



ALLBATROSS
PORTFÖY

**AYLIK EKONOMİK
GELİŞMELER BÜLTENİ**
HAZİRAN 2025

GENEL DEĞERLENDİRME

Mart ayındaki oynaklığın ardından gelen politika adımlarıyla yurtiçi piyasalarda başlayan normalleşmenin önceki bülten döneminden bu yana genel itibarıyla devam ettiğini izledik. Türk Lirası varlıklara olan yatırımcı ilgisi görece artarken gösterge tahvil faizi ve CDS primlerimizde düşüş görüldü. Merkez bankasının swap hariç net rezervlerinde ise artış kaydedildi. Bu gelişmeler kapsamında merkez bankası mevcut faiz koridoru kapsamında para politikasındaki sıklığı azaltarak ortalama fonlama maliyetini yüzde 49'dan 46'ya düşürdü. Ancak beklentilerimize de paralel olarak Haziran ayı PPK toplantısında faiz oranlarını sabit tuttu. Merkez bankasının Mayıs ayında düzenlediği Enflasyon Raporu basın toplantısında yapılan açıklamalardan dezenflasyon süreci açısından sıkılaşmadan memnun olduğu ve sıkı duruşun genel olarak korunacağı anlaşıyor. Tüketimin dirençli kalmasıyla birlikte yılın ilk çeyreğinde çıktı açığının kapanarak dezenflasyona verdiği katkının azalması ve geleceğe ilişkin enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin Mayıs itibarıyla durma noktasına gelmesi merkez bankasının Mart öncesindeki patikaya göre daha sıkı kalmasını gerektiren faktörler arasında yer aldı.

Mevcut durum itibarıyla beklenen reel faizlerin geldiği seviye şu an içinde bulunduğumuz dezenflasyon sürecinde daha önce görmediğimiz kadar yüksek bir düzeyde bulunuyor. Merkez bankasının kontrolü dışında yer alan iç ve dış faktörlerden kaynaklanan bir engel çıkmaması durumunda Temmuz ayı toplantısında sıklığın düzeyini azaltacak şekilde 250 ile 350 baz puan aralığında bir faiz indirimi yapılması ihtimalini yüksek olarak değerlendiriyoruz. Ancak her koşulda dezenflasyon sürecinin hedeflenen patika ile uyumlu bir şekilde devamını temin etmek amacıyla para politikasındaki sıkı duruş korunacaktır.

Mayıs ayı verilerinin aylık enflasyonun ana eğiliminde iyileşmeye işaret etmesi ve ayrıca Haziran ayı anketine göre hanehalkı ve reel sektörün 12 ay sonrasında ilişkin enflasyon beklentilerinin gerileme göstermesi faiz indirimlerini desteklerken son günlerde, merkez bankasının swap hariç net rezervlerindeki artışın durması ve yatırımcıların TL varlıklara olan ilgisinin yüksek getiri hassasiyeti ise faiz indirimlerinde ihtiyatlı davranılmasını gerektiriyor. Temmuz'da faiz indirimi yapılması durumunda dahi yukarı yönlü esnekliğin korunması adına faiz koridorunun geniş ve asimetrik tutulması ihtimalini güçlü görüyoruz. Yurtiçi ve yurtdışı ekonomik belirsizliklerin yüksek seviyesi göz önünde bulundurulduğunda yatırımcıların TL'ye olan ilgisinin canlı tutulması için piyasa şartlarına göre sıklığın artırılması gerekebilecektir.

Kredi gelişmelerine baktığımızda TL kredilerde artan maliyetler ve YP kredilere ilişkin alınan tedbirler neticesinde özellikle KOBİ kredilerinde belirgin bir yavaşlama gözleniyor. Bu durumun sürmesi ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemenin yanı sıra kredilerin geri ödenmesine ilişkin olarak riskleri de artırıyor. Konkordato sayılarındaki artış bunu teyit ederken bireysel krediler tarafında sorunlu kredi oranı tarihi yüksek seviyelere yaklaşıyor. Enflasyon Raporu basın toplantısında, Haziran ayında faiz indirimi yapılmasa bile makro ihtiyatı tedbirler aracılığıyla kredileri pozitif etkileyecek adımların atılabileceği ifade edilmişti. Ancak bugüne kadar geçen süre zarfında merkez bankası tarafından bu yönde gevşetici önemli bir adım gelmedi.

Üretim tarafında ise uzun süredir devam eden yavaş seyrin sürdüğü görülüyor. Sanayi ve hizmet üretimi son aylarda aşağı yönlü bir seyir sergilerken özellikle deprem bölgesindeki yeniden inşa faaliyetleri nedeniyle geçen yıl hızlı bir büyüme gösteren inşaat üretiminin de Ocak-Nisan döneminde gerileme gösterdiğini görüyoruz. İmalat sanayi PMI rakamlarına baktığımızda ihracat siparişlerinde bir toparlanma olsa da toplam yeni sipariş hacminin 10 sektörün 8'inde negatif seyretmeye devam ettiği dikkat çekiyor. Son yaşanan jeopolitik gelişmeler de Suriye ve Ukrayna'da olabilecek yeniden inşa faaliyetleri kapsamında ülkemizdeki firmaların iş hacimlerini artırabileceğine ilişkin beklentileri olumsuz etkiledi. Ayrıca global ölçekte devam eden ticaret belirsizlikleri ana ihracat pazarlarımızı yönelik büyüme görünümlerini de baskı altında tutmaya devam ediyor. Dolayısıyla yurtdışında devam eden yüksek ticaret belirsizlikleri ile jeopolitik gelişmeler ve yurtdışındaki sıkı finansal koşullar altında sanayi tarafında henüz canlanma sinyalleri alamadığımızı söyleyebiliriz.

2025'in ilk çeyreğinde GSYH büyümesi yüzde 1,99 ile geçen yıl görülen seviyelerin de altına gerilerken ekonomik büyümeye en büyük katkıyı yüzde 1,56 ile hanehalkı tüketimi verdi. Net ihracatın katkısının ise son iki çeyrektr negatif olduğunu görüyoruz. Ekonomik faaliyetin yavaş seyrine bağlı olarak işgücü piyasasında da gevşeme görülüyor. Tarihi yüksek seviyelere gelen atıl işgücü oranları istihdamdaki durgunluğu teyit ediyor.

BİST'te işlem gören halka açık firmaların 2025'in ilk çeyreğindeki bilançolarına baktığımızda sanayi sektöründe yıllık bazda zarar açıklayan firmaların oranının yüzde 50'ye yaklaştığı ve medyan net reel satış büyümesinin ise -%13,7'ye gerilediği görülüyor. Sanayi firmalarının esas faaliyet kar marjları gerilerken net finansal giderlerin satışlara oranı da yükselerek faaliyet kar marjına yaklaştı. Özette sanayi firmalarının son bir yılda esas faaliyetlerinden kazandıklarıyla ancak finansal giderlerini karşılar duruma geldiği ifade edilebilir. Hizmet sektöründe faaliyet

gösteren halka açık firmalar ise gerek büyüme gerekse esas faaliyet karlılığı açısından sanayi sektöründekilere göre daha iyi bir performans gösterdi.

Bu koşullar altında yurtiçi hisse senedi piyasasına ilişkin olarak uzun süredir devam eden olumsuz koşullarda şimdilik önemli bir pozitif değişim olmadığını ve sabit getirili TL varlıkların beklenen yüksek reel getirisini de göz önünde bulundurduğumuzda özellikle kısa vadeli sabit getirili TL varlıkların cazibesini koruduğunu değerlendiriyoruz.

Yurtdışı ekonomik gelişmelere baktığımızda ise her ne kadar ABD tarafından uygulanan ek gümrük tarifelerinin önemli bir kısmı ertelense de ticaret belirsizliğinin devam ettiğini görüyoruz. ABD ve İngiltere arasında yapılan ikili anlaşma bir referans oluştursa da ABD'nin hangi ülkelerle nasıl bir ikili anlaşmaya varacağı, 2 Nisan'da ilan edilip ardından Temmuz ayına kadar ertelenen gümrük vergilerinin ne şekilde devam edeceği ve sektörel bazda uygulanan tarifelere hangilerinin ekleneceği konusundaki belirsizlikler devam ediyor. Söz konusu koşullar geleceğe ilişkin olarak global ekonomik aktivite ve özellikle ABD enflasyonu için önemli bir risk unsuru oluşturuyor. Bahsi geçen riskler henüz ABD tüketici enflasyonu ve işgücü piyasasındaki rakamlara güçlü bir şekilde yansımaya da ABD merkez bankası FED'in ileriye dönük bir bakış açısı ile faiz indirimlerine devam etmesinin önünde engel teşkil ediyor.

Bunun yanı sıra geçen bültende de belirtmiş olduğumuz ABD dolarının güvenli liman olma özelliğindeki azalış trendinin İran-İsrail çatışması esnasında kesintiye uğrasa da genel itibarıyla devam ettiğini görüyoruz. Söz konusu trendi destekleyen en önemli faktörlerin başında ABD ekonomi politikasındaki belirsizliklerin geldiğini değerlendiriyoruz. Mevcut koşullarda söz konusu belirsizliklerin devam etme riski yüksek görüldüğünden dolayı yatırımların döviz kompozisyonunda risk yönetimi açısından çeşitlendirme yapmakta fayda olabileceğini düşünüyoruz.

Geçtiğimiz ayın uluslararası piyasalardaki en önemli gelişmelerinden biri ana ekonomilerin uzun vadeli devlet tahvil faizlerindeki artış oldu. Almanya hariç pek çok önemli ekonomide kamu borç yükü özellikle pandemi sonrası önemli bir artış gösterirken ABD başta olmak üzere birçoğunda bütçe açıklarının azaltılması yoluyla borç yükünün hafifletilmesi doğrultusunda yeterli adım atıldığını göremiyoruz. Hatta ABD tarafında vergi indirimleri ile kamu borcunu daha da artırabilecek bir yasa tasarının geçmesi gündemdeki yerini koruyor. Bu gelişmeler ana ekonomilerde kamu borcunun sürdürülebilirliğine dair endişeleri artırıyor ve uzun vadeli faizleri yukarı çekiyor. Bu durumda gelişmiş ekonomilerde kamu borç yükünün düşürülebilmesi yüksek büyümeye veya finansal baskılama rejimi altında uzun süreli düşük reel getiri sağlanmasına bağlı kalabilecektir. İçinde bulunduğumuz dönemde anket verilerinde de gördüğümüz ekonomik yavaşlama eğilimi ve uluslararası kuruluşların büyüme tahminlerindeki indirimler de göz önünde bulundurulduğunda ilk alternatifin gerçekleşme ihtimalinin şimdilik kısıtlı olduğunu varsayabiliriz. Yüksek enflasyon eşliğinde reel getirilerin baskılanması da borç verenler açısından tercih edilmeyen bir sonuç olacaktır. Bunların yanı sıra ABD Başkanı Trump'ın merkez bankası üzerindeki baskılarını artırması da FED'in bağımsızlığına ilişkin ileriye yönelik endişeleri artırmaya devam ediyor. Bahsetmiş olduğumuz koşullar özellikle ABD doları başta olmak üzere uzun vadeli borçlanma araçlarında risklerin belirginleşmesine katkı sağlıyor. Bu doğrultuda, portföylerdeki yabancı para cinsinden sabit getirili enstrümanların vade dağılımlarının yeniden gözden geçirilmesinde fayda olabilir.

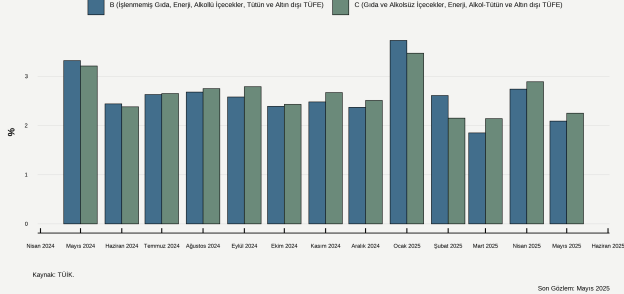
İran ile İsrail arasında yaşanan 12 günlük çatışma ilk etapta petrol fiyatlarında önemli bir yükselişe neden olsa da ateşkesin sağlanmasının ardından hızla önceki seviyelerine geriledi. Petrol fiyatındaki artışların kalıcı olmaması nedeniyle şu an için enflasyonist etkisinin önemli düzeyde olmayacağını değerlendiriyoruz. Çatışmaların global hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisi ise petrolekine nazaran daha sınırlı olurken ateşkes sonrasında hisse senetleri fiyatlarının da önceki seviyelerine geri döndüğü görülüyor. Global olarak aşağı doğru revize edilen büyüme beklentileri ve ana para birimlerine ilişkin uzun vadeli faizlerde görülen artış eğilimi hisse senetleri için de bir risk unsuru oluşturmakla beraber 2025 yılında halka arzların oldukça düşük seviyede gerçekleşmesine karşın halka açık firmaların devam eden hisse geri alımları arz yönünden hisse fiyatlarını destekliyor.

Yukarıda saymış olduğumuz gerekçelere bağlı olarak gerek yurtiçi gerekse yurtdışında kısa vadeli sabit getirili varlıkların görece daha cazip olma özelliğini koruduğunu değerlendiriyoruz. Global ekonomide yaşanan belirsizlikler ve jeopolitik risklere karşı bugüne kadar önemli bir korunma aracı olarak görülen ve buna bağlı son iki yıldır önemli bir değer kazancı yaşayan altın tarafında ise geçen bültende de vurguladığımız üzere artışa neden olan temel gerekçeler ve merkez bankaların talebi devam etse de hızlı artışlara bağlı spekülasyon hareketlere karşı yatırımcıların dikkatli olması gerektiğini düşünüyoruz.

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

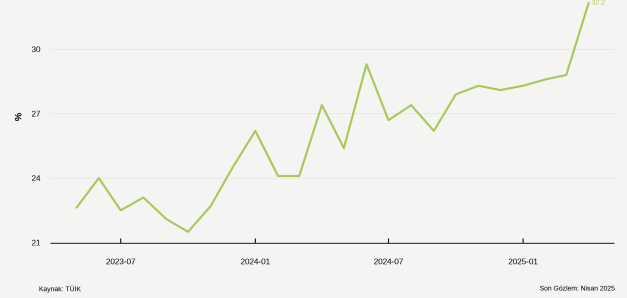
Döviz kuru artışı ve elektrik zammının etkisiyle Nisan'da bozulan aylık enflasyonun ana eğilimi Mayıs ayında iyileşme göstererek Mart'ta gördüğü düşük seviyelere yaklaştı. Ana eğilim göstergeleri oynak bir seyir gösterirken önümüzdeki aylarda genel olarak düşük trendinin devam edip etmeyeceği önemli olacaktır.

Mevsimsellikten Arındırılmış Aylık Enflasyon Göstergeleri



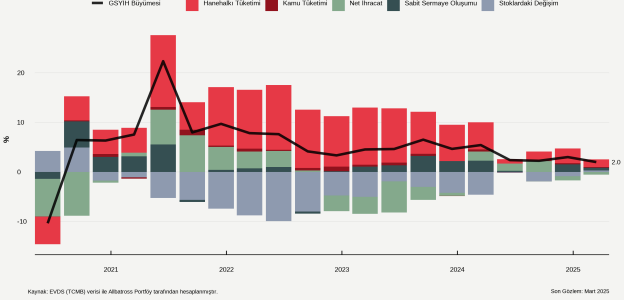
Nisan ayında işgücüne katılın oranının gerilemesine rağmen işsizlik oranı %8,6'ya yükseldi. İşgücü piyasası için önemli bir gösterge olan atıl iş gücü oranı ise yüzde 32,2 ile tarihi zirvesine yükseldi.

Atıl İşgücü Oranı (Mevsimsellikten Arındırılmış)



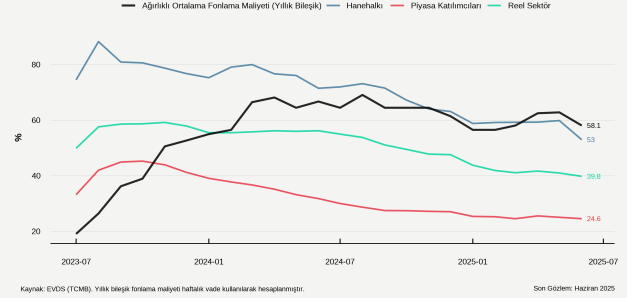
2025 yılının ilk çeyreğinde GSYİH önceki yılın ilk çeyreğine göre yüzde 1,99'luk ılımlı bir büyüme gösterirken hanehalkının katkısı yüzde 1,56 düzeyinde gerçekleşti. 2024'ün son çeyreğinde olduğu gibi net ihracat daraltıcı etki yaparken (-%0,56), sabit sermaye oluşumu (yatırımlar) yüzde 0,53'lük katkı sağladı.

GSYİH Büyümesi ve Bileşenlerinin Katkıları (Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre)



Seviye olarak yüksek olmasına rağmen hanehalkının 12 ay sonrasında ilişkin enflasyon beklentisi Haziran ayında önemli bir düşüş gösterdi. Bu gelişme sonrasında hanehalkının enflasyon beklentisiyle hesaplanan merkez bankasının ağırlıklı ortalama reel fonlama maliyeti de yüzde 3'ü aştı.

Tüketici Fiyat Enflasyonu Beklentileri (12 Ay Sonrası) ve Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti



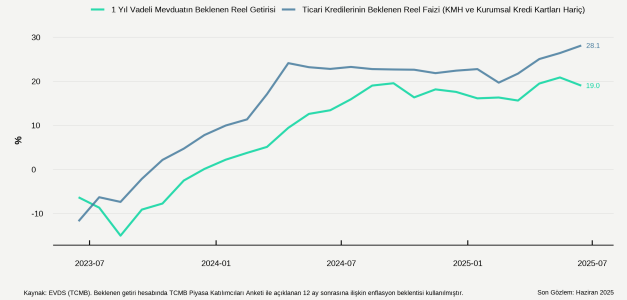
Geçen yılın son aylarında başlayan dönemsel artışlar sonrasında başlayan düzeltmeyle sanayi ve hizmet üretimi Nisan ayında geri çekilirken özellikle deprem bölgesindeki inşaat faaliyetlerinin olumlu katkılarıyla geçen yıl hızlı büyüyen inşaat üretimi de Şubat ayından bu yana geriliyor.

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



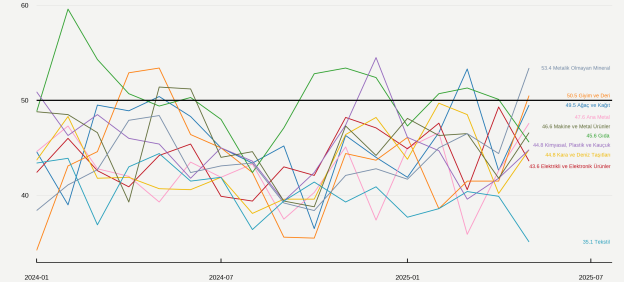
Ticari kredi faizlerinin beklenen reel faizi, Haziran ayı itibarıyla, enflasyonla mücadelenin başladığı dönemden bu yana en yüksek seviyesine ulaşarak mevcut sıkılığın yüksekliğine işaret ediyor.

Ticari Kredilerin ve 1 Yıl Vadeli Mevduatın Beklenen Reel Faizi



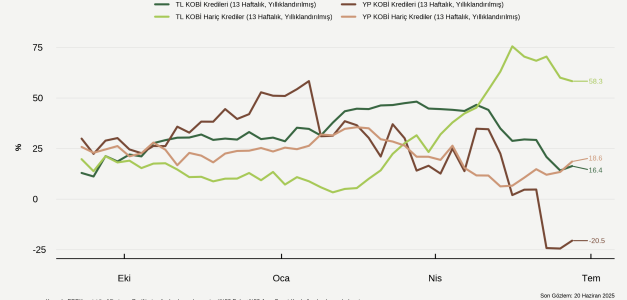
Mayıs ayında ISO İmalat PMI endeksi ılımlı bir gerileme gösterirken sektörel bazda en dikkat çekici gelişme yeni ihracat siparişlerindeki güçlü artışın katkısıyla bir yıl aradan sonra ilk kez 50 eşik değerinin üzerine gelen Giyim ve Deri sektöründe görüldü. Yeni siparişler ise anket yapılan 10 sektörün 8'inde gerilemeye devam ediyor.

ISO PMI Yeni Sipariş Endeksi

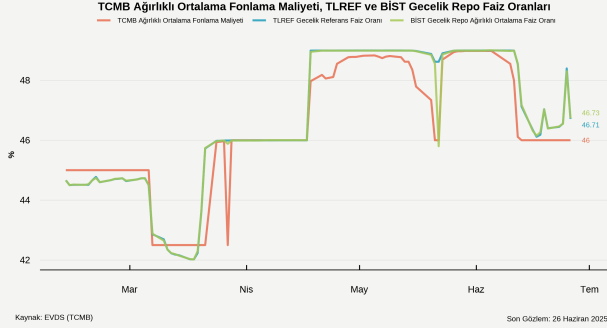


Son haftalarda gerek TL gerekse yabancı para cinsinden KOBİ kredilerinde önemli düzeyde bir yavaşlama görülürken büyük firmaların her iki kategoride de daha hızlı bir kredi büyüme trendinde olduğu görülmüyor.

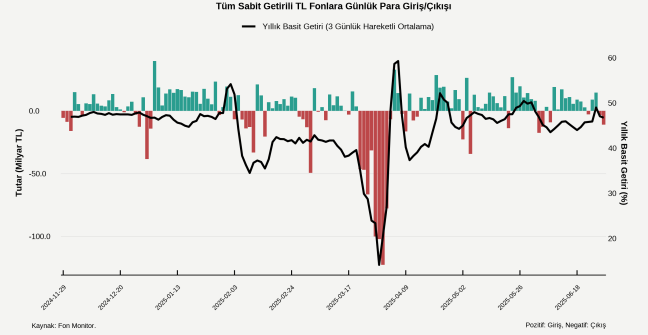
KOBİ ve KOBİ Hariç Ticari Kredi Büyümesi (Kur Etkisinden Arındırılmış*)



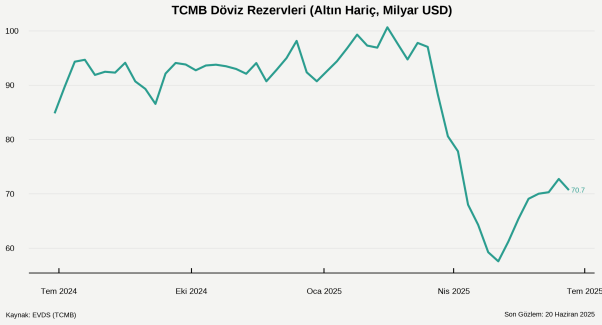
Merkez bankası tekrar haftalık repo ihaleleri düzenleyerek Haziran ayında ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini gecelik borç verme faizi olan yüzde 49'dan politika faizi olan yüzde 46 seviyesine indirdi.



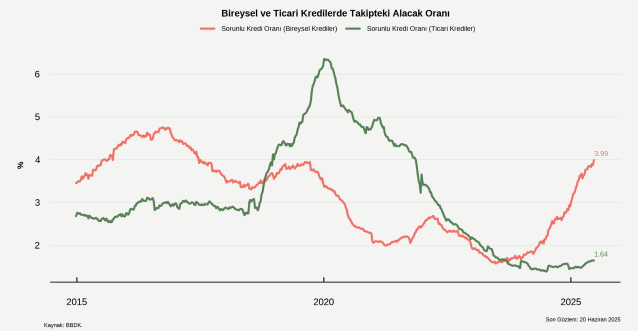
Sabit getirili TL fonlara olan ilgi son günlerde biraz azalsa da genel itibarıyla devam ediyor. Ortalama fon getirilerinin sert düşüş gösterdiği dönemlerde para çıkışı yaşanması yatırımcıların getiri hassasiyetini teyit ediyor.



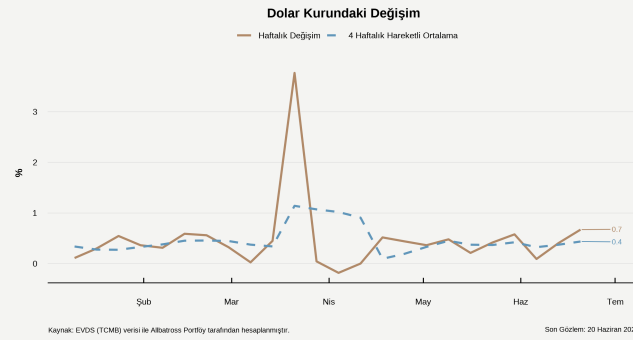
Merkez bankasının altın hariç brüt döviz rezervleri 20 Haziran itibarıyla 70,7 milyar dolar seviyesine yükselirken swap hariç net döviz rezervlerinde ise son günlerde bir miktar gerileme görüldü de Mayıs ayı başından bu yana iyileşme kaydedildi.



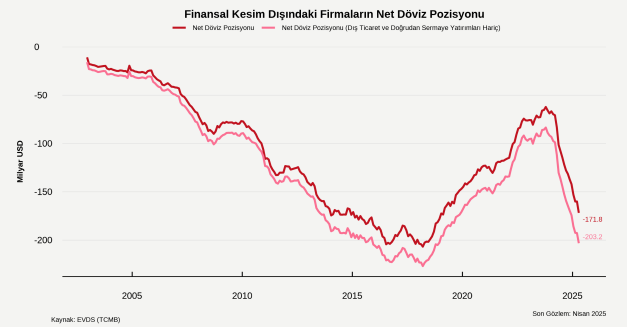
Bireysel kredilerdeki sorunlu kredi oranı hızlı artışını sürdürerek yüzde 3,99 seviyesine yükselirken ticari krediler içerisindeki takipteki alacak oranı şimdilik görece düşük bir seviyede yer alıyor.



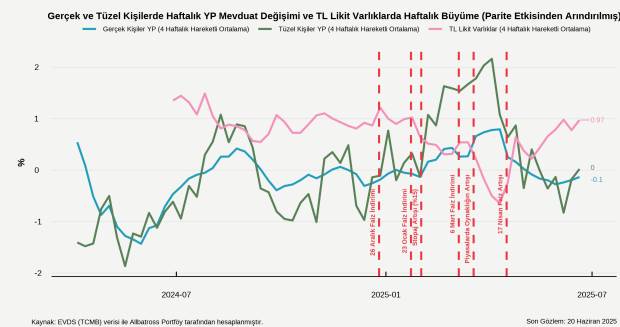
Son haftalarda oynaklık düzeyinde bir miktar artış olsa da dolar kurunun artış hızının son 4 haftalık ortalama binde 4 ile ilimli seyrettiği görülüyor.



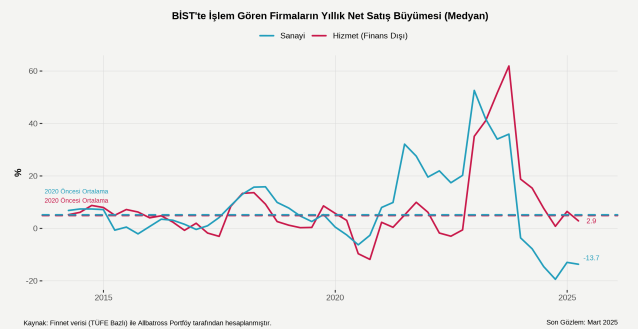
Reel sektör firmalarının net döviz pozisyonundaki bozulma Mart ayındaki aranın ardından Nisan'da hızla devam etti ve toplam net döviz açığı 171,8 milyar dolar seviyesine ulaştı.



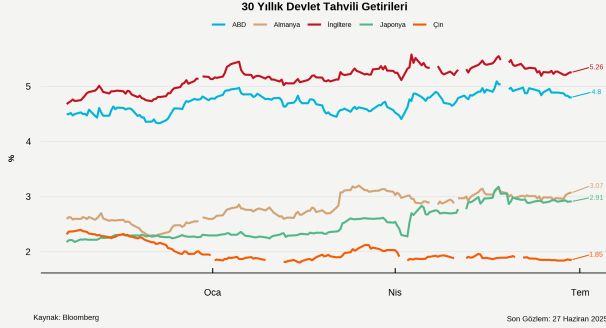
19 Mart sonrasında TL likit varlıklarda yaşanan çıkışa rağmen alınan tedbirler neticesinde TL varlıklara olan ilginin arttığı ve buna mukabil YP mevduatın büyüme hızının tekrar negatife döndüğü görülüyor.



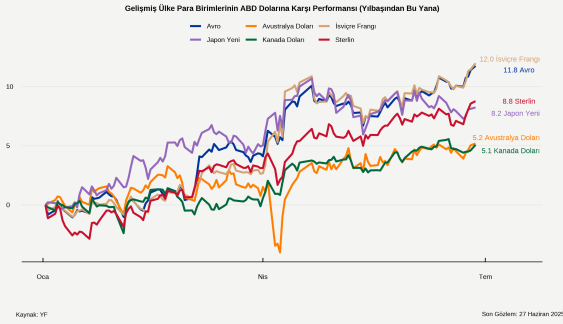
BİST'te işlem gören sanayi firmalarının yıllık net satışları reel olarak daralmaya devam ederken hizmet sektörü firmaları tarihi ortalamalarıyla da uyumlu ilimli bir büyüme gösteriyor.



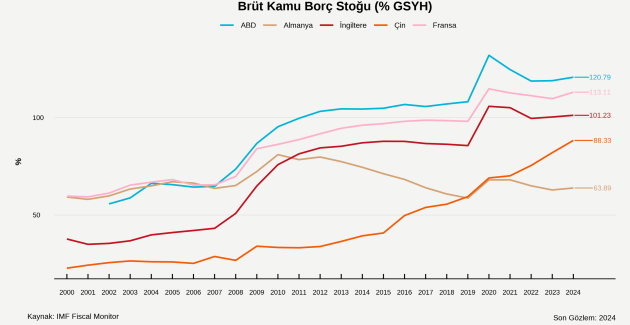
ABD başta olmak üzere kamu borç yükü artan ana ekonomilerde borcun sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin artması ve ayrıca ekonomik belirsizliklerin tırmanış göstermesi sonrasında uzun vadeli devlet tahvili faizlerinde geçen yıla oranla önemli bir yükseliş meydana geldi.



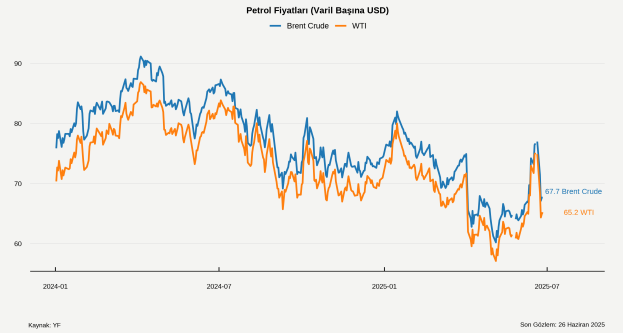
ABD dolarının güvenli liman olma özelliğinin azalması ile birlikte yılbaşından bu yana diğer ana para birimlerine karşı önemli düzeyde değer kaybettiği görülüyor.



ABD başta olmak üzere pek çok ana ekonomide kamu borcunun düzeyi milli gelirin üzerine gelirken mali kural sayesinde kamu borcu genel olarak düşük kalan Almanya'nın da önümüzdeki yıllarda savunma ve altyapı yatırımı harcamaları ile kamu borcunu artırması bekleniyor.



İran ve İsrail arasında 12 gün süren çatışmanın başlaması ile sert bir yükseliş gösteren petrol fiyatları ateşkes sağlanmasının ardından hızlı bir şekilde önceki seviyelerine geriledi.



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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



ALLBATROSS PORTFÖY

Adalet Mh. Sehit Polis Fethi Sekin Cd. No: 6 K: 20
Iç Kapı No: 202 Ventus Tower - Bayraklı, İzmir
0850 307 90 12

allbatrossportfoy.com