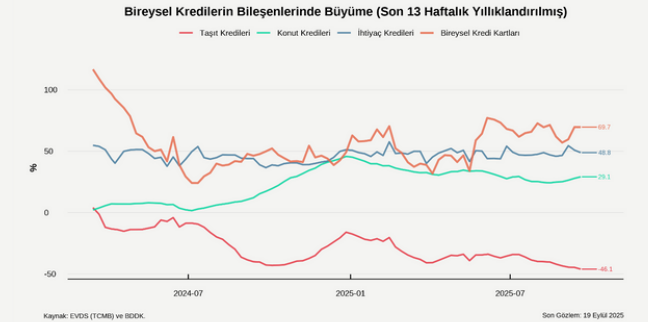
Enflasyonun halen yüksek seyretmesi sonucunda yılsonuna doğru ücretli çalışanların satın alma gücündeki azalmayla beraber tüketicilerin mevcut maddi duruma ilişkin görüşlerinin kötüleştiği izleniyor.



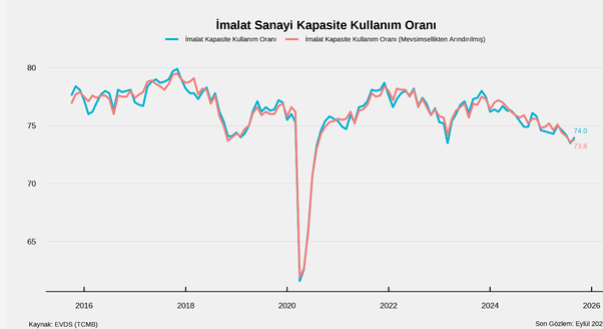
Dolar kurundaki son 4 haftalık ortalama haftalık değişim oranı Ağustos ayından bu yana gerilemeye devam ederek binde 3 seviyesine ulaştı. Mevcut koşullar şimdilik TL'de reel artış görülmeye olan ihtiyacı artırabilir.



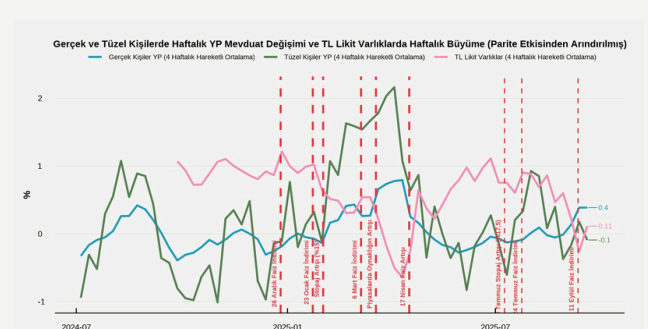
Satın alma gücündeki düşüşler sonrasında tüketicilerin harcamalarını yumuşatabilmek için kredi kartı kullanımını artırdığı ve bu kapsamda kredi kartı bakiyelerinde yüzde 70'e yakın yüksek bir artış ivmesi olduğu görülüyor.



Eylül ayında kapasite kullanımı oranı mevsimsellikten arındırılmış olarak sınırlı bir artış gösterse de pandemi hariç tutulduğunda son 10 yıldır görülen en düşük seviyelerine yakın seyrediyor.



Bireysel hesaplar için de KKM'nin sona erdirilmesi ile birlikte azalan KKM bakiyelerinin sonucu olarak bireysel YP mevduatı tekrar bir artış başlarken faiz indirimleri ve stopaj artışı sonrasında TL likit varlıkların artışında da bir geri çekilme izleniyor.



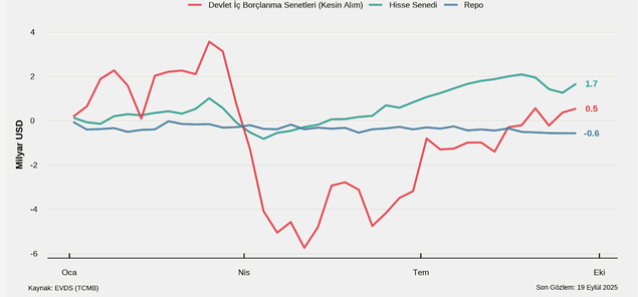
Sanayi ve hizmet üretiminde yavaş seyrin devam ederken geçen sene olduğu gibi inşaat sektörü üretimi güçlü kalmaya devam ediyor.

Üretim Endeksleri (Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış, 2021=100)



Yabancıların yılbaşından bu yana net DİBS alımları son aylarda görülen artışla beraber tekrar pozitif tarafa geçti. Hisse senetlerindeyse yaklaşık 1,7 milyar dolarlık toplam net alım yaptıkları görüldü.

Yurtdışı Yerleşiklerin Kümülatif Portföy Akımları (2025 Sonrası)



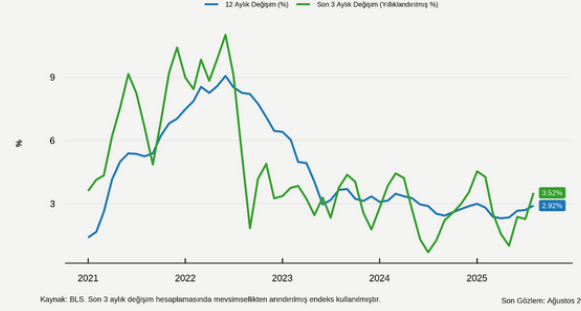
Merkez bankasının altın hariç brüt döviz rezervleri son haftalarda bir miktar gerileme gösterse de altın fiyatlarının artışının da olumlu etkisiyle beraber swap hariç net rezervler 50 milyar doların üzerindeki seviyesini koruyor.

TCMB Döviz Rezervleri (Altın Hariç, Milyar USD)



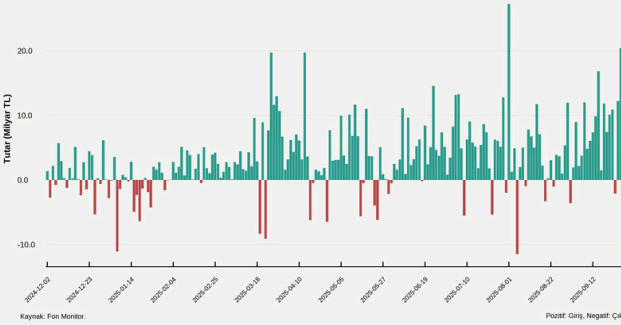
ABD'de Ağustos ayı tüketici enflasyonu %0,4 olarak beklentilerin üzerinde gerçekleşirken yıllık tüketici enflasyonu da yükseliş göstererek %2,9 seviyesine ulaştı.

ABD Manşet Tüketici Enflasyonu: Yıllık ve Yıllıklandırılmış Son 3 Aylık Değişimler



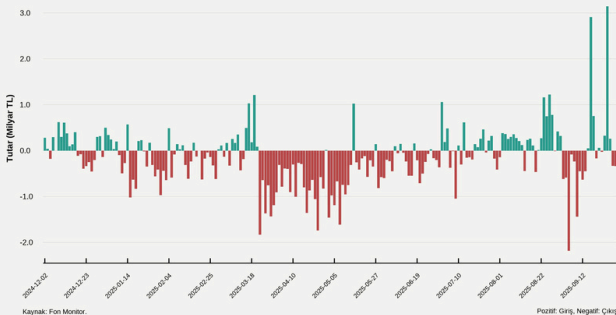
KKM bakiyelerinin azalması ve faiz indirimleriyle birlikte döviz fonlarına olan para girişleri hız kazandı.

Döviz Fonlarına (Kıymetli Maden Hariç) Günlük Para Giriş/Çıkışı



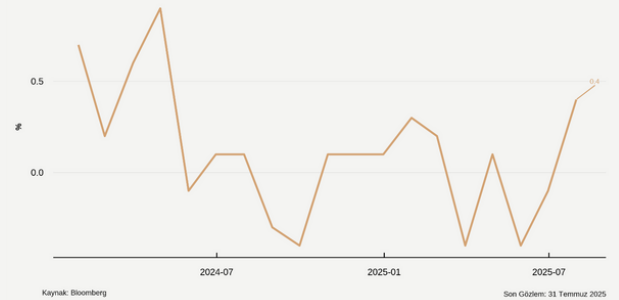
TEFAS'ta işlem gören hisse yoğun fonlara olan girişlerin de günlük olarak oynaklık gösterse de faiz indirimleri sonrasında artış gösterdiği izleniyor.

Hisse Yoğun Fonlara (TEFAS'ta İşlem Görenler) Günlük Para Giriş/Çıkışı



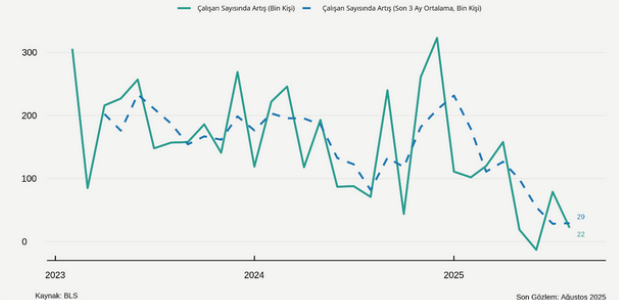
ABD'de ithalat fiyatlarının önemli bir düşüş göstermemesi şu ana kadar yapılan gümrük vergisi artışlarının büyük ölçüde ABD'deki ithalatçı firmalar ve tüketiciler tarafından karşılandığına işaret ediyor.

ABD İthalat Fiyatları Enflasyonu (Aylık)

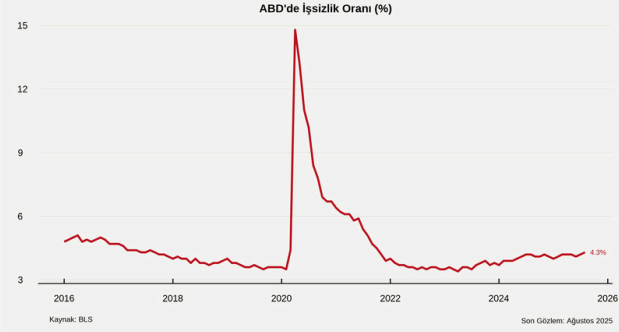


ABD'de tarım dışı istihdam Ağustos ayında beklentilerin önemli düzeyde altında 22 bin kişi artış gösterdi (beklenti 75 bin kişi). Haziran ayı verisi net olarak 13 bin kişilik iş kaybı olduğu şeklinde revize edildi. Böylece Covid döneminden bu yana ilk kez bir ayda iş kaybı kaydedildi.

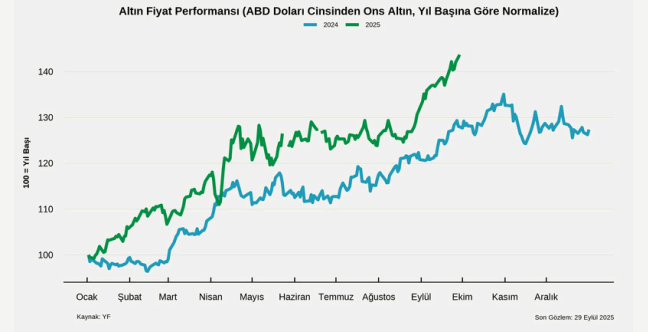
ABD'de Tarım Dışı İstihdam Artışı (Bin Kişi)



ABD'de işsizlik oranı yüzde 4,3'e yükselerek 2021'den bu yana gördüğü en yüksek seviyeye ulaşsa da tarihi olarak düşük seyrini sürdürüyor.



Altın dolara karşı geçen yılki yüzde 30'a yakın artışının ardından bu yıl da şu ana kadar yüzde 40 üzerinde olağandışı bir performans sergilemeyi başardı.



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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



ALLBATROSS PORTFÖY

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