



AYLIK MAKRO GÖRÜNÜM

Ağustos ve özellikle Eylül ayında enflasyonun beklentilerin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşmesi, fiyat dinamiklerine ilişkin algıları ciddi biçimde değiştirdi. Bu gelişmeler, enflasyon beklentilerinde önemli bir yukarı yönlü kaymaya neden olurken, para politikasına dair ileriye dönük öngörülerini de yeniden şekillendirdi; faiz oranları tarafında daha yüksek seviyelere yönelik beklentiler güç kazandı. Beklentilerdeki bu bozulma, finansal piyasalar üzerinde de belirgin bir baskı yaratarak risk algısını olumsuz etkiledi. Tüm bu gelişmelerin ardından, Merkez Bankası'nın bu tabloya vereceği tepki ve değerlendirmeleri merak konusu olmuştu. Yılın son Enflasyon Raporu'nda bankanın söz konusu gelişmelere ilişkin yaklaşımını netleştirdiğini ve kritik sorulara yanıt verdiğini gördük. Bu ay ekonomik gelişmeleri TCMB Enflasyon Raporu ekseninde değerlendireceğiz.

Ekim ayı enflasyon gerçekleştirmeleri bir miktar rahatlama yarattı ama yukarı yönlü revizyonları engelleyemedi... Ekim ayında TÜFE %2,55 artışla %2,70 olan medyan beklentinin altında gelirken, Ekim ayları son beş yıl ortalaması olan %2,90'ın ve geçen yıl aynı ay gerçekleşmesi olan %2,88'nin altında gerçekleşti. Mevsimlik ürünler hariç TÜFE'deki aylık artış da %1,81 ile önceki ay yaşanan yükselişin altında kaldı. Yönetilen/yönlendirilen fiyatların (kamu zamları) etkisini arındıran TÜFE-F göstergesine bakıldığında ise aylık artışın %2,70 olduğu görülüyor. Gıda grubunda %3,4 artış ile geçen yıl gözlenen %4,3 artışın altında bir gerçekleşme izlendi. Gıda dışı alt gruplardan giyim, konut, ev eşyası, sağlık, haberleşme, eğitim, lokanta-oteller ve çeşitli mal ve hizmetlerde alt gruplarında geçen yılın altında, içki-tütün, ulaştırma ve eğlence-kültür alt gruplarında geçen yılın altında değişimler kaydedildi. Ekim'de enerji grubunda %1,3'lük artış gözlenirken, geçen yılın %1,4 fiyat artışının hafif altında bir gerçekleşme izlendi. Giyim fiyatları mevsimlik değişiminin %12,4 artış ile geçen yılın %14,3 artışının altında olması da yıllık enflasyona aşağı yönlü etkide bulundu. Böylece, yıllık TÜFE de önceki ayki %33,29 seviyesinden %32,87'ye düşüş gösterdi.

- Merkez Bankası 2025 yılı için tahmin aralığını %31-%33 olarak yukarı yönde revize etti. 14 Ağustos'ta açıklanan bir önceki raporda 2025 yıl sonu için tahmin aralığı %25-29 olarak açıklanmıştı. 2026 yıl sonu tahmin aralığı ise bir önceki raporda olduğu gibi %13-19 olarak belirlendi.

Lütfen en altta yer alan uyarı notunu okuyunuz.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

Raporda, "2025 yılı enflasyon tahmin aralığı yukarı yönlü güncellenirken, para politikasına dair öngörülen patikanın önceki Rapor dönemine göre daha yukarıda kaldığı bir görünüm altında 2026 yılı tahmin aralığı korunmuştur." ifadeleri kullanıldı. Bir önceki enflasyon raporunda TCMB orta vadeli tahmin iletişimi çerçevesinde değişikliğe giderek tahmin patikasının yanı sıra her yıl için yıl sonu odaklı bir ara hedef tanımlamıştı. 2025, 2026 ve 2027 yılları için sırasıyla %24, %16 ve %9 olarak belirlenen ara hedefler mevcut rapor döneminde de korundu.

Faiz indirimlerine küçük adımlarla devam... TCMB önceki rapor Enflasyon Raporu ile birlikte hedefler ile tahminlerin ayrıştırıldığını, olağanüstü bir gelişme olmadıkça ara hedeflerin değiştirilmeyeceğinin taahhüt edildiğini ve içsel para politikası tepkisi ile giderilebilecek hedeften sapmalar olması durumunda tahmin aralığının da değiştirilmeyeceğini anlamış ve bu gelişmeleri olumlu karşılamıştık. Yeni iletişim stratejisinin bu ilk uygulamasında söz konusu ilkelere uygun hareket edildiğini "para politikasına dair öngörülen patikanın önceki rapor dönemine göre daha yukarıda kaldığı bir görünüm" mesajı ile de görmüş olduk. Kağıt üzerindeki bu olumlu gelişmeye rağmen, TCMB'nin yukarı çektiğini belirttiği faiz patikasının önceki durumu ve şu andaki durumu açısından bir yönlendirme olmadığından önümüzdeki dönemde faiz adımlarının seyri açısından ne ima ettiği konusunda henüz bir netliğin oluşmadığını söyleyebiliriz. Ancak Başkan Karahan'ın aşağıdaki mesajları, Bankanın faiz indirimlerine ara vermekten çok temkinli indirimlerle devam etme tercihinin ağır bastığını düşündürüyor; *"Enflasyon görünümü bozulduğunda para politikasının tekrar kalibre edilmesi gerekiyor. Bu da aslında faiz politikasının yukarı kayması demek. Bunu iki şekilde yapabilirsiniz. Bir tanesi faiz indirimlerine ara vermek ve bir süre durmak. Bir diğer yol da indirimlerin büyüklüğünü azaltmak. Bunlardan hangisinin doğru olduğu biraz daha bozulmanın detaylarına ve şiddetine bağlı. Bu detaylarda durmayı gerektirecek bir bozulma görmedik. Ama yine de önümüzdeki aylarda ikincil etkiler de olabileceği için bu riskleri göz önünde bulundurarak adım büyüklüğünü küçülttük. Yani özetle para politikasında bir sıkılaşma yapmış olduk ya da yeniden bir kalibrasyon yapmış olduk. Tabii daha fazlası gerekirse bunu da yapmaya hazırız."*

Büyüme görünümü hakkında TCMB'nin görüşleri ise çıktı açığı konusu ile ilgili değerlendirmelerden izlenebiliyor... TÜİK'in revize ederek açıkladığı 2025 yılının ikinci çeyreğine ilişkin büyüme verilerinin beklentilerin üzerinde gerçekleştiği ve revizyonlar sonrasında ilgili döneme ait çıktı açığı tahmininin -0,2 puan olarak yukarı yönlü güncellendiği açıklandı. Yakın döneme ilişkin verilerin, çıktı açığının üçüncü çeyrekte negatif bölgede seyrettiğine işaret ettiği belirtildi. Üçüncü çeyrek için çıktı açığı tahmini -2,0 puandan -0,6 puana güncellenirken, büyük ölçüde ikinci çeyrekteki güncelleme kaynaklı yukarı yönde bir değişiklik yapıldığı belirtildi. Önümüzdeki dönemde, finansal koşullardaki sıkılığın sürmesi ve küresel

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

gelişmelerin sınırlayıcı etkileriyle talep koşullarının dezenflasyon sürecine olan katkısının artacağına öngörüldüğü ifade edildi. 2026 yılı için verilen çıktı açığı tahminleri TCMB'nin büyüme beklentisinin %3,8 olan OVP tahmininin belirgin altında %2,5-3,0 aralığında belirlendiğini düşündürüyor. Ancak geçmişte de TCMB'nin çıktı açığı tahminlerinin sürekli yukarı yönde güncellenmesi, sıkı olduğu belirtilen finansal koşulların Bankanın vurguladığı ölçüde talep etkisinin gözlenmemesi, dezenflasyon sürecinde bu görünüme fazla bel bağlanmamasını gerektiriyor. Nitekim, Başkan Yardımcısı Akçay'ın para politikası sıkılık derecesine ilişkin yaptığı "Sıkılık kavramının sorgulamak önemli. Şundan dolayı, TGA ile ilgili soru gelmedi. Oysaki tarihi düşük. Bunun sebeplerinden biri de, şirketlerin sıkılaştırma dönemine ciddi tampon ve düşük borçlulukla girmesi. Bu onlar için çok iyi fakat faiz yüksekken şirketlerin finansman tarafında sisteme ihtiyacı yoksa sorun olmuyor. Ne zaman tamponlar eriyor ve şirketler fonlama tarafında sisteme muhtaç haline geliyorlar yüksek faiz o zaman sıkılık anlamına geliyor. Böyle baktığınızda, 2 senedir sıkıdır demek yanlış bir şey. Ne kadar sıkı kalacağımız ve bu sıkılık sonucunda iktisadi faaliyetin soğuma ihtimali ne kadar artar algısı yerleşirse, o zaman bahsettiğiniz kırılma gerçekleşebilecektir." açıklamanın yaklaşımımızı desteklediğini düşünüyoruz.

Yerleşiklerin döviz talebindeki artışın nedenlerine de değinildi...

Son dönemde yerleşiklerin döviz talebinde yeniden bir artış gözleniyor. Bu eğilim, hem mevduat kalemlerinden hem de yatırım fonlarındaki döviz talebinden izlenebiliyor. Merkez Bankası'nın blog sayfasında yayımlanan analizde de bu artışın kaynaklarına ilişkin önemli tespitler yer almıştı. Özellikle KKM hesaplarından FX mevduatlara geçişin hızlanması, bu sürecin temel belirleyicilerinden biri olarak öne çıkıyor. Nitekim KKM bakiyesi Ağustos-Ekim döneminde 29 milyar dolar azalarak 4 milyar doların altına gerilerken, bu tutarın yaklaşık 7,9 milyar dolarlık kısmı döviz hesaplarına dönüştü. Ağustos ayından itibaren gerçek kişiler için de KKM hesaplarının açılış ve yenileme işlemlerinin sonlandırılmasıyla birlikte dönüşüm oranı %80'i aştı. Kalan KKM mevduatlarının güçlü döviz eğilimi nedeniyle bu artış beklenen bir gelişmeydi. Gelecek dönemde yerleşiklerin döviz talebinin devam edip etmeyeceği, para politikası açısından kritik önem taşıyor. Zira bu eğilim, politika faizi patikasına dair beklentiler üzerinde etkili olabilir. Buna karşın, son haftalarda rezervler tarafında sınırlı bir toparlanma da dikkat çekiyor. Tüm swap işlemleri dâhil net uluslararası rezervler 50 milyar doların altına indikten sonra yeniden 58 milyar dolar seviyesine doğru bir iyileşme kaydetti.

Sıkı para politikası duruşunun yanında maliye politikası da "daraltıcı" bölgede devam ediyor... Bütçe dengesi Eylül ayında geçen yılın üzerinde açık verdi. Merkezi Yönetim Bütçesi Eylül ayında 309,6 milyar TL açık verdi, geçen yılın aynı ayında ise 100,5 milyar TL açık verilmişti. Eylül ayında vergi yapılandırması kapsamında toplam 1,6 milyar TL gelir yazıldı. Böylece, ilk dokuz ayda 17,0 milyar TL'ye ulaşıldı. 2024 yılı toplamında ise 59,4 milyar TL gelir yazılmıştı. Diğer

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

taraftan, Eylül ayında özelleştirme geliri kaydedilmedi, geçen yılın aynı ayında da gelir kaydedilmemişti. Faiz gelirleri 36,8 milyar TL'ye ulaşırken, faiz giderleri ise geçen yıla göre 87,9 milyar TL artışla 236,6 milyar TL oldu. Bu sonuçlarla, ilk dokuz aylık dönemde bütçe açığı 1 trilyon 217 milyar TL'ye yükselirken, son 12 aylık bütçe açığı ise 2 trilyon 249 milyar TL'ye (GSYH'ya oranla %3,9) yükseldi. Yeni OVP'de 2025 yılı bütçe açığı tahmini 2 trilyon 208 milyar TL (GSYH'ya oranla %3,6) düzeyinde açıklanmıştı. Maliye politikası duruşunu daha iyi temsil eden Hazine nakit dengesi gelişmelerine bakıldığında ise Ekim ayı verilerini görebiliyoruz. Hazine'nin Ekim ayı nakit bazında bütçe gerçekleştirmeleri açıklamasına göre, nakit bazlı bütçenin 36,0 milyar TL faiz dışı ve 195,9 milyar TL toplam açık verdiği görülmektedir. Bu sonuçlarla, ilk on ayda verilen açık 1 trilyon 834 milyar TL olurken, son 12 ayda verilen açık ise 2 trilyon 221 milyar TL'ye (GSYH'ya oranla %3,7) yükselmiş oldu. Geçen yıl aynı ayında nakit bazlı olmayan ve tahakkuk bazında açıklanan maliye verileri ise 186,3 milyar TL açık verildiğini yansıtmıştı. Hem geçen yıl hem de bu yıl için görünümün ise en sağlıklı olarak IMF çalışmalarında yer alan "Mali Teşvik (Fiscal Impulse)" kavramı üzerinden değerlendirilebileceğini düşünüyoruz. IMF bu büyüklüğü nakit bazlı bütçe faiz dışı dengesinin GSYH'ya oranla yıldan yıla değişimi olarak ölçüyor. Mali teşvikin pozitif olması bir önceki döneme göre genişletici maliye politikalarının, negatif olması ise daraltıcı maliye politikalarının uygulandığı anlamına gelmekte. IMF'nin ilgili raporunda 2024 için nasıl bir nakit açığı tahmin ederek %1,2 düzeyinde bir mali teşvik hesapladığı belirtilmemiş, ancak biz de Aralık itibarı ile son 12 aylık nakit bazlı bütçe gerçekleşmesini kullanarak benzer hesaplamaları yaptığımızda 2024 yılında mali teşvikin GSYH'ya oranla %2,1 oranına yükseldiğini bulmuştuk. Bu yıl ise, Ekim sonu itibarı ile aynı büyüklüğü ters yönde %1,5 olarak hesaplamaktayız. Bu ise, Maliye Politikasının şu ana kadar daraltıcı yönde seyrettiğini gösteriyor.

Cari işlemler açığı tarafında ise ılımlı yükseliş risk unsuru olmaktan uzak bir görünüm sergiliyor... Eylül ayı itibarıyla yıllık cari açık ise 20,1 milyar dolara (GSYH'ya oranla %1,3) yükselmiş oldu. Para politikasında kademeli gevşeme ve reel kurlarda değerlendirme eğiliminin devamı varsayımı ile cari açığın 22,0 milyar dolara yükseleceği tahminimizi paylaşmıştık. Buna karşılık, ilk çeyrek sonunda küresel görünümde tarife açıklamaları ile oluşan belirsizlik, başta ham petrol fiyatları olmak üzere enerji fiyatlarındaki oynaklık ve içeride 19 Mart türbülansı sonrası finansal koşullarda görülen sıkışmanın büyüme eğiliminde göstereceği etkiye bağlı olarak cari açık tahminlerimizde her iki yönde de değişiklik getirebileceği uyarısında bulunduk. İkinci çeyrek sonunda ise, para politikası tekrar temkinli bir gevşeme eğilimine girerken, diğer konularda belirsizlik ve oynaklık azalma eğilimindedir. Dolayısı ile, yıl sonu tahminimizi korumaktayız. Son Piyasa Katılımcıları Anketi'nde yıl sonu cari açık beklentisi 20,8 milyar dolar, haber ajanslarının son anketlerinde ise 22,0 milyar dolar görünüyor. Son OVP'de ise bu yıl için 22,6 milyar dolar açık tahmin edilmişti.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

Önemli Uyarı

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği göz önüne alınmalıdır.

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerini de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ve ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.'den herhangi bir talepte bulunulamaz.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. işbu rapor aracılığıyla bir Bilgi Sağlayıcısı tarafından veya analiz, araştırma ve görüş sağlayan çeşitli üçüncü şahıslar ("Üçüncü Taraf Araştırmacılar") tarafından hazırlanabilen analist araştırma ve görüşlerini ("Araştırma Raporları") sunmaktadır. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. bu türden Üçüncü Taraf Araştırmacılar üzerinde herhangi bir kontrolü bulunmamaktadır. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. olarak biz Üçüncü Taraf Araştırmacılar tarafından hazırlanmış Araştırma raporlarını desteklemiyor ve onaylamıyoruz ancak bunları tarafınıza bir hizmet veya kolaylık olarak sunmaktayız.

Hisse senetleri, sabit getirili yatırım araçları, emtia ve kaldıraçlı araçlar gibi yatırım araçlarına yönelik herhangi bir tavsiye, görüş veya öneri içeren üçüncü taraf araştırma raporları her zaman Şirketimizin görüşlerini yansıtmayabilir ve ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. içerikteki bilgilerin doğruluğunu kontrol etmemektedir.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. üçüncü taraf araştırmacılar tarafından hazırlanan ve müşterilerine sağladığı herhangi bir görüş, fikir, öneri veya gerçeklikler konusunda herhangi bir sorumluluk üstlenmemektedir ve rapora dayalı herhangi bir yatırım kararını ya da herhangi bir ürün ya da işlemin uygunluğunu ivedilikle reddetmektedir.

Üçüncü taraf araştırmasına dayalı olarak herhangi bir ürüne ilişkin müşteri tarafından verilen herhangi bir al, sat ya da tut kararı kendisi tarafından verilmiş olmalı ve hiçbir şekilde ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. tarafından desteklenmiş, etkilenecek ve atfedilmiş sayılmamalıdır. Yatırımcı, üçüncü taraf araştırma raporunun içeriğindeki bilgilerin kullanımına ilişkin hak ve riskleri değerlendirme sorumluluğunu bu bilgilere dayalı olarak tek başına almalıdır.

İstisnasız işbu bu araştırma raporuna dayanarak ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.'ye verilen herhangi bir emrin tavsiye edilmediği anlaşılmalıdır. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. bu tür araştırmaların doğruluğu, eksiksizliği veya güncelliğinden veya herhangi bir zamanda güncellenmesinden sorumlu değildir. ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. yatırım, vergi veya yasal tavsiye vermemektedir. Keza bu rapor, herhangi bir zamanda değiştirilebilir. Herhangi bir şart altında, söz konusu üçüncü taraf araştırmasında yer alan bilgiler, belirli bir yatırım veya menkul kıymetin satma teklifi veya satın alma talebi olarak kabul edilmemelidir.

Kişisel Verilerin Korunması Kanunu uyarınca aydınlatma metnimize buradan ulaşabilirsiniz.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Mevcut Çıkar Çatışmaları:

Şirket Unvanı **Beyan**