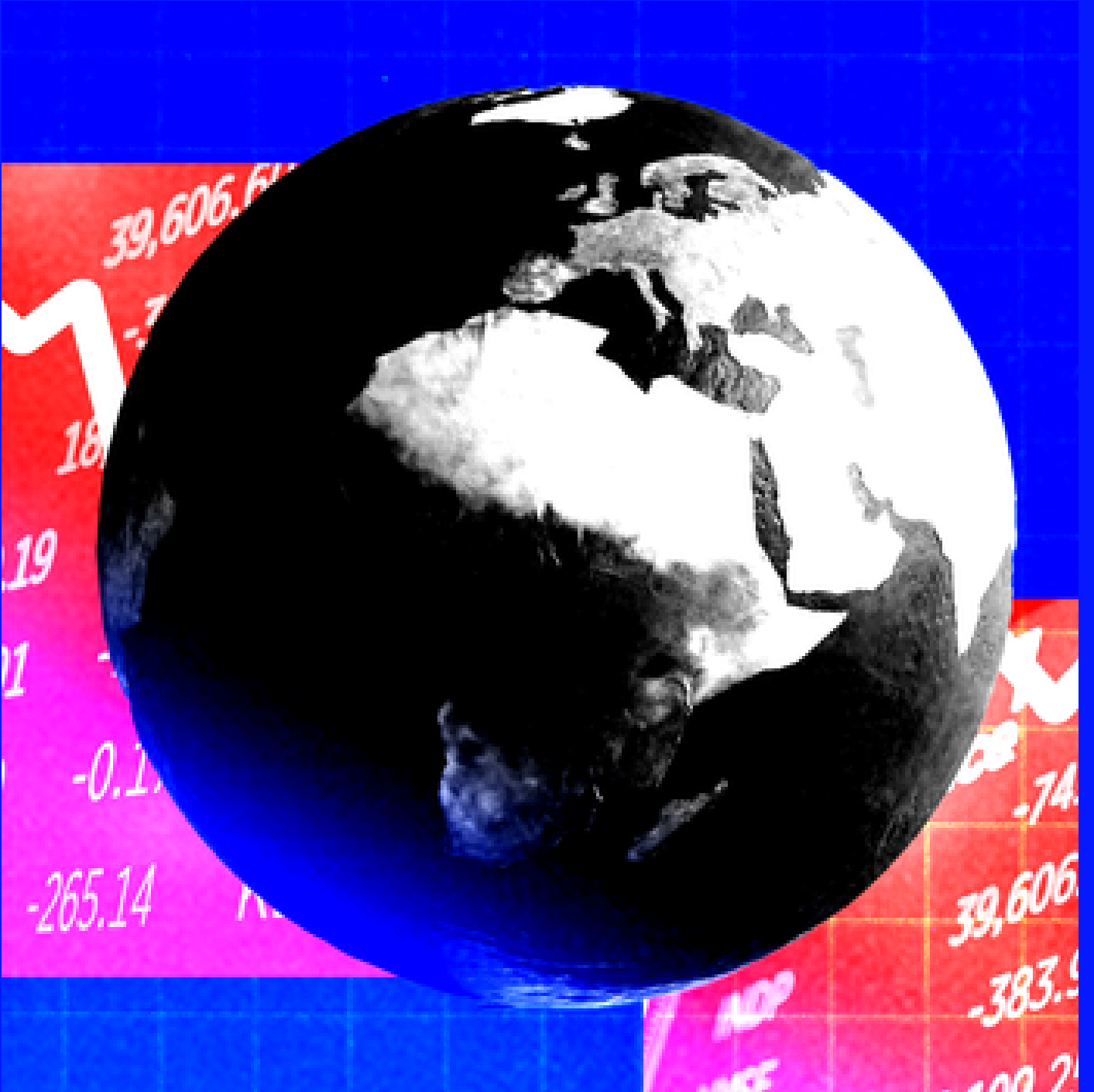


MAKRO



Orta Vadeli Program Ve 2027 Seçim Kurgusu

Hükümetin açıkladığı 3 yıllık Orta Vadeli Program (OVP), kamuoyuna teknik bir makro tahmin belgesi olarak sunulsa da, satır araları dikkatle okunduğunda iktidarın ajandasındaki siyasi takvimi ele veriyor. Programda yer alan parametreler, 2026 yılında yaşanan durgunluğun ardından 2027'nin tam teşekküllü bir seçim ekonomisi yılı olarak tasarlandığını açıkça gösteriyor.

Dolar/TL kuru projeksiyonlarında 2027 yılı ortalaması için 56,0 TL seviyesi öngörülüyor. Bu, bir önceki yıla kıyasla yaklaşık yüzde 19,6'lık nominal bir kur artışı anlamına geliyor. 2028 için yüzde 13,6 ve 2029 için yüzde 8,1 olarak belirlenen kur artış patikası, ekonomi yönetiminin kuru bir dezenflasyon çipası olarak kullanmaya devam edeceğini teyit ediyor. Ancak asıl dikkat çekici değişim büyüme, bütçe açığı ve kamu yatırımları dengesinde yaşanıyor.

2026 yılında iç talepteki sert yavaşlamayla yüzde 3,3'e kadar gerileyen GSYH büyüme hedefi, 2027 yılı için agresif bir sıçramayla yüzde 4,2 seviyesine çekilmiş durumda. Türkiye'nin potansiyel büyüme oranının üzerine çıkmayı hedefleyen bu ivmelenmenin motoru ise doğrudan kamu maliyesi olacak. Nitekim bütçe açığının milli gelire oranının 2027 yılında yüzde 3,5 seviyesine çıkacağı tahmin ediliyor. Kemer sıkma programlarının uygulandığı bir dezenflasyon sürecinde bütçe açığında artış öngörülmesi, devletin harcama musluklarını yeniden açacağına işaret ediyor. Buna ek olarak, kamu yatırımlarında yüzde 6,3'lük reel artış planlanması, seçim dönemlerinin geleneksel refleksleri olan altyapı, imar ve sosyal konut harcamalarının yeniden hız kazanacağını haber veriyor.

Gelirler politikası tarafında ise kamu personel giderlerindeki artış tavanı yüzde 24,1 olarak kurgulanmış durumda. Hükümet her ne kadar gerçekleşen enflasyon yerine beklenen enflasyona göre maaş ayarlaması yapma prensibini masada tutsa da, bütçe açığı ve büyüme projeksiyonları, 2027 ufukta belirlediğinde çalışan ve emekli kesime yönelik seçim revizyonlarının kaçınılmaz olacağını hissettiriyor. Kısacası OVP, 2026'daki sabır döneminin 2027'de yerini genişlemeci bir seçim konjonktürüne bırakacağını şimdiden belgeliyor.

TCMB ve Faiz İkilemi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Kurulu, Eylül ayı toplantısında politika faizini piyasa beklentilerine paralel olarak yüzde 37 seviyesinde sabit bıraktı. Ancak faiz kararının kendisinden ziyade, karar metnine eklenen iki kritik ifade, sonbahar aylarında piyasanın izleyeceği rotanın çerçevesini çizdi.

Metinde ilk kez "enflasyonun ana eğiliminde zayıflama kaydedildiği" ve "iç talepteki daralmanın sürdüğü" açıkça vurgulandı. Bu ifadeler, Merkez Bankası'nın reel sektördeki derin durgunluğu ve tüketim tarafındaki ivme kaybını teyit ederek Ekim ayı için bir faiz indirimi hazırlığı yaptığını ortaya koyuyor. Morgan Stanley, Deutsche Bank ve Bank of America gibi küresel devlerin raporlarında da altı çizildiği üzere; piyasa, TCMB'nin Ekim ve Aralık aylarında yüzer baz puanlık adımlarla faizi yıl sonunda yüzde 35 seviyesine çekmesini bekliyor.

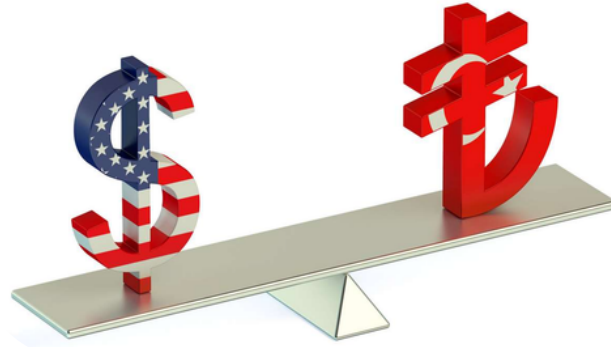
Ancak Merkez Bankası'nın bu niyetinin önüne devasa bir dış engel çıkmış durumda: Küresel petrol fiyatları. Karar metninde açıkça belirtilen "jeopolitik gelişmeler neticesinde yüksek seyreden enerji fiyatlarının enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturduğu" tespiti, indirimin önündeki tek ve en büyük kilit taşı.

Brent petrolün Orta Doğu'daki çatışmalar ve Hürmüz Boğazı gerilimiyle 105–107 dolar bandına fırlaması, içeride akaryakıt pompasına yansıyacak zam dalgasını tetikliyor. Akaryakıt zamları, lojistikten gıdaya kadar tüm temel tüketim sepetinde yeni bir maliyet şokuna yol açma potansiyeline sahip. TCMB, örtük olarak piyasaya şu mesajı veriyor: Petrol 100 doların altına kalıcı olarak inmediği sürece, iç talep ne kadar çökerse çöksün Ekim ayında faiz indirimi masadan kalkabilir. Bankacılık tarafında ise mevduat faizleri yüzde 40 üzerindeki seviyelerden yüzde 37–39 bandına yerleşmiş durumda. Mevduat ve para piyasası fonları şimdilik aylık bazda yatırımcıyı resmi enflasyondan korumaya devam etse de, gelebilecek ilk indirim sinyaliyle birlikte mevduat faizlerinin yüzde 35'e doğru çekilmesi, TL cinsi tasarrufların reel getiri kalkanını zayıflatma riski taşıyor.

Carry Trade Ve Rezerv İllüzyonu

Mehmet Şimşek liderliğinde yürütülen rasyonel politikanın en somut kazanımı, şüphesiz Merkez Bankası'nın swap hariç net rezervlerinin tarihi dip seviyelerden artıya geçmesi oldu. Bu toparlanmanın arkasındaki temel itici güç ise küresel fonların Türkiye'ye akıttığı ve büyüklüğü 60 milyar doları aşan carry trade sermayesi.

Türkiye, döviz kurunun sıkı şekilde kontrol altında tutulduğu ve yıllık değer kaybının sınırlı kaldığı bir ortamda, yıllık yüzde 37–39 seviyesinde nominal mevduat getirisi sunarak Mısır'ın ardından küresel fonlar için dünyanın en cazip ikinci arbitraj merkezine dönüştü. Uluslararası yatırım bankalarının Türkiye stratejisi oldukça berrak: Dolar getirip yüksek faizden TL'ye geçmek, Merkez Bankası'nın kur artışını sınırlı tuttuğu bu dönemde risksiz kur farkı kazancını cebine koymak.



Ancak bu mekanizma, makroekonomik istikrar açısından iki ucu keskin bir bıçak niteliği taşıyor. Merkez Bankası kasasındaki rezervleri güçlendirerek piyasadaki olası kur ataklarını bastırma kapasitesine kavuşsa da, bu rezervlerin kalitesi doğrudan emanet paraya dayanıyor. Yabancı yatırımcı Türkiye'ye fabrika kurmak, istihdam yaratmak veya teknoloji getirmek için değil; faiz ile kur artış hızı arasındaki makastan yararlanmak için geliyor.

Morgan Stanley analizlerinde de belirtildiği üzere, bu sermayenin Türkiye'de kalabilmesi için Merkez Bankası'nın faizi çok hızlı indirmemesi ve döviz kurunda kontrol dışı bir sıçramaya asla izin vermemesi şart. Kurun seyrinde yaşanabilecek en ufak bir kontrol kaybı veya jeopolitik bir şok, 60 milyar dolarlık bu likidite dalgasının bir gecede çıkış kapısına yönelmesi riskini doğuruyor. Dolayısıyla ekonomi yönetimi, kur artışını engellemek için faizi yüksek tutmak, faizi yüksek tutabilmek için de sıcak paraya muhtaç kalmak gibi bir bağımlılık döngüsünün içinde hareket ediyor.

Kayseri Şoku: Orta Anadolu Mensucat Neden Kapandı?

Bu sanayisizleşme dalgasının sembol olayı, Kayseri'nin sanayi devi, Levi's, Wrangler ve Lee gibi dünya markalarına üretim yapan denim üreticisi Orta Anadolu Mensucat'ın üretimi durdurarak şalter indirmesi oldu. Zirve dönemlerinde ayda 5 milyon metrekare kumaş dokuyan fabrikanın kapasitesi 2 milyon metrekareye kadar düşmüştü. Fabrikanın kapanışının ardında yatan dinamikler, tüm Türkiye sanayisinin röntgenini çekiyor.

Birincisi, kur-maliyet uyumsuzluğu. Mısır ve Asya ülkelerindeki rakipler karşısında döviz bazında pahalı kalan şirket, uluslararası siparişlerini kaybetti. İkincisi, kuşak değişimi. Kurucu sanayici Demir Karamancı'nın vefatının ardından ikinci nesil yönetimin, eriyen kâr marjları ve sanayiciliğin getirdiği ağır finansal stres altında sektöre devam etme motivasyonunu yitirmesi süreci hızlandırdı. Üçüncüsü ise rant ekonomisinin sanayi üretimine galebe çalması. Fabrika kurulduğu yıllarda Kayseri'nin dışındayken, kentin büyümesiyle birlikte son derece merkezi ve değerli bir gayrimenkul alanına dönüştü. İmalat yaparak elde edilemeyecek kârlılıkların, arazinin gayrimenkul ve ticari projelere açılmasıyla sağlanabilecek olması, sanayiden ranta kaçışın acı bir örneği olarak tarihe geçti.



ENFLASYONUN DİRENCİ VE DURGUNLUK: YAPIŞKAN PAHALILIK, DONAN PİYASALAR

Uygulanan sıkı para politikasının iç talebi belirgin şekilde soğuttuğu yadsınamaz bir gerçek; ancak bu soğuma, enflasyonun hızla gerilemesini sağlayamıyor. Türkiye ekonomisi, talebin düştüğü fakat girdi maliyetlerinin fiyatları yukarı itmeye devam ettiği yapışkan bir enflasyon sarmalının içinde debeleniyor.

WebTÜFE'nin internet üzerinden yapılan anlık fiyat taramaları, Eylül ayının henüz ilk yarısında aylık enflasyonun yüzde 1,81'e dayandığını gösteriyor. Manşet enflasyonu yukarı çeken en önemli kalem ise gıda fiyatlarındaki yapısal katılık. Son bir ay içerisinde dana eti fiyatlarında yüzde 8'e, tavuk eti fiyatlarında ise yüzde 7'ye varan artışlar kaydedildi. Tarım ve hayvancılıktaki yem, enerji ve lojistik maliyetleri kırılmadığı sürece, faiz ne kadar yüksek olursa olsun mutfaktaki yangın söndürülemiyor.

Tüketim cephesinde ise sert bir frenleme göze çarpıyor: Merkez Bankası eski başekonomisti Hakan Kara'nın paylaştığı veriler, kredi kartı işlem adedi büyümesinin tamamen yataylaştığını ve geçmiş yıllardaki çılgın harcama dalgasının durduğunu ortaya koyuyor. Hanehalkının borçlanma kapasitesi tükenmiş durumda.

Otomotiv pazarında daralma derinleşiyor. Sıfır araç satışları Ağustos ayında yıllık bazda yüzde 25 gerilerken, asıl dram ikinci el piyasasında yaşanıyor. Arabam.com verilerine göre, ikinci el otomobil fiyatları nominal olarak aylık yüzde 0,42 gerilerken, enflasyondan arındırıldığında reel bazda yüzde 2,21'lik bir erime kaydetti. Aylardır devam eden bu reel kayıp, yüksek mevduat faizinin varlık fiyatlarını baskıladığını ve piyasada ciddi bir nakit sıkışıklığı yaşandığını kanıtlıyor.

ÖZELLEŞTİRME VE BORÇ YAPILANDIRMASI: KAMUDA KAYNAK, ŞİRKETLERDE CAN HAVLI

Bütçe açığını kapatma ve Hazine kasasına peşin döviz likiditesi sağlama ihtiyacı, ekonomi yönetimini uzun süredir rafa kaldırılmış olan büyük ölçekli altyapı varlıklarının satışına yönlendirdi. Eş zamanlı olarak özel sektör devleri de devasa borç dağlarını eritmek için küçülme ve ortaklık devirleri arayışına girdi.

Köprü ve Otoyollar Neden Satış Masasında?

Özelleştirme İdaresi, 15 Temmuz Şehitler Köprüsü, Fatih Sultan Mehmet Köprüsü ve bağlantılı otoyolların 30 yıllık işletme hakkı devri için düşmeye bastı. Bu adım piyasada ve kamuoyunda büyük bir tartışmayı beraberinde getirdi: Bu varlıklar devlete yıllık 600 milyon dolar brüt gelir sağlıyor. Bakım ve onarım giderleri düşüldüğünde devletin cebine her yıl net 300 milyon dolar nakit kâr kalıyor. Zarar etmeyen, bürokratik hantallığı bulunmayan ve devlete düzenli nakit akışı sağlayan böylesi kritik altyapı varlıklarının neden satıldığı sorusu cevapsız kalıyor. Mülkiyet devredilmese de işletmeyi alacak özel şirketin kârını artırmak adına geçiş ücretlerine yapacağı zamlar, hem doğrudan vatandaşları mağdur edecek hem de lojistik maliyetleri üzerinden mal fiyatlarını yukarı çekerek enflasyonu besleyecek.



Vestel'in 4,5 Milyar Dolarlık Çıkmazı ve TOGG'dan Çıkış

Özel sektör tarafındaki en büyük finansal deprem ise tüketici elektroniği devi Vestel cephesinde yaşanıyor. Şirket, biriken yaklaşık 4,5 milyar dolarlık borç yükünü çevirmekte zorlandığı için alacaklı bankalarla devasa bir borç yapılandırma masasına oturmuş durumda. Bu finansal darboğazın en somut çıktısı, yerli otomobil projesi TOGG'un ortaklık yapısında gerçekleşiyor. TOGG'un Yönetim Kurulu Başkanı Fuat Tosyalı'nın da doğruladığı üzere; projenin iki büyük özel sektör ortağı olan Vestel (Zorlu Grubu) ve Anadolu Grubu, şirketteki toplam yüzde 46'lık hisselerini Türkiye Varlık Fonu'na devretmek için müzakere yürütüyor. Henüz ticari kârlılığa ulaşamamış bir girişimin finansman yükünün zor durumdaki özel sektör ortaklarından alınarak kamuya (TVF) devredilmesi, reel sektörün Ar-Ge ve teknoloji üretmek yerine borç batağından kurtulma savaşı verdiğini özetliyor.

Yatırım Fonlarında SPK Depremi

Eylül ayının finansal piyasalar açısından en sarsıcı hikayesi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) serbest yatırım fonlarına yönelik getirdiği katı kurallar ve ardından patlak veren likidite krizi oldu.

SPK'nın fonların hisse yoğunluklarına ve manipülatif fiyatlama içeren tahtalara yönelik kısıtlamaları sonrası, bazı portföy yönetim şirketlerinden panik kaçışlar başladı. Krizin merkez üssü ise Pusula Portföy oldu. Pusula'nın hisse senedi fonunda (PBR vb.) son bir aydaki kayıp yüzde 73'ü aşarken, değişken fonlarındaki erime yüzde 70'i geçti. Portföydeki hisselerin arka arkaya taban olması nedeniyle fonlardan çıkan nakit tutar 100 milyar TL'yi buldu.

Kriz sadece hisse fonlarıyla sınırlı kalmadı; yatırımcıların güvenli liman olarak gördüğü Pusula para piyasası fonlarında dahi satış emirlerinin ardından paraların hesaplara gününde geçmediği, ciddi likidite ve takas tikanıklıkları yaşandığı piyasa kulislerine yansıdı.

Sistemik bir çöküşü engellemek adına devreye Tera Yatırım Grubu girdi. Pusula Finance Holding ve Pusula Portföy'ün Tera Grubu'na devri konusunda mutabakata varıldığı açıklandı. Tera Grubu patronu Emre Tezmen'in masaya oturmasıyla fonların uçuşunun kenarından döndürülmesi hedeflense de, bu operasyon yatırımcılara "yüksek getiri vaat eden serbest fonların içerdiği riskler" konusunda piyasa tarihinin en sert dersini vermiş oldu.

Öte yandan SPK, para piyasası fonlarının yüksek getiri elde etmek için başvurduğu hisse repo (ters repo) mekanizmasına da neşter vurdu. Yatırımcıların hisse senetlerini teminat göstererek para piyasası fonlarından gecelik borçlandığı bu sistemde, teminatların sadece kağıt üzerinde gösterilmesini engellemek amacıyla, teminat hisselerin saat 17:45'e kadar bildirilmesi ve fiilen bloke edilmesi zorunluluğu getirildi. Bu adım, para piyasası fonlarının sunduğu yüksek getirilerde bir törpülenmeyi beraberinde getirecek.



Borsa İstanbul'da BİST 30 Rotasyonu

Borsa İstanbul, fon krizinin yarattığı türbülans ile kurumsal alımların yarattığı coşku arasında tarihinin en volatil haftalarından birini geride bıraktı. Endeks hafta içinde 14.670 direncini test ettikten sonra kâr realizasyonlarıyla 14.450-14.500 bandına çekildi; ancak asıl hikaye endeksin seviyesinden ziyade hacim ve aracı kurum dağılımında yazıldı. BIST Tüm işlem hacmi 412 milyar TL ile tüm zamanların rekorunu kırdı.

SPK'nın getirdiği yeni kurallarda BIST 30 şirketlerini kısıtlamalardan muaf tutması, sermayenin küçük tahtalardan çıkarak endeks lokomotiflerine yönelmesini sağladı. Bu rotasyonun baş mimarı ise tek başına piyasayı domine eden Tera Yatırım oldu.

Salı günü 18 milyar TL, Cuma günü ise 13 milyar TL'yi aşan net alımlarla borsa tarihinin en büyük kurum alımlarına imza atan Tera; Vakıfbank, İş Bankası, Türk Telekom, Şişecam, Petkim ve SASA hisselerini adeta tek başına tavan seviyelere taşıdı. Piyasada yıllardır takip edilen Bank of America (BoFA) algoritmalarının pabucu dama atılırken, ekran başındaki yatırımcılar tamamen Tera'nın emir defterine kilitlendi. BoFA'nın arkasındaki işlemlerin de aslında yabancı görünümlü yerli büyük oyuncular ("biyıklı yabancılar") olduğu gerçeği bir kez daha hatırlandı.

Madalyonun karanlık tarafında ise fon operasyonlarına konu olan hisselerdeki taban serileri vardı. Odin Teknoloji, Hedef Holding, Pasifik Lojistik, Katılımevim ve Gündoğdu Gıda gibi hisseler günlerce taban çözemezken, haftanın son işlem gününde Tera'nın geleneksel hisseleri olarak bilinen Selçuk Ecza ve Anel Elektrik'in de taban kervanına katılması piyasadaki risk algısının henüz tamamen yatışmadığını gösterdi.

Küresel Görünüm

Küresel piyasalar, makroekonomik verilerin jeopolitik risklerle gölgelendiği bir haftayı tamamladı. Petrol ve Hürmüz Gerilimi: ABD ile İran arasındaki askeri gerilim, Hürmüz Boğazı'nda tankerlerin hedef alınması ve Suudi Arabistan petrol üretiminin 1990 seviyelerine gerilemesiyle Brent petrol 107 doları aştı. Her ne kadar hafta sonunda Körfez ülkeleriyle İran arasında diplomatik temas haberleriyle petrol 104 dolara doğru gevşese de, enerji fiyatları küresel merkez bankalarının enflasyonla mücadelesini tehdit etmeye devam ediyor.

ABD Enflasyonu ve Fed: ABD'de ÜFE'nin aylık yüzde 0,40 ile yüksek gelmesinin ardından gözlerin çevrildiği TÜFE verisi, aylık yüzde 0,4 ve yıllık yüzde 3,4 ile beklentilere paralel açıklandı. Ancak petrol fiyatlarındaki sıçrama, Fed'in faiz indirimine gitmek bir yana, faizi sabit tutma veya artırma baskısıyla karşılaşabileceği endişesini tetikleyerek piyasaları gerdi.

Altın ve Merkez Bankaları: Ons altın, Fed endişeleriyle hafta içinde 4.292 dolara kadar sert gerilese de, TÜFE sonrası toparlanarak 4.360 dolardan kapandı. UBS analizleri, Batı'nın Rus rezervlerini dondurduğu 2022 yılından bu yana gelişmekte olan ülke merkez bankalarının altına hücum ettiğini vurguluyor. Gelişmiş ülkelerde rezervlerin yüzde 26'sı altınken, gelişen ülkelerde bu oran henüz yüzde 11 seviyesinde. Çin Merkez Bankası'nın (PBoC) 22 aydır kesintisiz altın alması (son ayda 20 ton), altındaki geri çekilmelerin uzun vadeli birer alım fırsatı olarak görüldüğünü kanıtıyor.



Bakırda Tarihi Zirve: Bakır fiyatları ton başına 14.730 dolar ile tüm zamanların rekorunu kırdı. Arzın ilk 6 ayda yüzde 1,1 daralması, yapay zeka veri merkezleri ve elektrifikasyon talebi bir yana; asıl itici güç Trump yönetiminin işlenmiş bakıra gümrük vergisi getireceği endişesiyle Amerikan şirketlerinin çılgınca vergisiz stok yapması oldu.

Teknoloji Devlerinin Sınavı: Apple, ilk katlanabilir iPhone modelini ve iPhone 18 serisini tanıtarak hisselerinde ralli başlattı (cihazların Türkiye fiyatlarının 230 bin TL ve 138 bin TL olarak açıklanması iç pazardaki alım gücü kaybını simgeledi). Oracle ise gelir ve kâr beklentilerini aşmasına rağmen, yapay zeka yatırımları uğruna sırtına yüklediği 167 milyar dolarlık devasa borç yükü ve CDS primindeki sıçrama nedeniyle yatırımcıların temkinli duruşuyla karşılaştı.

MAKRO

KUTECON HAFTALIK MAKRO DERGİSİ

Bu Haftanın Yolculuğuna Ortak Olduğunuz İçin Teşekkürler!

Makro dergisinin bu sayısında, bu hafta piyasaların ve jeopolitik gelişmelerin izini sürdük. Sayfaları çevirirken bizimle aynı heyecanı paylaştığınızı umuyoruz. Kelimelerin ve görsellerin gücüyle akli ve parası uyumayanlar için gelişmeleri derlemeye devam edeceğiz. Görüşleriniz, eleştirileriniz ve katkılarınız bizim için çok değerli.

Bize sosyal medya hesaplarımızdan ulaşabilirsiniz.



kutecon_com



kuteconcom



Kutecon



Kutecon

Bir sonraki sayımızda, haftanın yepyeni gelişmeleri için buluşmak üzere

Editör: Ömer Çağrı Tufan