



Faiz petrol ve borsada dalgalanma PİYASALARIN ROTASI YENİDEN DEĞİŞTİ

Küresel piyasalarda Fed'in faiz kararı, enerji fiyatları ve yükselen tahvil getirileri öne çıkarken, Borsa İstanbul haftayı düşüşle tamamladı. Yeni haftada ABD, Avrupa, Çin ve Türkiye'den gelecek önemli veriler piyasaların seyrinde belirleyici olacak



Hakan
DİKMEN
ANALİZİ

Eylül ayının son haftası küresel piyasalar açısından ABD Merkez Bankası'nın para politikası, Orta Doğu kaynaklı enerji riski ve yükselen tahvil faizlerinin gölgesinde geçti. Türkiye tarafında ise küresel dalgalanmaya fon ve likidite sorunları ile Borsa İstanbul'daki hareketlilik eklendi. Haftanın sonunda yatırımcıların önündeki tablo değişti. ABD ekonomisinin güçlü kalması yüksek faizlerin

daha uzun süre gündemde kalabileceği beklentisini artırırken, petrol ve jeopolitik risklerin enflasyonu yeniden yukarı çekme ihtimali öne çıktı. Haftanın temel gündemi, 16 Eylül'deki Fed kararının fiyatlamalara etkisi oldu. Fed politika faizini 25 baz puan artırarak yüzde 3,75-4,00 aralığına yükseltti. Bu, 2023'ten bu yana ilk faiz artışı oldu. Fed projeksiyonları, 2026'nın kalanında en az bir faiz artışı ihtimalinin masada olduğunu gösterdi. ABD'nin 10 yıllık tahvil faizi hafta içinde yüzde 5,23 ile son 19 yılın en yüksek seviyesine çıkarken, haftanın son gününde yüzde 5,19 civarında dengelendi. Yükselen tahvil faizleri, hisse senetleri ve faiz getirisi olmayan altın üzerinde baskı oluşturdu. Orta Doğu'daki gelişmeler ve Hürmüz Boğazı'na ilişkin ter endişeleri petrol fiyatlarını dalgalandırdı. Brent pet-



rol 24 Eylül'de 103 doların üzerine çıkarken, 25 Eylül'de diplomatik temaslara ilişkin iyimserlikle 105 dolar civarından geri çekildi. OECD, 2026 küresel büyüme tahminini yüzde 2,9'a yükseltti. Raporda ABD ve Asya'daki yapay zekâ yatırımlarının ekonomik aktiviteyi desteklediği belirtildi.

ABD-ÇİN CEPHESİNDE YUMUŞAMA

ABD ve Çin arasındaki temaslarda daha yapıcı bir ton oluşması küresel ticaret üzerindeki be-

lirsizliği bir miktar azalttı. Çin tarafı yeni bir ticaret düzenlemesi konusunda anlaşmaya varıldığını açıkladı. BIST 100, önceki haftaki yüzde 8'i aşan düşüşün ardından dalgalı seyrini sürdürdü. Önceki haftaki satışlarda, düşük likiditeli hisselerle yatırım yapan bazı fonların geri ödeme taleplerini karşılamak amacıyla daha likit hisselerde satışa yönelmesi etkili oldu. BIST 100 endeksi haftayı yüzde 2,90 azalışla 12.899,35 puandan tamamladı. Mali endeks yüzde 9,86, **sanayi** en-

deksi yüzde 4,50, teknoloji endeksi yüzde 2,23 ve hizmetler endeksi yüzde 2,06 geriledi. BIST 100'de haftanın en çok yükselen hissesi yüzde 24,46 ile Tukaş olurken, onu Balsu Gıda ve Tekfen Holding izledi. En fazla değer kaybeden hisseler ise Ral Yatırım Holding, Katlımevim Tasarruf Finansman ve Pasifik Eurasia Lojistik oldu. TCMB ve SPK'nın likidite sıkışıklığını azaltmaya yönelik adımları da takip edildi. Tasfiye kararı alınan 131 fonun toplam varlıklarının 18 milyar doların üzerinde olduğu ve yaklaşık 353 bin yatırımcıyı ilgilendirdiği bildirildi.

DÖVİZDE KONTROLLÜ HAREKET ALTINDA GERİLEME

Doların satış fiyatı yüzde 0,38 artarak 48,9660 liraya yükselirken, avro yüzde 0,18 azalışla 55,8560 liraya geriledi. Sterlin yüzde 0,37, İsviçre francı ise yüzde 0,11 değer kaybetti. Kapalıçarşı'da gram altın yüzde 1,61 gerileyerek 6.716 liraya, Cumhuriyet altını yüzde 1,33 düşüşle 43.860 liraya indi. Çeyrek altın da yüzde 1,42 düşüşle 11 bin 15 liraya geriledi. Yeni haftada ABD'de çekirdek PCE ve tarım dışı istihdam, Euro Bölgesi'nde öncü TÜFE, Çin'de imalat ve hizmetler PMI verileri izlenecek. Türkiye'de ise Ağustos işsizlik oranı ve Eylül **İSO** İmalat **Sanayi** PMI verisi takip edilecek. İmalat PMI'nın önceki ayki 48,1 seviyesinden 50 eşliğinin üzerine çıkıp çıkmayacağı önem taşıyacak.



PARA HABER

Sektörler arasında makas kapanmıyor

Enflasyon beklentilerinde sektörler arasındaki makas kapanmıyor. Piyasa katılımcıları ve hanehalkının 12 ay sonrası yıllık enflasyon beklentileri artarken, reel kesimin ise geriledi. Yıllık enflasyon beklentisini yüzde 45.6'ya çıkaran hanehalkının ilk yatırım tercihi yüzde 43 ile yine "altın" oldu. Reel kesim ve tüketicinin güveni ılımlı bir toparlanma gösterdi.

EKONOMİNİN tüm paydaşlarının eylül ayı enflasyon beklentileri ve güven eğilimleri belli oldu. Ekonomi yönetiminin dezenflasyon sürecinde "en kritik eşik" olarak gördüğü "beklentilerin çapalanması" tarafında sektörlerin ayrışması devam etti. Piyasa katılımcıları ve hanehalkının 12 ay sonrası yıllık enflasyon beklentileri artarken, reel kesimin ise geriledi. Enflasyonun düşeceğini bekleyen hanehalkı oranı azaldı. Tüm gözler, beklentilerdeki bu makasın seyrini belirleyecek olan 5 Ekim'de açıklanacak eylül ayı enflasyon verilerine çevrildi. Piyasa katılımcıları anketinde, katılımcıların eylül ayı enflasyon beklentisi yüzde 2.12 olarak gerçekleşmişti. TÜİK verilerine göre tüketici fiyat endeksi ağustosta aylık yüzde 1.84 artarken, yıllık enflasyon 0.24 puan gerileyerek yüzde 31.51 olmuştu. Bu arada hanehalkının yatırım tercihlerinde "altın" liderliğini korudu. Eylülde reel kesim ve tüketicinin güveni ılımlı bir toparlanma gösterirken, hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektöründe yön arayışı sürdü.

BEKLENTİLERDE AYRIŞMA SÜRÜYOR

Eylül'de 12 ay sonrası yıllık enflasyon beklentileri bir önceki aya göre, piyasa katılımcıları için 0.01 puan artarak yüzde 23.70'e, hanehalkı için 0.02 puan artarak yüzde 45.60'a yükselirken, reel sektör için 0.30 puan azalarak yüzde 32.50'ye geriledi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) açıkladığı sektörel enflasyon beklentileri piyasa katılımcıları anketi, iktisadi yönelim anketi ve Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) iş birliğiyle yürütülen hanehalkı beklenti anketi ile finansal ve reel sektör uzmanlarının, imalat sanayi firmalarının ve hanehalkının 12 ay sonrası yıllık tüketici enflasyonu beklentileri derlenerek elde edildi. Sektörel enflasyon beklentilerine göre, gelecek 12 aylık dönemde enflasyonun düşeceğini bekleyen hanehalkı oranı bir önceki aya göre 0.60 puan azalarak yüzde 16.25 seviyesinde gerçekleşti.

HANEHALKININ YATIRIM TERCİHİ YİNE "ALTIN"

Hanehalkının 12 ay sonrası enflasyon beklentilerinin yüzde 45.60'a yükseldiği eylülde, hanehalkının son bir yıl içinde fiyatlarının en çok arttığını değerlendirdiği ve gelecek 12 ay için fiyatlarının en çok artmasını beklediği ürün/hizmet grupları "gıda" ile "yakıt ve enerji" oldu. Gıdayı, fiyatı en çok artan ürün grupları arasında değerlendiren katılımcıların payı bir önceki aya göre 1.5 puan azalarak yüzde 37.8 düzeyinde gerçekleşti. 3 bin 280 hanehalkı tarafından yanıtlanan hanehalkı beklenti anketine göre, gelecek 12 ay sonunda konut fiyatlarındaki artış beklentisi bir önceki aya kıyasla 1.44 puan azalarak yüzde 30.69 oldu. 12 ay sonrası dolar kuru beklentisi bir önceki aya göre 1.43 lira artarak



55,90 lira olarak gerçekleşti.

Katılımcıların yatırım tercihleri değerlendirildiğinde, ilk sırada yer alan "altın alırım" diyenlerin oranı, bir önceki aya göre 1.7 puan artarak yüzde 43 oldu. İkinci sırada yer alan "ev/dükkan/arsa vb. alırım" diyenlerin oranı bir önceki aya göre 3.5 puan azalarak yüzde 33.6 olarak gerçekleşti.

TÜKETİCİ GÜVENİNDE İLİMLİ İYİMSERLİK

Geçen hafta güven endeksleri de açıklandı. TÜİK ve TCMB işbirliğiyle yürütülen tüketici eğilim anketi sonuçlarından hesaplanan tüketici güven endeksi, eylülde bir önceki aya göre yüzde 1.3 artarak 91.9 oldu. Tüketici güven endeksinin 100'den büyük olması tüketici güveninde iyimser, 100'den küçük olması kötümser durumu gösteriyor. Martta bir önceki aya göre 0.7 puan azalarak 85 düzeyine gerileyen tüketici güveni, son altı aydır artış eğilimini sürdürse de iyimserlik sınırının altında. Eylülde mevcut dönemde hanenin maddi durumu bir önceki aya göre 0.1 puan azalarak 75.3, gelecek 12 aylık dönemde hanenin maddi durum beklentisi yüzde 0.6 puan artarak 93.7, gelecek 12 aylık dönemde genel ekonomik durum beklentisi yüzde 0.5 puan artarak 89.8, gelecek 12 aylık dönemde dayanıklı tüketim mallarına harcama yapma düşüncesi yüzde 3.6 artışla 108.8 oldu.

Piyasa katılımcıları ve hanehalkının enflasyon beklentileri yükseldi

12 ay sonrası enflasyona ilişkin beklentiler, (%)	Eyl.26	Ağu.26	Eyl.25
Piyasa katılımcıları	23,70	23,69	22,25
Reel sektör	32,50	32,80	36,80
Hanehalkı	45,60	45,58	52,99

Kaynak: TCMB



Prof. Dr. Doğan CANSIZLAR / Atılım Üniversitesi Öğretim Üyesi

“Talebi baskılayan modelden üretim kapasitesini artıran modele geçilmeli”

Sıkı para politikasının yarattığı kontrollü yavaşlama sürerken, güven endekslerinin büyük kısmının 100 eşik değerinin üzerinde kalması ve kapasite kullanımındaki ılımlı da olsa artış, ekonomide sert bir iniş (hard landing) yerine dengeli bir yumuşak iniş (soft landing) patikasının korunduğunu gösteriyor.

Ancak, yaklaşık üç yıl gibi uzun süredir uygulanmakta olan dezenflasyon politikası çerçevesinde talebi baskılayan modelden üretim kapasitesini artıran bir modele bir an önce geçilmesinde yarar var. Bunun için her sektöre ucuz kredi dağıtmak yerine ithal ikamesi başta olmak üzere, ihracat, enerji verimliliği, dijitalleşme ve ölçülebilir verimlilik artışı sağlayan yatırımlar seçici biçimde desteklenmeli. Çünkü üretmeyen bir ekonominin fiyat istikrarını sağlaması mümkün değil, Sektörel enflasyon beklentilerinde, hanehalkı ile piyasa arasındaki bu geniş makas, dezenflasyon sürecindeki en temel atalet-direnç riskini oluşturuyor. Ayrıca jeopolitik gelişmelerden kaynaklanan enerji fiyatlarındaki

olası dalgalanmalar yukarı yönlü risk unsurları arasında yer alıyor. 5 Ekim'de açıklanacak eylül ayı enflasyonunda okul/egitim, kira gibi kalemlerin baskısıyla mevsimsel ve dönemsel etkilerle aylık bazda sınırlı bir artış beklenebilir. Yıl sonu için ise baz etkisiyle az da olsa (yüzde 29-30 bandına) düşüş eğiliminin sürmesi beklenebilir. Enflasyondaki katılık, hizmet sektöründeki fiyat dinamikleri ve hanehalkı beklentilerindeki yüksek seyir göz önüne alındığında, yılın kalan son iki toplantısında da (ekim ve aralık) temkinli duruşun korunması ve faizlerin sabit tutulması beklenebilir. Belirleyici ana faktörler aylık enflasyonun ana eğilimi (özellikle çekirdek göstergeler) ve döviz kurlarındaki/maliyet unsurlarındaki gelişmeler olacaktır.



Geçen hafta hizmet, perakende ticaret ve inşaat güven endeksleri de açıklandı. TÜİK verilerine göre eylülde bir önceki aya kıyasla güven endeksi hizmet sektöründe değişim göstermeyerek 111.9 düzeyinde kalırken, perakende ticaret sektöründe yüzde 1.1 artışla 111.9, inşaat sektöründe yüzde 0.2 azalışla 83 düzeyinde gerçekleşti.

REEL KESİM DE İYİMSER

Sektörel enflasyon beklentileri gerileyen reel sektör, iyimser bir tablo ortaya koyuyor. Eylülde mevsimsellikten arındırılmış reel kesim güven endeksi (RKGE) bir önceki aya göre 0.1 puan artarak 102.5 oldu. TCMB'nin bin 982 iş yerinin yanıtlarından elde ettiği sonuçlara göre RKGE, mevsimsellikten arındırılmış verilerle 0.8 puan azalarak 102 düzeyinde gerçekleşti. Mevsimsellikten arındırılmamış endeks gerilese de, RKGE'nin 100 değerinin üzerinde olması, reel kesim temsilcilerinin ekonomik faaliyetlere ilişkin güveninin arttığı (iyimser) görünüme işaret ediyor.



TCMB geçen hafta eylül ayı finansal hizmetler güven endeksi (FHGE) istatistiklerini de açıkladı. Buna göre FHGE, eylülde bir önceki aya kıyasla 8 puan artış kaydederek 158.4 oldu. Endeksi oluşturan anket sorularına ait yayılma endeksleri incelendiğinde, son üç aydaki iş durumu, son üç aydaki hizmetlere olan talep ile gelecek üç aydaki hizmetlere olan talep beklentisi ol-

Prof. Dr. Murat ŞEKER / İstanbul Üniversitesi Öğretim Üyesi

“Hanehalkının dezenflasyona inancının zayıfladığı anlaşıyor”

TCMB'nin açıkladığı eylül verileri, piyasa katılımcıları ile hanehalkı arasında hala yüksek düzeyde bir makas olduğunu gösteriyor. Reel sektörün beklentilerinde hafif bir gerileme gözlemlense de hanehalkının dezenflasyona inancının zayıfladığı anlaşıyor. Dezenflasyon sürecindeki en büyük risk, enerji fiyatlarındaki olası artışlar ve jeopolitik sorunların yansımaları olarak karşımıza çıkıyor. Enflasyonun eylül ayında yüzde 2-2.3 arasında, yıl sonunda ise yüzde 30 düzeyinde bekliyorum. TCMB'nin 22 Ekim'deki Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında en fazla 100 baz puanlık bir indirim yapmasını, eğer enflasyon verileri destek verirse son PPK'da 100-150 bandında faiz indiriminin yaşanacağını düşünüyorum. Burada enflasyon verileri ana belirleyici olarak görülmekle beraber küresel gelişmeler ile kur dinamikleri de etkili olacaktır.

Tüketici güveninin eylülde 91.9'a yükselmesi ve finansal hizmetler gibi alt kalemlerdeki artışlar, ekonomideki dengelenmenin kontrollü bir şekilde sürdüğünü gösteriyor. Ancak henüz eşik değer olan 100'ün altında direnç gösterildiğini anlıyoruz. Kalıcı bir güven toparlanması için enflasyonun belirgin biçimde düşmesi, bunun ardından da kademeli faiz indirimleriyle finansman koşullarının rahatlaması gerekiyor. Bu durumun da ancak 2027'nin ikinci yarısından sonra gerçekleşmeye başlayabileceğini düşünüyorum.





PARA | HABER

Prof. Dr. Burak ARZOVA / Marmara Üniversitesi Öğretim Üyesi

“Yıl sonuna kadar sadece tek faiz indirimi gerçekleşebilir”

Dezenflasyon sürecine ilişkin en büyük risk hizmetler enflasyonu olarak gözükmüyor. Merkez Bankası hizmetler enflasyonunu kontrol etmekte zorlanıyor. Özellikle petrol fiyatlarından çokça etkilenen ulaştırma ve kiralara. Gerçi kiralarda gözle görülebilecek şekilde geri gelmeye başladı. Bunun en önemli sebeplerinden biri her kira yenileme döneminde enflasyonun kısmen düşmesiyle beraber yenileme oranlarının da gerilemesi. Ayrıca yeni kiracı konut endeksine baktığımızda orada da iyileşme var. Bu gevşeme olumlu gibi gözükse de yine kiralara hizmet enflasyonunun gerilemesinde en büyük engellerden biri olarak duruyor. Diğer bir risk ise hane halkı beklentileri. Hanehalkının enflasyon beklentilerinde bir artış olduğunu görüyoruz. Yaş gruplarına göre baktığımızda 55 ve üstü yaş grubu için 12 ay sonrası enflasyon beklentisi yüzde 48.03. Daha fazla harcama yapabilen bu grubun enflasyon beklentilerinin yükselmesi

risk gibi gözükmüyor. Ayrıca gelecek 12 aylık dönemde enflasyonun düşeceğini bekleyen hane halkı oranının azaldığını görüyoruz. Enflasyonda düşüş beklemeyen hanehalkı oranı yüzde 83.75'e ulaşmış durumda. Bu da çok yüksek ve bunu kırabilmek mümkün değil. Mal enflasyonu konusunda bir problem yok. Zaten orada ılımlı bir talep düşüşünü görmüştük. Bu devam edecek gibi gözükmüyor. Eylül ayı enflasyon beklentim yüzde 2 ve biraz üzeri. Eylül ve ekimde enflasyon oranları yüksek gelebilir. Merkez Bankası fon krizi nedeniyle temkinli duruşunu devam ettirmek isteyebilir. O nedenle iki faiz indirimi değil tek faiz indirimi gerçekleşebilir. O da yıl sonunda politika faizinin yüzde 35 değil de yüzde 36 olması anlamına gelir.



mak üzere tüm alt endekslerin FHGE'yi artış yönünde etkilediği görüldü.

İMALAT SANAYİNDE KİSMİ TOPARLANMA SÜRÜYOR

TCMB'nin imalat sanayinde faaliyet gösteren bin 982 iş yeri tarafından iktisadi yönelim anketine verilen yanıtların değerlendirildiği verilere göre, imalat sanayi genelinde mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı (KKO-MA), bir önceki aya göre 0.6 puan artarak yüzde 74.1 oldu. Mevsimsel etkilerden arındırılmamış KKO, bir önceki aya göre 0.7 puan artarak yüzde 74.2 seviyesinde gerçekleşti.

KKO eylülde bir önceki aya göre, yatırım mallarında 3.4 puan artışla yüzde 73.1, ara mallarında 0.2 puan azalışla yüzde 74.5 oldu. Bu dönemde KKO tüketim mallarında 0.2 puan azalışla yüzde 71.4, dayanıklı tüketim mallarında 1.8 puan azalışla 66.4, dayanıksız tüketim



mallarında 0.3 puan artışla yüzde 72.5 düzeyinde gerçekleşti.

Prof. Dr. Doğan Cansızlar, eylülde mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranının 0.6 puan artarak yüzde 74.1'e yükselmesinin, temmuz itibarıyla üç aydır gerileyen sanayideki daralma endişelerini hafifleten ılımlı bir toparlanma ve dengeleme sürecine işaret ettiğini vurguladı.

Hatırlanacağı üzere İstanbul Sanayi Odası (ISO) Türkiye İmalat PMI ılımlı yavaşlama sinyali verirken; sanayi üretiminde dönemsel daralma yaşanmıştı. Eylül başında açıklanan ISO Türkiye İmalat PMI ağustosta 48.1'e yükseldi. Eşik değer olan 50'nin altında kalan PMI, son üç ayın en yüksek seviyesinde gerçekleşerek faaliyet koşullarında bir önceki aya göre ılımlı bir yavaşlamaya işaret etmişti. TÜİK verilerine göre sanayi üretimi ise temmuz ayında aylık bazda yüzde 1, yıllık bazda yüzde 0.3 azalmıştı.

Dr. Cahit SÖNMEZ / TOBB ETÜ Öğretim Üyesi

“Enflasyon beklentilerinin henüz tam olarak çıpalandığı görülüyor”

Alışa geldiğimiz gibi eylül anketinde de piyasa katılımcılarının, iyimser Merkez Bankası'na



biraz daha yakın beklenti içinde olduklarını, buna karşın hanehalkının ise halen 12 ay sonrası için enflasyon öngörülerinin Merkez Bankası'nın çok üstünde kaldığını görüyoruz. Burada da beklentilerin henüz tam olarak çıpalandığı gerçeği karşımıza çıkıyor. Dezenflasyon sürecinde başlıca riskler listesine “beklentilerin çıpalandığına” ek olarak son dönemde İran-Amerika gerginliğinin neden olduğu enerji ve gıda fiyatları da eklendi. 5 Ekim'de açıklanacak eylül TÜFE için beklentim aylık yüzde 2'ler civarında, yıllık bazda da yüzde 31'e yakın bir enflasyon oranı. Yıl sonu TÜFE beklentim ise yüzde 29 ile 30 aralığında...PPK'nın kalan iki toplantıda vereceği kararları en fazla etkileyecek faktörlerin

başında şunlar gelecektir; halen katı olduğunu izlediğimiz hizmet sektörü fiyatları, çıpalandamamış beklentiler, yükselen enerji fiyatları ve küresel faiz koşulları. Malum FED ve ECB son toplantılar da şahinleşmiş durumdadır. Dolayısıyla TCMB ister istemez mümkün olduğunca temkinli olmaya çalışacaktır. Olasılığı yüksek senaryo enflasyonun yüzde 30'un altına inmesi ve kur artışının kontrollü olması koşuluyla PPK'nın her iki toplantıda da 100'er baz puan faiz indirmesi olur. Güven endekslerinde her ne kadar iyileşme söz konusu olsa da uygulanan sıkı para politikasının doğal sonuçlarını görüyoruz. Yani ekonomi aktörleri temkin duruşu daha çok tercih etmişler. Ancak ileriye yönelik sorulara verilen yanıtlar biraz iyimserleştiklerinin sinyalini de veriyor. TÜİK'in açıkladığı endeks verilerinde diğer dikkat çeken nokta ise belirgin şekilde sektörel ayrışma... Sanayi kesiminde ılımlı bir hareketlenme görülürken inşaat sektörü gerilemesini sürdürmüştü. Bu arada tüketiciler de ekonomiye güvenmeye başlamışlar. Sonuçta Merkez Bankası'nın faiz indirimine başlaması ekonomiye zayıfta olsa bir momentum kazandıracaktır.