



AYLIK MAKRO GÖRÜNÜM

Eylül ayı verileri, enflasyon görünümünde belirgin bir kırılma yarattı. Beklentilerin kayda değer ölçüde üzerinde gelen aylık TÜFE artışı, yıl sonu tahminlerinde yukarı yönlü revizyonları ve para politikasına ilişkin beklentilerde yeniden konumlanmayı beraberinde getirdi. Bu nedenle, Eylül gerçekleştirmeleri sonrasında hem tahmin patikasında hem de politika adımlarına yönelik öngörülerde oluşan bu değişimin nedenlerini ve bundan sonraki döneme dair olası yönü değerlendirmek, mevcut tabloyu bütüncül biçimde ortaya koymak açısından önem taşıyor:

Yüksek Eylül enflasyonu ve nedenleri... Eylül ayında TÜFE %3,23 artışla %2,50 olan medyan beklentinin üzerinde gelirken, Eylül ayları son beş yıl ortalaması olan %2,60'ın ve geçen yıl aynı ay gerçekleşmesi olan %2,97'nin üzerinde gerçekleşti. Mevsimlik ürünler hariç TÜFE'deki aylık artış da %3,13 ile önceki ay yaşanan yükselişin üzerinde kaldı. Yönetilen/yönlendirilen fiyatların (kamu zamları) etkisini arındıran TÜFE-F göstergesine bakıldığında ise aylık artışın %3,35 ile benzer boyutlarda olduğu görülüyor. TCMB, TÜİK'in mevsimsel düzeltilmiş TÜFE verilerini yayınlaması sonrası, Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu'nu şu ana tespitleri yaptı: "Aylık bazda gıda ve hizmet, fiyat artışları ile öne çıkan ana gruplar olmuştur. Gıda fiyatları zirai don ve kuraklık kaynaklı arz yönlü unsurların da etkisiyle olumsuz seyretmeye devam etmiştir. Bu dönemde hem işlenmemiş hem de işlenmiş gıda fiyat artışları güçlü seyretmıştır. Temel mal grubu aylık fiyat artışında, yeni sezona geçişe bağlı etkilerin gözlendiği giyim ve ayakkabı grubu yanında dayanıklı tüketim mallarının etkisi hissedilmiştir. Hizmet enflasyonunun bir önceki aya kıyasla yükselmesinde birçok kalemde izlenen okula dönüş etkisi belirleyici olmuştur. Bu bağlamda; eğitim (özel üniversite), ulaştırma (okul servis ücreti) ve lokanta-otel (yurt ücretleri) hizmet kalemleri öne çıkmıştır. Keza, okula dönüşün aylık tüketici enflasyonuna etkisi yaklaşık 0,7 puan olmuştur. Diğer taraftan, eylül ayında mevsimsel unsurlarla yüksek seyreden sözleşme yenileme oranına rağmen aylık kira enflasyonu bir önceki aya kıyasla güç kaybetmiştir. Bu görünüm altında, aylık enflasyonun ana eğilimi bir önceki aya kıyasla yükselmiştir."

2025 & 2026 yılsonu TÜFE tahminlerinde yukarı yönlü revizyon... Önümüzdeki dönemde enflasyonun seyrinde, başta petrol olmak üzere küresel çapta emtia fiyatlarının ne yönde

Lütfen en altta yer alan uyarı notunu okuyunuz.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

seyredeceği dışsal koşullar açısından ana belirleyicilerden biri olmaya devam edecek. CRB tüm emtialar endeksinin Eylül’de %1,0 gerilemesine ek olarak son 12 aylık dönemdeki değişiminin %9,6 artışa yavaşlaması dış kaynaklı maliyet baskılarının enflasyonist etkisinin sınırlı kalmaya devam ettiği anlamına gelmektedir. Buna ek olarak, Eylül ayında ortalama kur sepetinin %1,7 ile sınırlı artış göstermesi ve son 12 aylık birikimli artışının %25,0 ile aynı dönem enflasyonun altındaki seyrini sürdürmesi, döviz kurlarının maliyet kanalı üzerinden dezenflasyon hedefine yardımcı olmaya devam ettiğini göstermektedir. Yılın ilk çeyreğinde mevsimsellikten arındırılmış enflasyon ortalaması %2,6’ya yükseliş gösterirken, ikinci çeyrekte bankalara uygulanan kredi sınırlarının korunması, para politikasının sıkılaştırması ve döviz satış müdahalelerinin desteği ile TL’de reel değerlenme eğiliminin tekrar sağlanması sonrası ikinci çeyrek ortalamasının %2,1 civarına yavaşladığı izlenmişti. Buna karşılık, Temmuz ayında idari kararlarla %2,6’ya doğru hızlanan mevsimsellikten arındırılmış artışın Ağustos’ta değişmediği ve Eylül’de yükseldiği de anlaşılmakta. Bu ise, TCMB yıl sonu tahmin aralığı üst sınırının aşılmasının kesinleştiğini düşündürüyor. Bu doğrultuda, yılın kalan döneminde kurlar, ücretler, yönetilen fiyatlar ve emtia fiyatlarında şok bir gelişmenin gözlenmemesi durumunda enflasyonun 2025 sonunda %31,0 civarında oluşabileceğini düşünüyoruz. Eylül görünümü ve ileriye yönelik risklerin daha çok masaya gelmesi ile 2026 enflasyon tahminlerinde de yukarı yönlü revizyonun gerekli olduğunu düşünüyoruz. Bu çerçevede TÜFE artışının gelecek yılı %23’e yakın bir yerden kapayacağını düşünüyoruz.

TCMB enflasyon tahmin aralıklarında revizyona gidecek mi?

Merkez Bankası Ağustos ayında yayınlanan son Enflasyon Raporu’nda ise orta vadeli tahmin iletişimi çerçevesinde değişikliğe giderek tahmin patikasının yanı sıra her yıl için yıl sonu odaklı bir ara hedef tanımlamıştı. Bu doğrultuda, 2025 ve 2026 yılları için ara hedefler sırasıyla %24 ve %16 olarak belirlenirken, tahmin aralıkları aynı sıra ile %25 - %29 ve %13 - %19 olarak açıklanmıştı. Hedef ve tahminlerin ayrıştırılmasını olumlu bulduğumuzu ve bu haliyle enflasyon hedeflerinin TCMB açısından daha bağlayıcı hale gelirken, olası para politikası tepkilerinin daha zamanlı ve uygun dozda verilmesine yardımcı olacağını düşündüğümüzü daha önce belirtmiştik. Buna karşılık, son Enflasyon Raporu’nda verilen iki yıllık enflasyon patikası (TCMB 2025 sonu ara hedefi %24,0, 2026 sonu ara hedefi %16,0) Piyasa Katılımcıları Anketi’nde gözlenen beklentilerin (2025 sonu beklentisi %29,9, 2026 sonu beklentisi %20,8) belirgin altında kalmaya devam ediyor. Ara hedeflerin daha bağlayıcı hale gelmesi ve kontrol ufku içinde kalan 2026 hedefinin piyasa beklentileri ile karşılaştırıldığında “iddialı” görünmesi, fiyatlanandan daha sınırlı bir faiz indirimi patikası ima etmektedir. Öte yandan, son çeyrek ortalaması önceki çeyreğe göre yükselen mevsimsellikten arındırılmış enflasyonun bu yıl sonu TCMB tahmin üst sınırına yakın kalma anlamında bile yeterli olmadığı söylenebilirken, buna ek

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

olarak gelecek yılın ara hedefine ulaşma açısından belirgin aşağı yönlü kırılmalara gerek olduğu açıktır. Buna ek olarak, milli gelir kapsamlı revizyonu ile birlikte TCMB'nin çıktı açığı tahminlerinin de yukarı yönde güncellendiği ve talep koşullarının öngörülenden daha sınırlı dezenflasyonist katkıya işaret ettiği bir görünümün ortaya çıktığı da söylenebilir. Bütün bu gelişmeler, Bankanın piyasalarda fiyatlanan faiz indirim patikasına göre çok daha temkinli hareket etmesi gereğinin arttığını düşündürmektedir.

Para politikası çerçevesinde daha sıkı görünüm gerekliliği ve değişen tahminleri... Sıradaki ilk PPK toplantısı 23 Ekim'de gerçekleşecek. PPK 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 düşündürmektedir. Bu doğrultuda, Ekim toplantısında faiz indirimi boyutunun belirgin küçüleceğini ve hatta faiz indirimlerine ara verilme olasılığının bile bulunduğunu söyleyebiliriz. Aralık'taki kararın ise Ekim-Kasım TÜFE gerçekleştirmeleri ile 7 Kasım'da açıklanacak Enflasyon Raporu tahminlerine bağlı olarak şekilleneceğini düşünüyoruz. Mevcut noktada daha sınırlı bir faiz indirimi olasılığını göz ardı etmememize rağmen, yılın geri kalan iki toplantısında 150bps ve 100bps olmak üzere iki faiz indirimi ile politika faizinin yılı %38 seviyesinden bitirebileceğini düşünüyoruz. Buna ek olarak 2026'da da bir önceki tahminlerimize göre daha sınırlı bir faiz indirimi patikası çerçevesinde yılsonu politika faizini %28,5 civarında gerçekleştirebileceğini düşünüyoruz.

TL'nin seyrine ilişkin beklentiler ve TCMB rezerv yönetimi... Son iki aydır beklentiler üzerinde gelen enflasyon TL'de reel değerlenme nedeni olarak öne çıkıyor. En son olarak, TCMB tarafından açıklanan TÜFE bazlı Reel Efektif Döviz Kur Endeksi (REDK) 2025 Eylül ayında önceki 69,92 seviyesinden %1,30 artışla 70,83'e yükseldi. Yurt içi ÜFE bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi ise Eylül ayında aylık bazda %0,4 artışla 94,03 seviyesine yükseldi. Dolayısıyla Şubat-Temmuz arasında yaşanan reel değer kayıpları sonrasında Ağustos ve Eylül ayları yeniden değerlenmenin yaşandığı aylar oldu. Gelecek dönemde, Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Akçay'ın da daha önce vurguladığı üzere, TL'deki reel değer değişimlerinin dar bir bantta seyretmesi beklenebilir. Zira belirgin bir reel değer kaybı, hâlihazırda zorlukla sürdürülen dezenflasyon sürecini sektöre uğratma riski taşıırken; aşırı bir reel değerlenme de reel sektör açısından maliyet ve rekabetçilik sorunları yaratma potansiyeline sahiptir. Bu çerçevede, kurun yıl genelinde enflasyon oranına paralel bir değer kaybı göstermesi durumunda, yıl sonu dolar/TL seviyesinin 43-44 bandında oluşması olası görünmektedir. Kur dengesinin korunmasında Merkez Bankası'nın rezerv yönetimi belirleyici olmaya devam edecektir. Son dönemde açıklanan veriler, swap işlemleri

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

hariç net uluslararası rezervlerde yeniden belirgin bir iyileşme yaşandığını ve seviyenin yaklaşık 60 milyar \$'a ulaştığını göstermektedir. Bu görünüm, olası döviz talepleri karşısında Merkez Bankası'nın manevra alanının güçlendiğine işaret etmektedir.

Dezenflasyon sürecinde ikinci çeyrekte beri daha belirgin bir destek sağlayan maliye politikasında son durum... Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan Ağustos ayı bütçe sonuçları, vergi tahsilatında geçen yıla kıyasla görülen belirgin yükselişin etkisi ile bütçe dengesinde geçen yılın aynı ayına göre iyileşme görüldüğünü yansıttı. Ağustos'ta toplam bütçe fazlası 96,7 milyar TL ile geçen yıl aynı ayındaki 129,6 milyar TL açığın tersi yönde gerçekleşti. 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'ye oranla %3,6) düştü. Yeni OVP'de 2025 yılı bütçe açığı tahmini 2 trilyon 208 milyar TL (GSYH'ye oranla %3,6) düzeyinde açıklanmıştı. Maliye politikası duruşunu daha iyi temsil eden Hazine nakit açığı yılın ilk sekiz ayında 1 trilyon 278 milyar TL açık ile Maliye verilerinin üzerinde kalarak daha genişlemeci bir duruş sinyali vermektedir. Ancak, Maliye politikası duruşu açısından IMF'nin çalışmalarında takip ettiği nakit bazlı bütçe faiz dışı dengesinin GSYH'ye oranla yıldan yıla değişimi olarak kullanılırsa görünüm değişmektedir. IMF'nin mali teşvik olarak adlandırdığı bu kavram, bir önceki yıla göre maliye politikalarının yönünü tayin etmekte. Mali teşvikin pozitif olması bir önceki döneme göre genişletici maliye politikalarının, negatif olması ise daraltıcı maliye politikalarının uygulandığı anlamına gelmekte. Bu yıl mali teşviği Ağustos sonu itibarı negatif yönde %1,7 olarak hesaplamaktayız. Bu ise, Maliye Politikasının bu yıl şu ana kadar daraltıcı yönde seyrettiğini gösteriyor. Öte yandan, deprem harcamaları hariç bütçe dengesinin seyrini de yakından takip etmekteyiz. Deprem harcamalarının milli gelire oranla 2023 yılını %3,4 düzeyinde kapadıktan sonra geçen yıl sonu itibarı ile %1,8 düzeyine gerilediğini hesaplamıştık. Bu doğrultuda, deprem harcamaları hariç bütçe açığı milli gelire oranının 2023 sonundaki %1,8 düzeyinden 2024 sonunda %2,9 düzeyine yükselerek belirgin kötüleşme eğilimi gösterdiğini bulmuştuk. Bu yıl ise deprem harcamalarının milli gelire oranı Ağustos itibarı ile %1,4'e kadar yavaşlarken, deprem harcamaları hariç bütçe açığının milli gelire oranı da %2,2 seviyesine gerilemiş durumda. 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.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

DAHA

Araştırma

fd@unluco.com

(212) 367 36 36

Ekonomik büyüme ise temel makro dengesizliklerinin devamını işaret ediyor... TÜİK üçüncü çeyrek milli gelir verilerini 1 Aralık'ta açıklayacak. Veri öncesinde üretim açısından açıklanan öncü göstergelerin üçüncü çeyreğin başında ima ettiklerine baktık. Bu doğrultuda milli gelir hesabına dahil edilen mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmamış endekslerin tamamının Temmuz ayında yıllık bazda artış göstermeye devam ettiği görülüyor. Yılın ilk çeyreğinde de perakende satışların önceki çeyreğe göre %2,9 artmasına karşılık sanayi üretimindeki çeyreklik artışın %1,7 ile daha sınırlı kalması makro dengesizliğin korunduğunu göstermişti. Milli gelir altında özel tüketim harcamaları ise çeyreklik bazda %0,5 düşüş göstermişti. İkinci çeyrekte de perakende satışlar önceki çeyreğe göre %3,7 artarken, sanayi üretimi %0,7 yükselmiş, özel tüketim harcamaları ise %0,7 gerilemişti. Her ne kadar özel tüketimin iki çeyrek üstüste gerilemesi, makro dengelenme açısından olumlu görünse de, düşüşlerin çok sınırlı olması daha alınacak yol olduğunu düşündürüyor. Özel tüketimde tarafındaki bu görüntüye karşılık, aylık bazda bakıldığında inşaat üretim endeksi dışında ve ticaret satış hacmi endeksinde belirgin olmak üzere tüm üretim endekslerinde düşüş olması aktivitenin üçüncü çeyreğe yavaşlama ile başladığını düşündürüyor. Faiz indirim sürecinin beklenenden daha yavaş ilerlemesi büyüme üzerinde bir miktar baskı yaratabilir. Buna ek olarak öncü göstergelerin imalat sanayinde belirgin bir yavaşlamaya işaret ettiği de takip ediliyor. Ancak bu gelişmelere rağmen ve galen özel tüketim tarafında dezenflasyon sürecine güçlü destek noktasına varılamaması nedeniyle, bunlara ek olarak GSYH verilerinde geçmiş dönemlere ilişkin yapılan kapsamlı revizyonlar ve ikinci çeyrekte kaydedilen %4,8'lik güçlü yıllık büyüme sonrasında, 2025 yılı için %3 düzeyindeki büyüme tahminimiz üzerinde yukarı yönlü risklerin hâlen baskın olduğunu değerlendiriyoruz.

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 reddetmemektedir.

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**