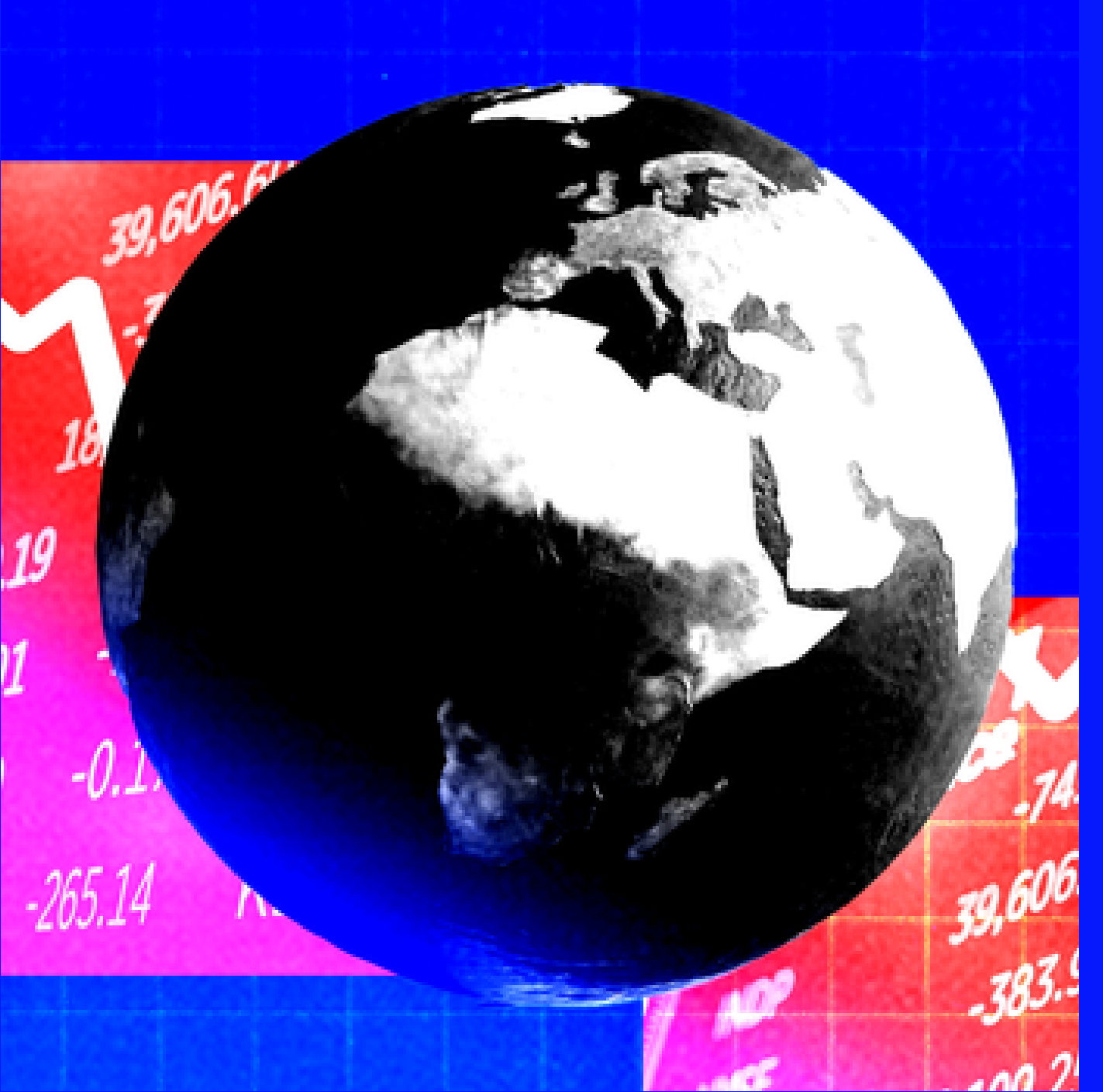


MAKRO



PARASI VE AKLI
UYUMAYANLAR İÇİN

SPK FON DÜZENLEMESİ

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 28-29 Ağustos 2026 tarihlerinde yayımladığı ve serbest fonların yatırım stratejilerini doğrudan bağlayan yeni kurallar seti, Borsa İstanbul (BİST) ekosisteminde son yılların en sert yapısal değişimlerinden birini tetikledi. Düzenleme; düşük fiili dolaşımli sığ hisselerdeki yapay fiyatlamları bitirmeyi hedeflerken, sermayenin yönünü radikal bir şekilde değiştirdi.

Neler Değişti?

Getirilen yeni kurallar, fonların şirketlerdeki mülkiyet payını doğrudan o şirketin Fiili Dolaşım Oranına (FDO) bağlayarak yoğunlaşmayı teknik olarak imkansız hale getiriyor:

%25'in Altında

Dolaşımdaki payların maks. %8'i artık

Dolaşımdaki payların maks. %16'sı

%25 - %50 Arasında

Dolaşımdaki payların maks. %6'sı artık

Dolaşımdaki payların maks. %12'si

%50 - %75 Arasında

Dolaşımdaki payların maks. %4'ü artık

Dolaşımdaki payların maks. %8'i

%75 ve Üzeri

Dolaşımdaki payların maks. %2'si artık

Dolaşımdaki payların maks. %4'ü



Bir serbest fonun portföy değerinin %5'inden fazlasını oluşturan hisselerin toplam değeri, fonun toplam büyüklüğünün %20'sini aşamayacak. Ayrıca Borsa dışından (tahta dışı) pay alımları yasaklanarak, büyük ortakların hisse devirleri katı sınırlara tabi tutuldu. Tüm bu kısıtlamalardan BIST 30 hisseleri tamamen muaf tutuldu.

SPK'nın bu adımı atmasındaki temel amaç piyasa derinliği olmayan, bilançosu zayıf ancak "fon manipülasyonu" veya "patron yönlendirmesi" ile suni olarak yükseltilecek şirketlerdeki riskleri bertaraf etmektir. Fonların, başkalarının parasıyla holding iştiraklerini uçurması veya sığ tahtalarda hakimiyet kurarak küçük yatırımcıyı mağdur etmesi uygulamasının tarihe karışması amaçlandı. Uzun vadeli beklenti, sermaye piyasalarının daha rasyonel, çarpanlara dayalı ve öngörülebilir bir fiyatlandırma zeminine oturmasıdır.

Teorideki şeffaflaşma beklentisi, pratikte kısa vadeli bir likidite şokuna dönüştü. Düzenlemenin yürürlüğe girmesinin hemen ardından piyasada gerçekleşen somut fiyatlandırma reaksiyonları oldu.

SPK, fonlara 31 Aralık 2026'ya kadar kademeli bir uyum süresi tanımasına rağmen, piyasa aktörleri çıkış kapısında sıkışmamak adına ilk günden satış tuşuna bastı. Portföyünde %20 sınırını aşan veya düşük FDO'lu şirketlerde yasal sınırın üzerinde pozisyonu olan fonlar agresif satışlara geçti. Bu durum, sığ hisselerde alıcı tarafının kaybolmasına ve üst üste gelen "taban serilerine" neden oldu.

BİST GENEL GÖRÜNÜM

SPK regülasyonunun yarattığı mikro sarsıntıların ötesinde, Borsa İstanbul (BİST 100) makroekonomik veriler ve para politikası döngüsü ekseninde 14.000 puan psikolojik sınırının üzerinde tutunma çabası veriyor.

Tarihi zirvelerinden uzaklaşarak eylül ayına konsolidasyon evresinde giren BİST 100 endeksi, teknik olarak kritik bir destek bölgesinde fiyatlanıyor. Yabancı takas oranının %38 bandında yatay seyretmesi, endeksin yukarı yönlü yeni bir ralli başlatabilmesi için yeni bir hikayeye (katalizöre) ihtiyaç duyduğunu gösteriyor. Şu anki endeks seviyesi, tamamen BİST 30'daki bankacılık ve havacılık hisselerinin defansif duruşu sayesinde korunuyor. Yan tahtaların endekse katkısı neredeyse sıfırlanmış durumda.

BİST 100 ▲ 14.012,42 +79,96 (+0,57%)



Enflasyon ve Fed'in Gölgesi

Borsa İstanbul'un önümüzdeki 3 aylık rotasını belirleyecek iki temel makro gelişme eylül ayının ilk haftasında netleşti. Ağustos ayında yıllık TÜFE'nin %31,51'e gerilemesi, dezenflasyon sürecinin teknik olarak işlediğini kanıtladı. Ancak aylık bazdaki %1,84'lük artış ve konut/hizmet grubundaki katılık, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) erken bir faiz indirimine gitme ihtimalini ortadan kaldırdı. Sıkı para politikasının yılın sonuna kadar süreceği beklentisi, sanayi şirketlerinin finansman maliyeti yükünü taşımaya devam edeceğini gösteriyor; bu durum sanayi hisseleri (XUSIN) üzerinde açık bir baskı unsuru.

4 Eylül'de açıklanan ABD tarım dışı istihdam verisinin 162 bin kişi ile beklentileri üçe katlaması, küresel piyasalarda oyunun kurallarını değiştirdi. ABD ekonomisinin soğumadığına işaret eden bu veri, Fed'in olası agresif faiz indirimlerini rafa kaldırdı. Bu tablo, küresel dolar likiditesinin gelişmekte olan piyasalara (BİST dahil) yönelme hızını yavaşlatacak en büyük dış risk olarak BİST 100'ün yükseliş potansiyelini kısa vadede sınırlamaktadır.

TCMB'nin Faizi Sabit Tutması Bekleniyor

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) 10 Eylül'de gerçekleştireceği Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında politika faizini %37 seviyesinde sabit tutmasına kesin gözüyle bakılırken, küresel piyasa devleri ilk faiz indirimi için Ekim ayını işaret ediyor. Faiz indirim döngüsünün yaklaşması, Borsa İstanbul (BİST) tarafında bu haftadan itibaren sektörel bazlı yeni fiyatlamaları da beraberinde getiriyor.

Kurumlardan Kritik Tahminler

Piyasa anketleri ve uluslararası kurumların raporları, enflasyon beklentilerindeki temkinli duruşun Eylül ayında faizlerin sabit kalmasına neden olacağını gösteriyor. Garanti BBVA Yatırım, kalıcı enflasyon riskleri sebebiyle Eylül ayında değişikliğe gidilmeyebileceğini değerlendirirken; küresel aktörlerin projeksiyonları şu şekilde şekilleniyor:

Bank of America (BofA): 22 Ekim PPK toplantısında 100 baz puanlık bir indirim yapılarak döngünün başlayacağını öngörüyor. Kurum, politika faizinin yıl sonuna kadar %36 seviyesinde sabit kalmasını bekliyor.

Citi: Yıl sonuna kadar toplamda 200 baz puanlık bir gevşeme öngörerek politika faizinin 2026'yı %35 seviyesinde tamamlayacağını tahmin ediyor. Ancak enflasyon beklentilerindeki bozulmanın sürmesi halinde bu hedeflerin yukarı yönlü revize edilebileceği konusunda uyarıyor.

BBVA Research & Morgan Stanley: Her iki kurum da ana senaryolarında ilk faiz indiriminin Ekim ayına taşındığını belirtiyor.

Bu Hafta İçin Sektörel Bazlı BİST Beklentileri



TCMB'nin Eylül ayında faizi sabit bırakacağı beklentisinin tamamen fiyatlanmasıyla birlikte, Borsa İstanbul yatırımcıları Ekim'de indirim" senaryosuna göre pozisyon almaya başlıyor. Bu hafta sektörel bazda öne çıkması beklenen hareketler şu şekilde:

Bankacılık Sektörü (XBANK)

Faizlerin bir süre daha yüksek kalacak olması, kısa vadede bankacılık endeksinde mevduat maliyetleri kaynaklı marj baskısını sürdürebilir. Ancak ilk indirimin Ekim ayında başlayacağı beklentisi, bankaların tahvil portföyleri ve gelecekteki kredi büyüme potansiyelleri açısından bu haftadan itibaren hisse bazlı pozitif ayrışmaları (özellikle özel bankalarda) tetikleyebilir. Volatilitenin yüksek kalması muhtemel.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (XGYO)

Uzun süredir yüksek faiz ortamından en çok yara alan sektörlerin başında gelen GYO'lar, faiz indirim döngüsünün yaklaştığına dair en ufak sinyali bile olumlu fiyatlama eğilimindedir. Kurumların Ekim ayını işaret etmesi, bu hafta GYO ve inşaat malzemeleri sektörlerinde dipten dönüş hareketlerini ve erken pozisyonlanmaları hızlandırabilir.

Sanayi Endeksi (XUSIN)

Eylül ayında faizlerin sabit kalması, sanayi şirketlerinin finansman maliyetlerindeki yüksek seyrin bir ay daha devam edeceği anlamına geliyor. Borçluluk oranı yüksek olan sanayi şirketleri baskılanmaya devam edebilir; ancak ihracat odaklı ve döviz geliri yüksek sanayi devleri bu süreçte güvenli liman olarak öne çıkacaktır. Ekim indirimi beklentisi, özellikle iç pazar ağırlıklı otomotiv ve dayanıklı tüketim sektörleri için dipten toparlanma umutlarını yeşertiyor.

Jeopolitik ve Makro Politika

KANADA VE İRAN GERİLİMLERİ

ABD ve Kanada arasında son dönemde alevlenen ticaret anlaşmazlıkları, salt bir diplomatik krizin ötesinde; trilyonlarca dolarlık Kuzey Amerika Serbest Ticaret bölgesinin (USMCA) işleyişini doğrudan tehdit ediyor. İki ülke ekonomisinin birbirine tam entegre yapısı, gümrük kapılarındaki en ufak bir yavaşlamanın bile devasa maliyetler yaratmasına neden oluyor.



Piyasa ve Sektörlere Etkisi

Otomotiv Sektöründe bir otomobil parçası, üretim süreci bitene kadar ABD-Kanada sınırını ortalama 6 kez geçmektedir. Sınır geçişlerindeki yavaşlatmalar ve olası ek gümrük tarifeleri, Detroit merkezli otomobil üreticilerinin kâr marjlarını doğrudan baskılamaktadır.

Kanada'dan ithal edilen çelik, alüminyum ve kereste üzerine gelebilecek olası kısıtlamalar, ABD iç pazarında inşaat ve sanayi üretim maliyetlerini artırarak enflasyonist bir baskı yaratıyor.

Döviz piyasası, gerilimin tırmanmasıyla birlikte Kanada Doları (CAD), ABD Doları karşısında zayıflama eğilimi göstererek gelişmiş ülke para birimleri arasında negatif ayrıştı.

Bu gerilim, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) enflasyonla mücadelesinde dışsal bir risk faktörüdür. Tedarik zincirindeki aksamalar maliyetleri artırır, Fed'in faiz indirim döngüsü beklenen hızda gerçekleşmeyebilir.

ABD ve İran arasında ise Basra Körfezi'nde artan askeri önlemler ve karşılıklı sert söylemler, küresel enerji piyasalarının sinir uçlarına dokunmaya devam ediyor. Dünyada deniz yoluyla taşınan petrolün yaklaşık %20'si ve sıvılaştırılmış doğal gazın (LNG) büyük bir bölümü, dar ve stratejik Hürmüz Boğazı'ndan geçmektedir.

Brent Petrol ve Risk Primi: Askeri hareketlilik haberleri, arzın kesintiye uğrama ihtimalini gündeme getirerek Brent varil fiyatına anında 3 ila 5 dolarlık bir "jeopolitik risk primi" ekliyor. Bu durum, küresel dezenflasyon senaryolarını tehdit eden bir numaralı makro risk konumunda.

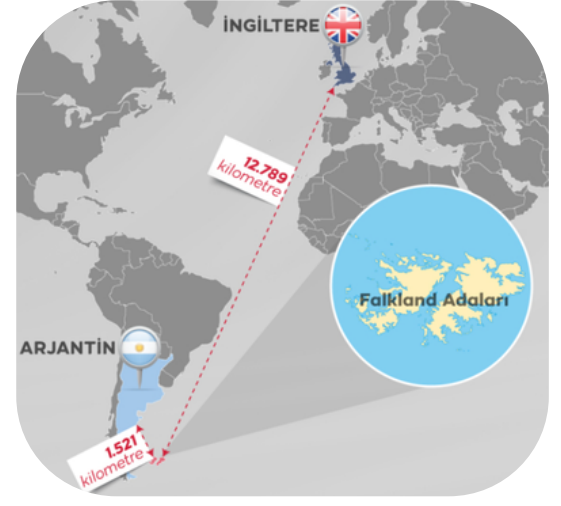
Güvenli Liman Talebi: Bölgedeki belirsizlik, kurumsal fonların riskli varlıklardan (hisse senetleri) çıkarak Ons Altın ve ABD Tahvilleri gibi güvenli limanlara sığınmasını hızlandırıyor.

Lojistik ve Navlun Fiyatlaması: Tanker şirketlerinin bölgedeki savaş/terör risk sigortası (war risk premium) maliyetleri hızla yükselirken, bu durum Baltık Kuru Yük Endeksi'nde ve genel deniz taşımacılığı navlun bedellerinde yukarı yönlü bir ivme yaratıyor.

Javier Milei ve Falkland Adaları

Arjantin Devlet Başkanı Javier Milei, Birleşik Krallık (İngiltere) ile onlarca yıldır devam eden Falkland (Malvinas) Adaları egemenlik ihtilafını yeniden en üst seviyeye taşıdı.

Göreve geldiği ilk dönemde ekonomik krize ve rasyonel politikalara odaklanıp bu konuda daha yumuşak bir retorik izlesede, son dönemde konuyu sert bir şekilde yeniden gündeme getirdi. Milei, İngiltere ortaklı şirketlerin adalar yakınlarında yürüttüğü Sea Lion petrol ve doğalgaz arama projelerini "ulusal çıkarlara açık bir tehdit" olarak nitelendirdi. Adalar çevresinde Arjantin izni olmadan faaliyet gösteren şirketlere, yöneticilerine ve ortaklarına ağır yaptırımlar öngören kararnameyi imzaladı.



Güney Atlantik'te Arjantin'in lojistik ve jeopolitik gücünü artırmak amacıyla Tierra del Fuego bölgesinde entegre bir deniz üssü inşa edileceğini açıkladı.

ABD Başkanı Donald Trump'ın ABD'nin adalara yönelik tarafsızlık pozisyonunu gözden geçirebileceğine dair sinyallerini fırsat bilen Milei, "dünyada lehlerine bir rüzgar estiğini" savunarak ulusalcı refleksleri konsolide etmeye çalışıyor. Ancak Birleşik Krallık, ada halkının kendi kaderini tayin hakkını ve egemenliği müzakereye kapalı tuttuğunu vurgulamaya devam ediyor.

COP31 Türkiye Ev Sahibi Oluyor (Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Konferansı)

İklim krizine ve küresel ısınmaya karşı politikaları reddeden, iklim değişikliğini "sosyalist bir yalan" olarak nitelendiren Javier Milei, COP zirveleriyle mesafeli ve gerilimli bir ilişki yürütüyor: Milei yönetimi daha önceki iklim zirvelerinde (örneğin Bakü'deki COP29'da) Arjantin heyetini salonlardan çekmiş, Paris İklim Anlaşması'ndan çekilme ihtimalini bile tartışmaya açmıştı. Çevre bakanlığının bütçesinde kesintilere giden ve fosil yakıt yatırımlarını savunan bir lider olarak küresel iklim platformlarında Arjantin'i aktif bir aktör olmaktan çıkarıp marjinalleştiren bir çizgi izliyor.

Uzun süren diplomatik süreçlerin ardından Türkiye, Avustralya ile varılan mutabakat sonucunda COP31 zirvesinin ev sahibi ve başkan ülke konumunu üstlenmiştir. Arjantin ise Milei'nin bu uluslararası platformlara ve yeşil mutabakat politikalarına ideolojik mesafesi nedeniyle COP süreçlerinde aktif bir yapıcı rol üstlenmek yerine, geleneksel iklim finansmanı ve kısıtlamalarına karşı eleştirel bir duruş sergilemeyi sürdürmektedir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi ve Kritik Veri Takvimi

7 - 13 Eylül 2026 Haftası

Önümüzdeki hafta, hem yerel hem de küresel finans piyasaları açısından yılın en yoğun ve volatil dönemeçlerinden birine sahne oluyor. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) faiz kararı, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) para politikası hamleleri ve ABD'den gelecek enflasyon (TÜFE/ÜFE) verileri, varlık fiyatlarında yeni bant hareketlerini tetikleyecektir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Kurulu (PPK), 10 Eylül 2026 Perşembe günü saat 14.00'te Eylül ayı faiz kararını açıklayacak.

Politika Faizi (Bir Hafta Vadeli Repo İhale Oranı): Mevcut durumda %37 seviyesinde bulunan politika faizinin, ağustos ayında yıllık TÜFE'nin %31,51'e gerilemesine rağmen TCMB'nin temkinli duruşu ve hizmet enflasyonundaki katılık nedeniyle sabit tutulması bekleniyor. Piyasa konsensüsü, ilk faiz indirim döngüsünün Ekim veya Kasım ayına kaldığı yönünde şekilleniyor.

Gecelik Borçlanma ve Borç Verme Faizanı: TCMB'nin koridor mekanizmasında gecelik vadede borçlanma faiz oranı %35,5 ve borç verme faiz oranı %40 seviyelerinde bulunuyor. Bu haftaki toplantıda faiz oranlarının yanı sıra, likidite yönetimi ve sterilizasyon araçlarına (depo alım ihaleleri, zorunlu karşılık adımları) ilişkin verilecek mesajlar bankacılık sektörünün (XBANK) fonlama maliyetleri açısından faiz kararının kendisinden daha kritik bir öneme sahip olacak.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), 10 Eylül 2026 Perşembe günü faiz kararını açıklayacak ve Başkan Christine Lagarde basın toplantısı düzenleyecek.

Avro Bölgesi'nde imalat PMI verilerinin daralma bölgesinde kalması ve ekonomik büyümenin ivme kaybetmesi, ECB üzerinde faiz indirimi baskısı yaratıyor. Mevcut politika faizinin %2,25 bandında bulunduğu ECB'de, büyüme endişelerini hafifletmek adına olası bir indirim sinyali verilir verilmeyeceği yakından izlenecek. ECB'den gelebilecek olası güvercin (gevşeme yanlısı) mesajlar EUR/USD paritesi üzerinde baskı yaratarak Avrupa'dan ihraç eden şirketlerin rekabet gücünü artırabilir, ancak küresel emtia fiyatlarında dolar bazlı dalgalanmalara yol açabilir. Cuma günü açıklanan ve beklentileri üçe katlayarak 162 bin gelen güçlü Tarım Dışı İstihdam verisinin ardından, önümüzdeki hafta açıklanacak ABD enflasyon verileri Fed'in eylül ortasındaki toplantısının kaderini belirleyecek.

ABD TÜFE (Tüketici Enflasyonu): Enflasyondaki katılık derecesini ve yıllık trendi gösterecek olan TÜFE verisi, Fed'in faiz indirimlerinde "temkinli mi yoksa agresif mi" olacağının pusulasıdır. Manşet ve çekirdek TÜFE'de olası bir yukarı yönlü sürpriz, ABD 10 yıllık tahvil faizlerini (US10Y) yeniden yukarı itebilir.

ABD ÜFE (Üretici Enflasyonu): Tüketici fiyatlarının öncüsü olan ÜFE verisi, tedarik zinciri maliyetleri ve üretici bazındaki girdi baskılarını yansıtacaktır. Küresel ticaret gerilimleri ve akaryakıt fiyatlarındaki hareketlerin ABD üreticilerine yansıma derecesi bu veriyle netleşecektir.

Önümüzdeki hafta perşembe günü hem TCMB'nin hem de ECB'nin aynı gün faiz kararı açıklaması, iç ve dış piyasalarda eş zamanlı bir volatilité yaratacaktır. TCMB'nin faizleri sabit tutarak "sıkı duruş" mesajını yinlemesi beklenirken; ABD'den gelecek TÜFE verisi, küresel dolar endeksinin (DXY) yönünü çizerek Borsa İstanbul'un 14.000 puan üzerindeki kalıcılığını test edecektir.



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