

DEĞERLENDİRME

Uygar Yolcu
uyuyolcu@ziraatbank.com.tr
+90 216 590 1018

Duygu Altınsoy
dakkoca@ziraatbank.com.tr
+90 216 590 3028

Gürol Atay
gatay@ziraatbank.com.tr
+90 216 590 3138

Dr. Sezgin Keskin Gündoğdu
sekeskin@ziraatbank.com.tr
+90 216 590 3357

ÖZET: Cuma günü ABD'de eylül ayı tarım dışı istihdam ve işsizlik oranı verileri, hükümetin kapalı kalmaya devam etmesi nedeniyle yayımlanmazken, eylül ayı hizmet sektörü nihai PMI ve ISM imalat dışı endeksleri karışık sinyaller verdi. Bu gelişmeler kapsamında, cuma günü Wall Street endeksleri karışık seyrle kapattı ve teknoloji hisselerindeki yükselişe ara verildi. ABD'de yüzbinlerce federal çalışanı temsil eden sendikalar hükümetin kapalı olduğu sürede Trump yönetimi tarafından gerçekleştirilebilecek toplu işten çıkarmaların durdurulması için mahkemeye başvuruda bulundu. ABD ve Avrupa vadeli bu sabah hafif artıda seyrediyor.

Asya tarafında, Japonya'da iktidardaki Liberal Demokrat Parti'nin (LDP) liderliğini Sanae Takaichi kazandı. Takaichi ülkenin ilk kadın başbakanı olmaya hazırlanırken, ekonomik politikaları açısından Abe'nin Abenomics çizgisine benzer teşvik yanlısı politikalar izleyebileceğine işaret ediyor. Takaichi'nin seçilmesi, mali teşvik beklentilerini yükseltirken, BOJ'un faiz oranlarını hemen yükselteceğine ilişkin beklentileri azalttı. Buna göre swap piyasasında, BOJ'un bu ayki toplantıda faiz artırımı olasılığı %25 olarak fiyatlanırken, bu olasılık LDP liderlik oylaması öncesinde %60 seviyelerinde bulunuyordu. Bu kapsamda, Japonya borsası sert yükselişe rekor seviyeye ulaşırken, getiri eğrisi dikleşti. Ayrıca Japon yeni, euro karşısında rekor düşük seviyeye gerilerken, USD/yen paritesi 150 seviyesini aştı. Uzun vadeli Japonya Hazine tahvillerinde sert kayıplar kaydedilirken, 40 yıllık tahvil faizi, gevşek maliye ve para politikası destekleyicisi Takaichi'nin hanehalkına yönelik vergi indirimlerini finanse etmek ve ekonomiyi yeniden canlandırmak amacıyla daha fazla devlet tahvili satabileceğine ilişkin artan endişelerle 14 baz puan artışla %3,52'ye ulaştı, iki yıllık tahvillerin faizi ise 4 baz puan düşüşle %0,9'a geriledi. Önümüzdeki süreçte başbakanın harcama konusundaki olası adımlarının mali açığa etkisi de yakından izlenecektir. Diğer yandan, Fransa'da François Bayrou hükümetinin Ulusal Meclis'ten güvenoyu alamayarak düşmesinin ardından 9 Eylül tarihinde başbakan olarak atanan Sebastien Lecornu yeni hükümeti kurdu.

Hamas, Trump'ın Gazze planındaki esir değişimine olumlu yanıt verirken diğer bazı maddelerin müzakere edilmesi gerektiğini belirtti. İsrail ve Hamas heyetleri bugün Mısır'da bir araya gelerek özellikle esir takası olmak üzere savaşı sonlandırmaya yönelik müzakerelere başlayacak.

OPEC+ Grubu üyesi ülkeler, Suudi Arabistan ve Rusya'nın görüş birliği sağlamasıyla kasım ayına ilişkin petrol üretiminde artışa gitmeyi kararlaştırdı. Bu kapsamda, üretici ülkeler gelecek ayda günlük 137.000 varil petrol üretim artışı sağlayacaklarını bildirdiler. ABD'de hükümetin kapalı kalmayı sürdürmesinin yanı sıra, ABD'de istihdam verileri başta olmak üzere birçok verinin yayımlanmaması nedeniyle Fed'in para politikasına yönelik artan belirsizlikler ile Rusya ve Ukrayna arasında karşılıklı devam eden saldırılarla yoğunlaşan jeopolitik riskler sonucunda artan güvenli liman talebiyle birlikte altının ons fiyatı bu sabah 3.945 USD seviyesini aşarak yeni bir rekor seviyeye ulaştı.

Yurt dışında veri takviminde bu hafta, ABD tarafında, Fed'in eylül ayı FOMC toplantı tutanakları piyasaların odak noktasında olacak. Ayrıca perşembe günü Fed Başkanı Powell'in konuşması takip edilecek. **Avrupa tarafında, Almanya'da üretimin seyrine ilişkin olarak ağustos ayı fabrika siparişleri ve sanayi üretimi ile ağustos ayı dış ticaret verileri** izlenecek. Ayrıca **Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın toplantısı** takip edilecek. **Yurt içinde** ise, bugün eylül ayı reel efektif döviz kuru endeksi, yarın eylül ayı Hazine nakit dengesi, perşembe günü ağustos ayı sanayi üretimi ve cuma günü ise ağustos ayı ticaret satış hacmi ve ciro endeksleri takip edilecek.

ABD tarafında, ekonomik faaliyetin son görünümüne ilişkin sinyal verecek olan eylül ayı S&P Global hizmet sektörü nihai PMI ve ISM imalat dışı endeksi takip edildi.

- Eylül ayında hizmet PMI,** 54,5'ten 54,2'ye gerileyerek haziran ayından bu yana en düşük büyüme hızına ve hizmet sektöründe büyümenin kısmen yavaşladığına işaret etti. Tarife ve belirsizliklerin müşteri talebini olumsuz etkilemesiyle yeni satışlar, önceki iki aydaki hızlı tempodan yavaşlarken, firmalar daha yavaş bir hızda istihdamı artırmaya devam etti. Fiyatlar cephesinde firmalar, tarifelerin işletme maliyetleri üzerinde daha fazla baskı oluşturduğunu ve bunun sonucunda ürün satış fiyatlarını artırdıklarını bildirdi.
- ISM imalat dışı endeksi,** eylül ayında 52'den 50 eşik seviyesine gerileyerek imalat dışı sektörlerin büyüme bölgesinden durağan seyre geçtiğine işaret etti, beklentiler ise 51,7 seviyesine gerilemesi yönündeydi. Eylül ayında firmaların yeni siparişlerinin artış hızı yavaşlarken, istihdamı daralmaya devam etti. Ayrıca firmaların girdi fiyatları baskıları yoğunlaştı ve girdi fiyat endeksi Ekim 2022'den bu yana en yüksek ikinci seviye olan 69,4'e yükseldi.

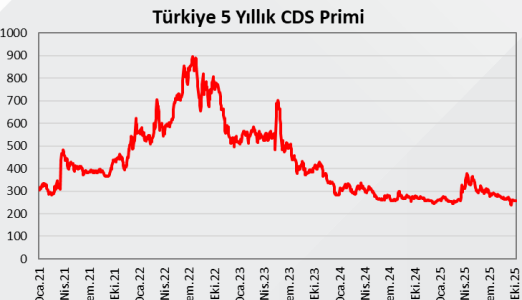
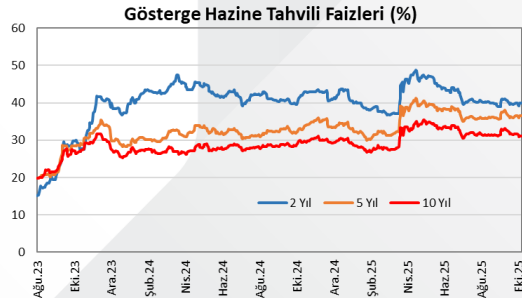
Avrupa tarafında, eylül ayı HCOB hizmet sektörü nihai PMI verileri izlendi. Hizmet PMI'lar, genel olarak iç talebin bir göstergesi olarak okunmakta olup nihai verilere göre, eylül ayında hükümetin düştüğü ve bütçe konusunda uzlaşa sağlayamayan Fransa hariç 50 eşik seviyesinin üzerinde büyüme bölgesinde kaydedildi. Buna göre hizmet PMI'lar Almanya'da 49,3'ten 51,5'e yükselerek hizmet sektörünün daralma bölgesinden büyüme bölgesine geçtiğine işaret ederken, Euro Bölgesi'nde 50,5'ten 51,3'e yükselerek hizmet sektöründe büyümenin hızlandığına işaret etti, İngiltere'de 54,2'den 50,8'e gerilemekle birlikte 50 büyüme bölgesinin üzerinde kaldığı ve yavaşlayarak büyümeyi sürdürdüğü gözlemlendi, buna karşın Fransa'da ise 49,8'den 48,5'e gerileyerek sektörde daralmanın hızlanarak sürdüğünü gösterdi.



	26.09.2025	03.10.2025	Değişim
BIST 100 Endeksi	11.151	10.859	-2,62%
TR 5 Yıllık CDS Primi	261	257	-3 bps
2 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi	39,84%	39,93%	9 bps
10 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi	31,69%	31,13%	-56 bps
ABD 2 Yıllık Tahvil Faizi	3,64%	3,58%	-7 bps
ABD 10 Yıllık Tahvil Faizi	4,18%	4,12%	-6 bps

	26.09.2025	03.10.2025	Değişim
USD/TL	41,4819	41,6560	0,42%
EUR/TL	48,6011	48,9669	0,75%
EUR/USD	1,1703	1,1742	0,33%
Dolar Endeksi (DXY)	98,2	97,7	-0,44%
Altın (USD / Ons)	3.760	3.887	3,37%
Brent Petrol (USD / Varil)	70,13	64,53	-7,99%

	26.09.2025	03.10.2025	Değişim
Dünya Borsaları			
NASDAQ Endeksi	22.484	22.781	1,32%
Dow Jones Endeksi	46.247	46.758	1,10%
S&P 500	6.644	6.716	1,09%
Nikkei	45.355	45.770	0,91%
Shanghai	3.828	3.883	1,43%
Hang Seng Endeksi	26.128	27.141	3,88%



DEĞERLENDİRME

Yurt dışında veri takviminde bu hafta, **ABD tarafında, Fed'in eylül ayı FOMC toplantı tutanakları** piyasaların odak noktasında olacak. ABD'de ayrıca **ağustos ayı dış ticaret dengesi, yüksek frekanslı istihdam piyasası verilerinden haftalık yeni işsizlik maaşı başvuruları ve ekim ayı Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi öncü verisi** takip edilecek. **Avrupa tarafında, Almanya'da üretimin seyrine ilişkin olarak ağustos ayı fabrika siparişleri ve sanayi üretimi ile ağustos ayı dış ticaret verileri** izlenecek. Ayrıca **Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın toplantısı** takip edilecek. Banka, temmuz ayı toplantısında politika faiz oranını %3,25 seviyesinde sabit tutmasının ardından ağustos ayı toplantısında ekonominin ivme kazanmakta zorlanması ve enflasyondaki yavaşlamanın desteğiyle beklentilerle uyumlu olarak 25 baz puan indirerek %3 seviyesine çekmişti. Ayrıca Banka, orta vadeli enflasyon baskılarının projeksiyonlar doğrultusunda hafiflemeye devam etmesi durumunda politika faizinin daha da düşürüleceğine işaret etmişti. Bankanın bu haftaki toplantısında politika faiz oranını 25 baz indirerek %2,75 seviyesine çekmesi bekleniyor.

ABD tarafında bu hafta takip edilecek veriler;

- **Fed'in yayımlanacak eylül ayı toplantı tutanaklarında**, para politikasına ve faiz indirim patikasına yönelik olası yeni sinyaller takip edilecek. Fed, eylül ayı toplantısında federal fonlama faiz aralığını 25 baz puan indirerek %4-%4,25 aralığına çekmişti. Karar metninde de üyeler, işsizlik oranının "hafifçe yükseldiğini" ve "istihdamla ilgili aşağı yönlü risklerin arttığını" vurgulamıştı. Ek olarak Fed Başkanı Powell, artık işgücü piyasasının "çok sağlam" olduğunu söyleyemeyeceğini belirterek Fed'in ağırlığının enflasyondan istihdama kaydırıldığına işaret etmişti. Powell, gümrük vergilerinden kaynaklanan enflasyon baskıları konusunda endişelerin sürdüğünü vurgularken, görevlerinin fiyat seviyesindeki tek seferlik artışın süregelen bir enflasyon sorununa dönüşmemesini sağlamak olduğunu vurgulamıştı. İlave faiz indirimlerine dair beklentilere ilişkin olarak da Powell, Fed'in şu anda "toplantı bazlı hareket ettiğini" belirterek temkinli bir tavra işaret etmişti. Fed'in yeni makroekonomik projeksiyonlarına göre, Fed üyelerinin yılın geri kalanı için 25 baz puanlık iki ek faiz indirimi öngördükleri gözlenmişti, 2026 ve 2027 yılları için ise birer adet faiz indirimi öngörmüşlerdi.
- **Temmuz ayında aylık bazda dış ticaret açığı**, 59,1 milyar USD'den 78,3 milyar USD seviyesine yükselerek beklentilerin hafif üzerinde kaydedilmişti ve böylece son dört en yüksek seviyesinde gerçekleşmişti. Temmuz ayında aylık bazda ithalat %5,9 oranında artışla 358,8 milyar USD'ye yükselerek son dört ayın en yüksek seviyesinde kaydedilirken, aylık bazda ihracat ise %0,3 oranında sınırlı artışla 280,5 milyar USD'ye yükselmişti. Ağustosta aylık bazda dış ticaret açığının 61,4 milyar USD'ye gerilemesi bekleniyor.
- **Eylül ayına ilişkin Michigan Üniversitesi tüketici güven endeksi verisi**, 55,4'ten 55,1 seviyesine aşağı yönlü revize edilmekle birlikte bir önceki aydaki 58,2 seviyesinin oldukça altında kalmıştı ve son dört ayın en düşük seviyesinde kaydedilmişti. Bu seviye, üst üste ikinci aylık düşüşü işaret ederek, mayıs ayından bu yana en düşük seviyeye işaret etmişti. Endeksin aşağı yönlü revizesinde, tüketicilerin enflasyon, daha zayıf iş gücü piyasası ve daha zayıf kişisel finansal görünümüne ilişkin endişelerinin artması belirleyici olmuştu. Ayrıca tüketicilerin kısa vadeli enflasyon beklentileri %4,8'den %4,7'ye, uzun vadeli enflasyon beklentileri ise %3,9'dan %3,7'ye hafif aşağı yönlü revize edilmişti. Tüketici güven endeksi verisinin ekimde 54,3 seviyesine gerileyerek düşüşünü sürdürmesi bekleniyor.

Avrupa tarafında bu hafta takip edilecek veriler;

- **Almanya'da aylık bazda fabrika siparişleri** haziranda %0,2 düşüşün ardından, AB'nin, ABD ile devam eden ticaret müzakerelerine ilişkin belirsizliklerin etkili olduğu temmuzda %2,9 oranında düşüş kaydetmişti ve böylece aralıksız düşüşünü üçüncü aya taşımakla birlikte ocak ayından bu yana en sert düşüşün gerçekleştiği gözlenmişti. Detaylara bakıldığında otomotiv siparişlerindeki %6,5 artışa karşın, özellikle uçak, gemi, tren ve askeri araçlar siparişlerdeki %38,6'lık keskin düşüş başta olmak üzere elektrikli ekipmanlara yönelik siparişlerde %16,8 düşüş yaşanması fabrika siparişlerindeki düşüşte etkili olmuştu. **Almanya'da sanayi üretimi** ise temmuzda beklentilerin üzerinde artış göstererek düşüş eğilimini sonlandırmıştı ve toparlanma sinyali vermişti. ABD'nin ticaret politikalarına dair belirsizliklerin sürdüğü bir ortamda Almanya sanayi üretimi temmuz ayında aylık bazda %1,3 yükseliş kaydetmişti.
- **Almanya'da aylık bazda ihracat** haziranda %0,8 artışın ardından, temmuzda %0,6 oranında düşüşle zayıflama kaydederek 130,2 milyar euro seviyesine gerilemişti. Bu düşüş özellikle ihracatta zayıf talebin etkisiyle Rusya'ya yapılan ihracatın %12,4 oranında ve tarifeler nedeniyle ABD'ye yapılan ihracatın %7,9 oranında gerilemesinden kaynaklanmıştı. **İthalat** tarafında ise küresel ticaret gerilimlerine ilişkin endişeler arasında ön yüklemeli alımların etkisiyle haziranda %4,2 oranında yükselişle son 25 ayın zirvesi olan 115,5 milyar euroya ulaşmasının ardından, temmuzda %0,1 oranında sınırlı azalış kaydederek 115,4 milyar euro seviyesine hafif gerilemişti. Ağustosta aylık bazda ihracatın %0,3 artış kaydetmesi ve ithalatın %0,8 düşüş sergilemesi bekleniyor.

Yurt içinde ise, bugün eylül ayı reel efektif döviz kuru endeksi, yarın eylül ayı Hazine nakit dengesi, perşembe günü ağustos ayı sanayi üretimi ve cuma günü ise ağustos ayı ticaret satış hacmi ve ciro endeksleri takip edilecek.

- **TCMB tarafından yayımlanan reel efektif döviz kuru endeksi verisi**, aylık bazda temmuz ayında %1 düşüşle 69,29 seviyesine gerileyerek son 10 ayın en düşük seviyesinde kaydedilmesinin ardından ağustos ayında %0,8 artışla kısmen toparlanma sergilemişti. Böylece TL'nin reel değerinde süregelen düşüş trendi son altı aylık dönemin ardından ağustosta sonlanmıştır.
- **Hazine nakit dengesi**, ağustos ayında 84,2 milyar TL fazla vermişti, temmuz ayında 68,5 milyar TL açık vermişti, 2024 yılı Ağustos'ta ise 194,6 milyar TL açık verilmişti. Alt detaylara bakıldığında, gelirler ağustosta aylık %13,6 oranında artarken, giderler ise aylık %0,7 oranında sınırlı artış kaydetmişti. (faiz giderleri %37,1 oranında belirgin artış sergilemesine karşın faiz dışı giderler aylık %3,5 oranında düşüş kaydetmişti.) **12 aylık kümülatif bazda nakit açığı** 2,32 trilyon TL'den 2,04 trilyon TL seviyesine kısmen gerilerken, 12 aylık kümülatif bazda nakit açığının GSYH'a oranı da %4,42'den %3,88 seviyesine gerilemişti. (2025 yılı ikinci çeyrek kümülatif GSYH verisi kullanıldı).

DEĞERLENDİRME

- **Sanayi üretimi, temmuz ayında mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış bazda aylık %1,8 azalış kaydederek yavaşlama kaydetmişti. Bir önceki aya ilişkin veri ise %0,7 artıştan %0,8 artış seviyesine yukarı yönlü revize olmuştu. Sanayi üretiminin takvim etkisinden arındırılmış yıllık bazda değişimine bakıldığında ise %8,5 artışın ardından %5 artışa kısmi yavaşladığı görülmüştü. Ağustos ayında öncü göstergelerin seyrine baktığımızda** imalat PMI verisi daralma hızını azaltmış, reel kesim güven endeksi ise nisan ayından bu yana ilk kez 100 eşik değerinin üzerine çıkmıştı. Perakende ticaret ve hizmet sektörü güven endeksleri de aylık artış kaydetmişti. Bununla birlikte arındırılmış kapasite kullanım oranı, ağustos ayında %73,6'ya gerilerken 2020'den bu yana en düşük seviyeye gerilemişti. Temmuzda rekor seviyeye yükselen ihracat ise ağustosta hem aylık hem de yıllık bazda düşmüştü.
- **Tüketim harcamalarına dair izlediğimiz ve iç talebin seyrine yönelik fikir veren perakende satış hacminde** haziran ayında aylık bazda %1,3 artışın ardından, temmuz ayında ise %0,2 azalış görülmüştü ve bununla birlikte üç aylık yükseliş trendinin ardından perakende ticarete tekrar düşüş gerçekleşmişti. **Perakende satış hacmi yıllık bazda** haziranda %15 artışın ardından, temmuz ayında da %13 yükseliş kaydetmişti. **Toplam ciro endeksinde** ise aylık bazda haziran ayında %3,3 artışın ardından, temmuz ayında %2,1 azalış kaydedilmişti ve böylece endekste Şubat 2023'ten bu yana ilk kez düşüş görülmüştü. Detaylara bakıldığında, aylık bazda en belirgin yükseliş inşaat sektöründe kaydedilirken, sanayi ve ticaret sektörlerinde düşüşler yaşandığı gözlenmişti. **Toplam ciro endeksinin yıllık bazda artış hızı** ise %45,4'ten %38,8'e yavaşlamıştı.

HAFTALIK VERİ TAKVİMİ

Tarih	Ülke	Bayrak	Saat (TSİ)	Veri	Gerçekleşme	Beklenti	Önceki
6 Eki	Türkiye		14:30	Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (Eylül)			69,84
7 Eki	Türkiye		17:30	Hazine Nakit Dengesi (Milyar TL, Eylül)			84,2
	Almanya		09:00	Fabrika Siparişleri (Aylık Değişim, Ağustos)		1,5%	-2,9%
	ABD		15:30	Dış Ticaret Dengesi (Milyar USD, Ağustos)		-61,4	-78,3
8 Eki	Yeni Zelanda		05:00	Merkez Bankası Faiz Kararı		2,75%	3,00%
	Almanya		09:00	Sanayi Üretimi (Aylık Değişim, Ağustos)		-1,0%	1,3%
	ABD		22:00	Fed FOMC Toplantı Tutanaklarının Yayımlanması			
9 Eki	Türkiye		10:00	Sanayi Üretimi (Aylık Değişim, Ağustos)			-1,8%
	Türkiye		10:00	Sanayi Üretimi (Yıllık Değişim, Ağustos)			5,0%
	Almanya		09:00	İhracat (Aylık Değişim, Ağustos)		0,3%	-0,5%
	Almanya		09:00	İthalat (Aylık Değişim, Ağustos)		-0,8%	-0,1%
	ABD		15:30	Yeni İşsizlik Maaşı Başvuruları (Bin Kişi, 4 Ekim)			220
10 Eki	Türkiye		10:00	Ticaret Satış Hacmi ve Ciro Endeksleri (Ağustos)			
	ABD		17:00	Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi (Öncü Veri, Ekim)		54,3	55,1