

**AYLIK MAKRO VE POLİTİK GÖRÜNÜM**

2026-2028 dönemi ekonomik hedefleri kapsayan Orta Vadeli Program (OVP) açıklandı. OVP’de yer alan makro tahminlere ilişkin genel bir değerlendirmenin yanı sıra beklentilerimizi ve mevcut gerçekleştirmelerin nasıl bir çerçeve çizdiğini paylaşmak isteriz;

Dezenflasyon sürecinin devamına ilişkin mesajlar veriliyor...

OVP’de yer alan enflasyon hedefleri, Merkez Bankası’nın son Enflasyon Raporu’nda açıkladığı tahminlerle uyumlu. Özellikle 2026 yılı için %16’lık hedef öne çıkıyor. Bu rakam, TCMB’nin açıkladığı %13–19 bandının orta noktasına ve ara hedef olarak belirlediği değere işaret ediyor. Ancak bu hedef, piyasa beklentilerinin ve bağımsız kurumların tahminlerinin oldukça altında kalıyor. Diğer taraftan enflasyon hedefine ulaşılabilirlik açısından büyüme hedeflerinde aşağı yönlü revizyonların dikkat çekici olduğunu belirtmek gerekir. Yine de TÜFE tahminlerinin oldukça iddialı olduğunun altını çizmek gerekiyor.

• **Ağustos enflasyon verileri nasıl gerçekleşti?** Ağustos ayında TÜFE %2.04 artış ile %1.8 artış yönündeki medyan beklentinin üzerinde gerçekleşti. Böylece, Ocak-Ağustos döneminde birikimli TÜFE artışı %21.5’e ulaştı. Geçen yıl Ağustos ayında %2.47 artış olurken, 2003 yılı bazlı endeksin Ağustos ayları son 5 yıl ortalaması ise %3.0 artışla bu yıl için baz etkisinin aleyhte olduğuna işaret ediyordu. Böylece, yıllık TÜFE de önceki ayki %33.52 seviyesinden %32.95’e düşüş gösterdi. Temel eğilim açısından izlenen göstergelerden; çekirdek enflasyon göstergesi B endeksi yıllık %32.7’ye ve C endeksi %33.0’e geriledi, hizmet fiyatlarının yıllık artışı ise %45.8’e yavaşladı. Para politikasının kontrol edebildiği alan olarak kabul edilen çekirdek enflasyon göstergelerinde son dönemde üretici maliyetlerinin belirgin düşmesi sayesinde kurların ılımlı artışının sürmesine rağmen olumlu eğilim devam ediyor. Bu bağlamda, ithalat fiyatlarının TL cinsinden karşılığının yıllık artışının düşük kalması ile, üretici fiyatlarının yıllık artışının %25.2 ve ara mali fiyat artışının %22.0 seviyelerinde bulunması maliyet yönlü baskıların zayıf kaldığını göstermektedir. Ağustos ayında, dayanıklı mal fiyatları ise aylık %0.7 artarken, temel mallar enflasyonu yıllık bazda %19.9 seviyesine geriledi. Buna karşılık, kurlardan daha sınırlı etkilenen ancak iç talep ve asgari ücret artışlarının belirgin etkilediği hizmet enflasyonu aylık %2.7 artış kaydederken, yıllık değişimini en fazla kira, ulaştırma ve diğer hizmetler aşağı yönde etkiledi. Haberleşme hizmetleri enflasyonu ise yükselirken, kira enflasyonu ise %74.3 yıllık

Lütfen en altta yer alan uyarı notunu okuyunuz.

ÜN LÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

artış ile yavaşlamasını sürdürdü. TÜİK tarafından açıklanan mevsimsel etkilerden arındırılmış verilere göre ise manşet TÜFE için %2,47'lik bir artış görülürken, çekirdek göstergelerden TÜFE-B %2,20, TÜFE-C ise %1,84 oranında yükseliş göstermişti. Söz konusu rakamlar bir önceki aya göre genel çerçevede yatay bir resmi işaret ederken, TÜFE-C göstergesinde daha belirgin bir iyileşmeyi işaret etmişti.

• **PPK toplantı kararının yankıları...** 11 Eylül tarihinde gerçekleştirilen PPK toplantısı karar metninde politika faizi adımlarının büyüklüğünün verilere bağlı ve toplantı bazında belirleneceği vurgusunun devam etmesi, enflasyon görünümünün ara hedeflerden belirgin bir biçimde ayrışması durumunda para politikası duruşunun sıkılaştırılacağı mesajının verilmesi, takip eden faiz indirim kararlarının büyüklüğünün gelişmelere göre farklı olabileceğini düşündürüyor. Ara hedeflerin daha bağlayıcı hale gelmesi ve kontrol ufkunda kalan 2026 hedefinin piyasa beklentileri ile karşılaştırıldığında "iddialı" görünmesi, fiyatlanandan daha sınırlı bir faiz indirimi patikası ima etmektedir. Ancak, 2026 ve 2027 için belirlenen ara hedeflerin tahmin belirsizlik aralığının orta noktası olması, mevcut durumda Bankanın bu hedefler üzerindeki riskleri dengeli gördüğünü düşündürmekte ve içsel para politikası patikasının bu hedeflere ulaşmada yeterli olacağını varsaydığını yansıtmaktadır. Dolayısı ile, ilerleyen dönemlerde tahmin belirsizlik aralığında gözlenecek değişimler faiz patikası anlamında beklentileri de belirgin şekilde etkileyecektir. Bir diğer deyişle, bundan böyle enflasyon görünümü bozulduğunda hedefi yukarı güncellemek yerine TCMB'nin gereken politika tepkisini vermesini bekleyeceğiz. Yeni strateji kağıt üstünde olumlu görünürken, uygulama ile birlikte daha da sağlıklı değerlendirebileceğimizi düşünüyoruz. Öte yandan, son dönem ortalaması %2.0 civarında seyreden enflasyonun ana eğiliminin bu yıl sonu tahmin aralığı içinde kalma anlamında yeterli olduğu söylenebilirken, buna karşılık gelecek yılın ara hedefi açısından yeni aşağı yönlü kırılmalara gerek olduğu açıktır. Buna ek olarak, milli gelir kapsamlı revizyonu ile birlikte TCMB'nin çıktı açığı tahminlerinin de yukarı yönde güncellenebileceği ve talep koşullarının öngörülenden daha sınırlı dezenflasyonist katkıya işaret ettiği bir görünümün ortaya çıkacağı da söylenebilir. Bütün bu gelişmeler, Bankanın piyasalarda fiyatlanan faiz indirim patikasına göre daha temkinli hareket etmesi gereğinin arttığını düşündürmektedir. Bu doğrultuda, Ekim ve Aralık toplantılarında faiz indiriminin boyutuna ilişkin belirsizliğin devam ettiğini düşünürken, yıl sonu politika faizinin büyük olasılıkla %35.50-36.50 aralığında oluşacağını düşünüyoruz.

OVP'de büyüme tahminlerinde aşağı yönlü revizyonlara rağmen, işsizlik oranlarında kesintisiz bir iyileşme beklentisi dikkat çekiyor. Ancak reel sektör cephesinde sıkı finansal koşulların ve yüksek finansman maliyetlerinin zorluk yarattığı biliniyor. Kredilere erişimde yaşanan sıkıntılar da bu tabloyu ağırlaştırıyor. Bunun sonucunda istihdam piyasası üzerinde baskı oluşması ve

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

işsizlik oranında bir kötüleşme görülmesi bekleniyor. Programda işsizlik oranının yıllar içinde kademeli şekilde gerilemesi öngörülse de bu düşüşün mevcut koşullar göz önüne alındığında iddialı olduğu söylenebilir. OVP'de 2025 yılı için GSYİH reel büyüme tahmininin %4 yerine %3,3, 2026 yılı için %4,5 yerine %3,8, 2027 için ise %5 yerine %4,3'e revize edildiği görüldü. 2025 yılı için tahminimiz %3 civarında bir GSYİH olmasına rağmen, en son geniş kapsamlı bir revizyonla beraber açıklanan milli gelir verilerinin 2Ç25'de %4,8 oranında güçlü bir yıllık büyümeyi işaret etmesi ve ilk yarı reel yıllık büyümesini %3,6'ya taşıması sonrasında tahminler üzerinde yukarı yönlü riskleri öne çıkardı. Diğer taraftan OVP dönemini kapsayan yıllar içerisinde işsizlik oranının da 2026 yılında %8,5'den %8,4'e düşüş, 2027'de %8,2'ye, 2028'de ise %7,8'e düşüş bekleniyor.

Maliye politikası tarafında OVP, bütçe dengesi/GSYİH oranına ilişkin önemli güncellemeler içeriyor. 2025 yılı için bu oranın daha önceki tahminlere göre yukarı yönlü revize edildiği görülüyor. Bu değişiklik, Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'in daha önce işaret ettiği gibi, gelir tarafında beklenen performansın yakalanamaması ancak harcamaların programla uyumlu sürdürülmesiyle açıklanıyor. OVP'de bütçe açığının milli gelire oranının 2025'te %3,5 civarında kalacağı, 2026'da ise benzer seviyelerde devam edeceği öngörülüyor. Geçen yıla ait OVP'de 2025 yılı bütçe açığı/ GSYİH oranı %3,1 olarak tahmin edilirken, yeni OVP'de %3,6'ya revize edildiği görülüyor. Yine 2026 ve 2027'ye ilişkin bütçe açığı / GSYİH tahminleri sırasıyla %2,8 ve %2,5 seviyelerinden %3,5 ve %3,1'e revize edildi. Yukarı yönlü revizyoların ana kaynağının ise bir önceki OVP'ye göre daha düşük büyüme oranlarının tahmin edilmesinin olduğu görülüyor.

- Merkezi Yönetim Bütçesi Ağustos ayında 96,7 milyar TL fazla verdi, geçen yılın aynı ayında ise 129,6 milyar TL açık verilmişti. Ağustos ayında vergi yapılandırması kapsamında toplam 1,7 milyar TL gelir yazıldı. Böylece, ilk sekiz ayda 15,4 milyar TL'ye ulaşıldı. 2024 yılı toplamında ise 59,4 milyar TL gelir yazılmıştı. Diğer taraftan, Ağustos ayında 6,8 milyar TL özelleştirme geliri kaydedildi, geçen yılın aynı ayında ise 5,0 milyar TL gelir kaydedilmişti. Faiz gelirleri 27,2 milyar TL'ye ulaşırken, faiz giderleri ise geçen yıla göre 82,0 milyar TL artışla 179,7 milyar TL oldu. Bu sonuçlarla, ilk sekiz aylık dönemde bütçe açığı 907,6 milyar TL'ye gerilerken, son 12 aylık bütçe açığı ise 2 trilyon 40 milyar TL'ye (GSYH'ya oranla %3,6) düştü. Hazine ve Maliye Bakanı Şimşek bütçe konusundaki OVP sunumu açıklamasında, "2025'te faiz giderlerinin milli gelire oranı, yüzde 3,3. Gelecek sene, 3,5'e çıkıyor. Daha sonraki 2 yılda, tekrar 3,4 ve 3,3'e iniyor. Peki bu geçici artış nereden kaynaklanıyor? Temel sebep şu, 2023 ve 2024'te önemli faiz dışı açık verdik. Faiz dışı açık verdiğiniz zaman, faiz giderleriniz artar. Türkiye çok büyük bir deprem felaketi yaşamıştı, programla beraber depremin yaraları sardı, faiz dışı açığı bundan verdik. Türkiye, 90 milyar doları deprem yaralarını sarmak için harcıyor. Bunun önemli bir kısmını, borçlandık. Bunun faiz gideri olur ve faiz dışı açık verirsiniz. Bundan dolayı da geçici olarak faiz

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

harcamalarında sınırlı bir artış var. Bunun sebebi kamunun sorumsuzluğu değil, deprem yaralarını sarmak için borçlandığımız ve bu nedenle ortaya çıkan faiz gideri. Bu, program sayesinde önemli bir risk teşkil etmiyor. Çünkü, OVP tekrar faiz dışı artışı ima eden bir patika sundu ve buna yönelik tedbirleri alacağız, alıyoruz. Önümüzdeki 3 yılda, faiz dışı fazlayı hedefleyerek, faiz harcamalarının bütçe içindeki veya milli gelire oranla artışını engelleyeceğiz, tekrar düşüş patikasına koyacağız.” Dolaylı vergiler açısından kritik olan iç talep görünümü ve deprem için ayrılan ödeneklerin kullanım durumu, bütçe açığının yeni OVP öngörüsüne göre ne ölçüde farklılaşacağı açısından belirleyici olmaya devam edecektir.

Cari İşlemler Dengesi tarafına bakıldığında kademeli iyileşme beklentisinin öne çıktığı takip ediliyor... Cari işlemler açığının GSYİH’ye oranının 2025 yılı sonunda %1,4 olacağı program sonunda ise açığın GSYİH’nin %1’ine kadar gerileyeceği öngörülüyor. Bu noktada dış açık tahminlerinin beklentilerden daha iyimser bir tablo çizdiğinin altını çizmek gerekir. Diğer taraftan küresel ticaret politikalarının ABD tarafından yeniden yazıldığı bir dönemde özellikle ihracat performansı tarafında tahminleri yapmayı da zorlaştırdığını belirtmek gerekir. En son açıklanan TCMB verilerine göre Temmuz ayında cari işlemler dengesi 1 milyar 766mn dolar fazla verdi. İlk altı ay gerçekleşmesinde sınırlı aşağı yönlü revizyon gözlemlendi. Böylece, ilk yedi aylık dönemde verilen açık 21,2 milyar dolara gerilerken, son 12 ayda verilen cari açık ise 18,8 milyar dolara (GSYH’ya oranla %1,3) inmiş oldu. Buna ek olarak, Ağustos ayı gümrük dış ticaret öncü verileri geçen yılın aynı ayının 0,8 milyar dolar altında dış açığa işaret ederken, son 12 aylık cari açığın yataya yakın seyrini koruyacağını düşündürüyor. Öte yandan, Temmuz ayında manşet açığıdaki iyileşmeye ek olarak cari dengenin temel eğilimi açısından takip edilen enerji dışı cari dengenin 5,5 milyar dolar fazla, enerji ve altın dışı (çekirdek) cari dengenin ise 6,0 milyar dolar fazla ile geçen yılın aynı ayının üzerinde fazla verdiği gözlenmektedir. Bu doğrultuda, son 12 aylık dönemde enerji dışı cari fazla 30,4 milyar dolara, enerji ve altın hariç cari fazla ise 47,2 milyar dolara yükselmiş oldu. Finansal koşullardaki sıkılaşma, küresel belirsizlikler ve enerji maliyetlerindeki oynaklık azalırken, yıl sonu cari açık tahminimizi 22,0 milyar dolar olarak koruyoruz... Cari denge 2023 yılında 41,5 milyar dolar açık (GSYH’ya oranla %3,7) verirken, bu değer 2024 yılında 10,5 milyar dolara (GSYH’ya oranla %0,8) gerilemişti. Türkiye’nin 1992-2023 dönemi cari açık ortalaması ise milli gelire oranla %3.0 civarında hesaplanıyor. Net altın ve net enerji ithalatındaki azalış 2024 yılında cari dengeyi aşağı çeken ana unsurlardan olmuştu. Net altın ithalatı 13,6 milyar dolar ile 2023 yılına göre 12,1 milyar dolar gerilerken, net enerji ithalatı ise 49,1 milyar dolar ile 2023 yılının 3,6 milyar altında açık vermişti. Dolayısı ile, cari açığa önceki yıla göre gözlenen 29,9 milyar dolar iyileşmenin %53 gibi önemli bir kısmı bu iki kalemden gelirken, hizmet ticareti revizyonu da katkı sağlamıştı. Bu yıl ise, para politikasında kademeli

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

gevşeme ve reel kurlarda değerenme eğiliminin devamı varsayımı ile cari açığın 22,0 milyar dolara yükseleceğı tahminimizi yıla başlarken aktarmıştık. 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 türbölansı sonrası finansal koşullarda görülen sıkılaşmanın büyüme eğiliminde göstereceğı etkiye bağılı olarak cari açık tahminlerimizde her iki yönde de değışiklik getirebileceğı uyarısında bulunduk. İkinci çeyrek sonunda ise, para politikası tekrar gevşeme eğilimine girerken, diğerkonularda belirsizlik ve oynaklık azalma eğilimindedir. Dolayısı ile, yıl sonu tahminimizi korumaktayız. Son Piyasa Katılımcıları Anketi'nde yıl sonu cari açık beklentisi 20,3 milyar dolar, haber ajanslarının son anketlerinde ise 20,0 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 diğerkaynaklardan 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 değışikliğe uğrayabileceğı 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, etkilenmiş 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
----------------------	--------------