

DEĞERLENDİRME

Uygur Yolcu
uyyolcu@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: Fed Başkanı Powell'ın, dünkü konuşmasında, ekim ayı toplantısında faiz indirimine yönelik bir sinyal paylaşmamasının yanında, enflasyon ve istihdama ilişkin iki yönlü risklere işaret etmesi ve risksiz bir patika olmadığını vurgulamasının ardından Wall Street endekslerinde teknoloji hisseleri öncülüğünde devam eden ralliye dün ara verildi. Bu kapsamda dün Wall Street endeksleri, teknoloji hisseleri öncülüğünde günün %1'e yaklaşan düşüşlerle kapattı. Bu sabah ABD vadeliileri hafif artıda seyrederken, Avrupa vadeliileri hafif düşüş sergiliyor. Wall Street endekslerinin gerilemesine karşın Asya borsaları bu sabah Güney Kore borsası hariç yükseliş sergiliyor. ABD Başkanı Trump'ın, BM Güvenlik Konseyi'ndeki konuşmasında, Rusya'ya yönelik söylemlerini sertleştirilmesiyle Asya borsalarında savunma sektörü hisseleri yükselirken, petrol fiyatlarında da yükseliş gözlemlendi. Brent petrolün varil fiyatı, dün %1,6 artışla 68 USD seviyesine yükselirken, bu sabah söz konusu seviyeye yakın seyretekte.

Bugün yurt dışında, ABD'de konut piyasası verilerden ağustos ayına ilişkin yeni konut satışları verisi ve Avrupa tarafında, Almanya'da imalat, inşaat, toptan ve perakende ticaret sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların, ekonomide mevcut ve gelecek 6 aylık döneme yönelik değerlendirmelerini yansıtan IFO iş dünyası endeksi eylül ayı verisi takip edilecek. Yurt içinde ise, eylül ayına ilişkin sektörel ve reel sektör güven endeksleri ile kapasite kullanım oranı verileri yayımlanacak.

Fed Başkanı Powell, iş gücü piyasası ve enflasyon görünümünün risklerle karşı karşıya olduğunu belirterek, üyelerin, faiz indirimlerini değerlendirirken önlerinde zorlu bir yolculuk olduğunu düşündüğünü söyledi. Powell, enflasyona yönelik kısa vadeli risklerin yukarı yönlü, istihdama yönelik risklerin ise aşağı yönlü olduğunu, bunun da zorlu bir duruma işaret ettiğini, bu kapsamda iki yönlü risklerin, risksiz bir patikanın olmadığı anlamına geldiğini belirtti. Powell, istihdam artışlarının yavaşladığını ve istihdama yönelik aşağı yönlü risklerin arttığını belirterek, aynı zamanda enflasyonun son zamanlarda hızlandığını ve halen bir miktar yüksek seyrettiğini belirtti. Powell, iş gücü piyasasında, hem istihdam arzında hem de talebinde belirgin bir yavaşlama yaşandığını ve bunun alışılmadık ve zorlu bir gelişme olduğunu vurguladı. Powell, enflasyonun seyri konusundaki belirsizliğin yüksek kalmaya devam ettiğini belirterek, daha yüksek ve daha kalıcı bir enflasyon riskini dikkatlice değerlendirip yöneteceklerini ve fiyatlardaki bu tek seferlik artışın sürekli bir enflasyon sorununa dönüşmemesini sağlayacaklarını söyledi. Powell, fiyat seviyesindeki bu tek seferlik artışın muhtemelen birkaç çeyreğe yayılacağını ve bu dönemde biraz daha yüksek bir enflasyon olarak kendini göstereceğini belirtti. Powell, politikalarının önceden belirlenmiş bir rotada olmadığını belirterek, gelen verilere, gelişen görünüme ve risk dengesine dayanarak uygun politika duruşu belirlemeye devam edeceklerini ifade etti. Ayrıca Powell, ekim ayında yapılacak Fed'in bir sonraki toplantısında ise faizlerin indirilmesini destekleyip desteklemeyeceğine yönelik herhangi bir ipucu paylaşmadı.

OECD tarafından Ara Ekonomik Görünüm Raporu yayımlandı. Raporda, 2025 yılının ilk yarısında küresel büyümenin özellikle gelişmekte olan ülkelerde beklenenden daha dirençli bir görünüm sergilediğini vurgulandı.

- Sanayi üretimi ve ticaretin tarifeler nedeniyle öne çekilen siparişlerle desteklendiği, ABD'de yapay zekâ ile ilgili güçlü yatırımların sonuçları iyileştirdiği, Çin'de ise mali desteğin gümrük tarifelerinin ve emlak piyasasındaki zayıflamanın etkilerini **dengelediğine yer verilmekte.**
- Tarife artışlarının tam etkilerinin henüz hissedilmediği ifade edilirken,** şirketlerin stokları ve geniş kâr marjlarını kullanarak başlangıçtaki etkiyi bertaraf etmesi, daha yüksek tarife oranlarının duyurulması ile yürürlüğe girmesi arasındaki gecikmeler ve yolda olan malların daha yüksek tarifelerden muaf tutulması gibi etkenlerin birleşimini yansıttığı vurgulandı. Ancak **tüketim tercihlerinde, iş gücü piyasalarında ve tüketici fiyatlarında giderek daha görünür hale geldiği de not edilmiş.**
- Birçok ekonomide dezenflasyonun duraksadığı; gıda fiyatlarındaki artışın mallarda enflasyonu yeniden yükselttiği, hizmet enflasyonunun da genellikle kalıcı olmaya devam ettiğine yer verilmiş.
- Küresel GSYH büyümesinin 2024'teki %3,3'ten, 2025'te %3,2'ye ve 2026'da %2,9'a düşmesi bekleniyor. **Öne çekilmiş talebin sona ermesi, daha yüksek tarife oranları ve hâlen yüksek seyreden politika belirsizliği yatırımı ve ticareti baskılıyor.**
- ABD'de yıllık GSYH büyümesinin 2024'teki %2,8'den 2025'te %1,8'e, 2026'da %1,5'e yavaşlaması öngörülmüyor. Euro Bölgesi için büyümenin 2025'te %1,2, 2026'da %1 olması bekleniyor. Çin'de büyümenin ise 2025'te %4,9, 2026'da %4,4'e gerilemesi tahmin ediliyor. Türkiye ekonomisinin ise 0,2 puan yukarı yönlü revize ile bu sene %3,2 büyümesi öngörülmüyor, gelecek sene için beklenti de %3,2 seviyesinde bulunuyor.

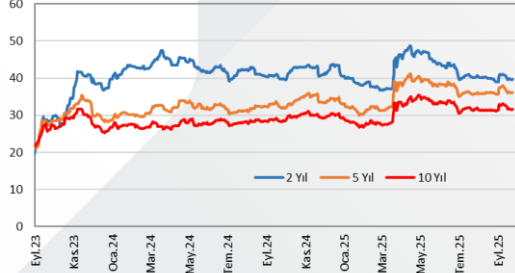


	22.09.2025	23.09.2025	Değişim
BIST 100 Endeksi	11.468	11.332	-1,19%
TR 5 Yıllık CDS Primi	260	261	2 bps
2 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi	39,55%	39,76%	21 bps
10 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi	31,38%	31,58%	20 bps
ABD 2 Yıllık Tahvil Faizi	3,60%	3,59%	-2 bps
ABD 10 Yıllık Tahvil Faizi	4,15%	4,11%	-4 bps

	22.09.2025	23.09.2025	Değişim
USD/TL	41,3660	41,4074	0,10%
EUR/TL	48,8592	48,9548	0,20%
EUR/USD	1,1803	1,1815	0,10%
Dolar Endeksi (DXY)	97,3	97,3	-0,08%
Altın (USD / Ons)	3.747	3.764	0,46%
Brent Petrol (USD / Varil)	66,57	67,63	1,59%

	22.09.2025	23.09.2025	Değişim
Dünya Borsaları			
NASDAQ Endeksi	22.789	22.573	-0,95%
Dow Jones Endeksi	46.382	46.293	-0,19%
S&P 500	6.694	6.657	-0,55%
Nikkei	45.494	45.494	0,00%
Shanghai	3.829	3.822	-0,18%
Hang Seng Endeksi	26.344	26.159	-0,70%

Gösterge Hazine Tahvil Faizleri (%)



Türkiye 5 Yıllık CDS Primi



DEĞERLENDİRME

ABD’de son ekonomik görünüme ilişkin bilgi verecek olan eylül ayı S&P Global imalat ve hizmet sektörleri öncü PMI verileri takip edildi.

- **Eylül ayında imalat PMI**, 53’ten 52’ye gerileyerek imalat sektöründe büyümenin kısmen yavaşladığına işaret etti. Üretim dördüncü ayda da arttı, ancak artış ağustostaki son 39 ayın en yüksek seviyesinden önemli ölçüde daha düşük kaydedildi. Yeni siparişler dokuzuncu ayda da arttı, ancak büyüme kısmen gümrük vergilerinden kaynaklanan daha yüksek ihracat kayıpları nedeniyle sınırlı kaldı. Fiyatlar cephesinde, girdi fiyatları sınırlı oranda yavaşlamakla birlikte pandemiden bu yana en yüksek seviyelerde kaldı. Ancak firmalar, zayıf talep ve artan rekabet nedeniyle artan maliyetleri müşterilerine yansıtmada zorluk çektiklerini bildirdiler. İş güveni ise son üç ayın en yüksek seviyesine ulaştı, ancak anketin uzun vadeli ortalamasının altında kaldı.
- **Eylül ayında hizmet PMI**, 54,5’ten 53,9’a gerileyerek haziran ayından bu yana en düşük büyüme hızına ve hizmet sektöründe büyümenin kısmen yavaşladığına işaret etti. Sektördeki yeni siparişler, zayıf iç talep büyümesinin ihracattaki toparlanma işaretlerini dengelemesiyle son üç ayın en yavaş artışını kaydetti. Bu büyüme, hizmet sektörü firmalarının iş gücünü artırmaya devam etmesi için yeterli olsa da, firmaların tüm boş pozisyonları dolduramadığı veya doldurmak istemediği gözlemlendi. Fiyatlar cephesinde, hizmet sektöründeki şirketler son 27 ayın en yüksek ikinci girdi maliyetleri enflasyonu bildirdi, ancak gelecekteki talebe ilişkin zayıf beklentilerin, yüksek enflasyonun tüketicilere yansımada derecesini sınırladığı görüldü. Gelecek döneme ilişkin güven mayıs ayından bu yana en yüksek seviyeye ulaştı.

Avrupa genelinde, son ekonomik görünüme ilişkin bilgi verecek olan eylül ayı HCOB imalat ve hizmet sektörleri öncü PMI verileri takip edildi.

- Bölge genelinde **imalat PMI’lar** önceki aya göre düşüş göstererek 50 eşik seviyesinin altında daralma bölgesinde kaydedildi ve imalat sektöründe zayıflamaya işaret etti. İmalat PMI’lar eylülde öncü verilere göre, Almanya’da 49,8’den 48,5’e ve İngiltere’de 47’den 46,2’ye gerileyerek imalat sektöründe daralmanın hızlandığına işaret ederken, Fransa’da 50,4’ten 48,1’e ve Euro Bölgesi’nde 50,7’den 49,5’e gerileyerek imalat sektörünün büyüme bölgesinden daralma bölgesine geçtiğine işaret ederek nispeten olumsuz bir tablo sergiledi.
- **Euro Bölgesi genelinde imalat PMI’a bakıldığında**, bir önceki ay kaydedilen son 38 ayın en yüksek seviyesinin (50,7) ardından eylül ayında 49,5’e gerilediği görüldü. Söz konusu düşüşte yeni siparişlerde gözlenen şubat ayının en sert azalışı etkili oldu ve bunun yanında firmaların üretimi ağustos ayında üç yıldan uzun süredir en hızlı oranda büyümenin ardından eylül ayında tekrar yavaşlama gösterdi. Bununla birlikte, sektördeki istihdam düşmeye devam etti. İş dünyası güveni de zayıflayarak bu yılın en düşük seviyesine geriledi.
- **Hizmet PMI’lar**, genel olarak iç talebin bir göstergesi olarak okunmakta olup eylül ayında hükümetin düştüğü ve bütçe konusunda uzlaşa sağlanamayan Fransa hariç 50 eşik seviyesinin üzerinde büyüme bölgesinde seyretti. Buna göre hizmet PMI’lar Almanya’da 49,3’ten 52,5’e yükselerek hizmet sektörünün daralma bölgesinden büyüme bölgesine geçtiğine işaret ederken, Euro Bölgesi’nde 50,5’ten 51,4’e yükselerek hizmet sektöründe büyümenin hızlandığına işaret etti, İngiltere’de 54,2’den 51,9’a gerilemekle birlikte 50 büyüme bölgesinin üzerinde kaldığı ve yavaşlayarak büyümeyi sürdürdüğü gözlemlendi, buna karşın Fransa’da ise 49,8’den 48,9’a gerileyerek sektörde daralmanın hızlanarak sürdüğünü gösterdi.
- **Euro Bölgesi genelinde hizmet PMI’a bakıldığında**, eylül ayında 50,5’ten 51,4’e yükselerek hizmet sektöründe büyümenin hızlandığına işaret etmekle birlikte son dört ayda büyümenin sürdüğünü gösterdi. Firmaların yeni siparişlerinde ve istihdamda büyüme devam etti. Fiyatlar cephesinde ise girdi maliyeti enflasyonu önceki aya göre ılımlı seyrederken, ürün satış fiyatları daha ölçülü bir hızda arttı ve bu da enflasyonist baskılarda bir miktar rahatlamaya işaret etti.

Euro Bölgesi’nde eylül ayı tüketici güven endeksi öncü verisi, -15,5 seviyesinden -14,9 seviyesine hafif toparlanmakla birlikte negatif bölgedeki ve uzun vadeli ortalamasının altındaki zayıf seyrini devam ettirdi. Son dönemde bölgede tüketici güvenini, düşük seviyelerdeki borçlanma maliyetleri ve gerileyen enflasyon desteklemekte. Buna karşın, Avrupa genelindeki mali politikalar konusundaki belirsizlik ve tarifelerinin olası etkileri ise olumlu görünüm üzerindeki risk unsurları olarak öne çıkmakta.

İsveç Merkez Bankası, eylül ayı toplantısında politika faizini 25 baz puan indirerek %1,75’e çekti, ancak ileriye dönük mesajlarında şahin bir ton takındı. Banka, geçen yıl mayıstan bu yana 225 baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirdi. Bu haftaki toplantısında ise gevşeme döngüsünün sona erdiğine ve 2026 yılı boyunca faizlerin sabit kalacağına işaret etti. Neticede banka enflasyon ve ekonomik aktiviteye ilişkin görünüm korunursa faizleri şimdilik bu seviyede tutacağına işaret etti.

Yurt içinde, TÜİK tarafından eylül ayı tüketici güven endeksi verisi yayımlandı. Eylül ayı tüketici güven endeksi, bir önceki aya göre %0,4 düşüşle 84,3’ten 83,9 seviyesine hafif geriledi. Özel tüketim harcamalarının öncü göstergelerinden biri olan tüketici güven endeksi, yılın ilk çeyreğinde ortalama 83 civarındayken, ikinci çeyrekte ortalama 84,6 seviyesine çıkmıştı, üçüncü çeyrekte ise 83,9 seviyesine gerilediği gözlemlenmekte. Alt kalemler incelendiğinde, eylül ayında en sert düşüş, “mevcut dönemde hanenin maddi durumu” endeksinde (%3,2 düşüş) görülürken, “gelecek 12 aylık dönemde genel ekonomik durum beklentisi” endeksinde (%0,5 düşüş) daha sınırlı düşüş kaydedildi. Buna karşın, “gelecek 12 aylık dönemde dayanıklı tüketim mallarına harcama yapma düşüncesi” endeksinde (%0,9 artış) ve “gelecek 12 aylık dönemde hanenin maddi durum beklentisi” endeksinde (%0,2 artış) artışlar gözlemlendi.

DEĞERLENDİRME

Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından ağustos ayı gelen yabancı ziyaretçi sayısı istatistikleri yayımlandı. Gelen yabancı ziyaretçi sayısı aylık bazda ağustosta %2,1 oranında azalışla 7,1 milyon kişi seviyesinden 7 milyon kişi seviyesine hafif geriledi. Bununla birlikte gelen yabancı ziyaretçi sayısında **yıllık bazda** %2,1 oranında yükseliş gözlemlendi, aynı zamanda 2023 ve 2024 yılının ağustos ayı verilerine göre daha yüksek gerçekleşti. **12 aylık kümülatif bazda gelen yabancı ziyaretçi sayısı** temmuz ayındaki 52,2 milyon kişi seviyesinden, ağustos ayında %0,3 oranında kısmi artışla 52,3 milyon kişi seviyesine yükseldi. 12 aylık kümülatif bazda gelen yabancı ziyaretçi sayısı rekor seviyeye ise ocak ayında 52,8 milyon kişi ile ulaşılmıştı.

Yurt dışında bugün veri takvimine bakıldığında,

ABD tarafında, konut piyasası verilerden ağustos ayına ilişkin yeni konut satışları verisi TSİ 17'de takip edilecek. Yeni konut satışları aylık bazda hazıranda %4,1 oranında artışın ardından temmuzda %0,6 düşüş kaydetmişti. Böylece yeni konut satışları temmuzda 656 bin seviyesinden 652 bin seviyesine kısmen gerilemekle birlikte temmuz ayı verisi bu yılın ortalaması (658 bin) ve uzun vadeli ortalamasının (665 bin) altında kaydedilmişti. Diğer taraftan temmuz ayında yeni konut satışlarında düşüş kaydedilmesine karşın, genel anlamda Fed'in faiz indirimleriyle birlikte önümüzdeki dönemde finansman maliyetlerinde rahatlama sağlanacağı ve konut talebinde istikrar sağlanacağı düşünülmekte.

Avrupa tarafında, Almanya'da imalat, inşaat, toptan ve perakende ticaret sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların, ekonomide mevcut ve gelecek 6 aylık döneme yönelik değerlendirmelerini yansıtan IFO iş dünyası endeksi eylül ayı verisi TSİ 11'de takip edilecek. Endeks, ağustos ayında 88,6'dan 89 seviyesine beklentilerin üzerinde iyileşerek Mayıs 2024'ten bu yana en yüksek seviyelerdeki seyrini sürdürmüştü. Detaylara bakıldığında, ağustosta cari koşullar endeksi 86,5'ten 86,4'e hafif gerilerken, beklentiler endeksi ise 90,8'den 91,6'ya yükselerek Şubat 2022'den bu yana en yüksek seviyede kaydedilmişti. Özellikle beklentiler endeksinin yükselişinde, Trump yönetiminin Avrupa'ya yönelik gümrük tarifelerinin yanı sıra, Ukrayna-Rusya savaşına ilişkin belirsizliklere karşın Almanya hükümetinin harcama planının ve yatırım teşviklerinin ve enflasyondaki iyileşmenin oluşturduğu olumlu görünümün belirleyici olduğu gözlenmekteydi. Ancak ABD'nin birçok Avrupa ürününe uyguladığı %15'lik gümrük vergileri ve otomotiv sektörüne uygulanan %27,5'lik gümrük vergilerinin %15'e geri çekilip çekilmeyeceği ve bunun zamanı konusundaki belirsizlik, endeksin toparlanmasına yönelik kırılganlığı artırmakta.

Yurt içinde ise, TSİ 10'da **eylül ayına ilişkin sektörel ve reel sektör güven endeksleri ile kapasite kullanım oranı verileri** yayımlanacak. **Hizmet sektörü güven endeksi** ağustosta aylık bazda %1,1 artarak 111,1 seviyesine yükselerek son beş ayın en yüksek seviyesine gelirken 2025 yılı ortalamasının altında kalmıştı. **Perakende ticaret güven endeksi**, %0,8 artışla 108,8 seviyesine yükselerek son üç ayın en yüksek seviyesinde kaydedilmişti. Arındırılmış **reel kesim güven endeksi** ise %1,7 artışla 98,9 seviyesinden 100,6 seviyesine yükselerek üç aylık aranın ardından yeniden 100 iyimserlik eşik seviyesinin üzerine çıkmıştı, ancak halen tarihsel ortalamasının altında seyretmekteydi. **İnşaat sektörü güven endeksi** ise %4 düşüşle 85,3 seviyesine geriledi ve son dört ayın en düşük seviyesinde kaydedilmişti, bunun yanında 100 iyimserlik eşik seviyesinin altındaki seyrini sürdürmüştü. **Arındırılmış kapasite kullanım oranı** ise ağustosta aylık 0,5 puan düşüşle %73,6 seviyesine gerilemişti ve böylece 2024 yılı ortalamasının ve bu yılın ortalamasının altındaki seyrini sürdürmüştü, ayrıca Ağustos 2020'den bu yana en düşük seviyelere işaret etmişti.

HAFTALIK VERİ TAKVİMİ

Tarih	Ülke	Bayrak	Saat (TSİ)	Veri	Gerçekleşme	Beklenti	Önceki
22 Eyl	Türkiye		10:00	Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	83,9		84,3
			11:00	Gelen Turist Sayısı (Ağustos, Yıllık Değişim,%)	2,1%		-5%
	Çin		04:00	1 Yıllık Kredi Temel Faiz Oranı, LPR (Eylül)	3,0%	3,0%	3,0%
			04:00	5 Yıllık Kredi Temel Faiz Oranı, LPR (Eylül)	3,5%	3,5%	3,5%
	Euro Bölgesi		17:00	Tüketici Güven Endeksi (Öncü Veri, Eylül)	-14,9	-15,0	-15,5
23 Eyl	Almanya		10:30	İmalat Sektörü PMI (Öncü Veri, Eylül)	48,5	50,0	49,8
			10:30	Hizmet Sektörü PMI (Öncü Veri, Eylül)	52,5	49,5	49,3
	Fransa		10:15	İmalat Sektörü PMI (Öncü Veri, Eylül)	48,1	50,1	50,4
			10:15	Hizmet Sektörü PMI (Öncü Veri, Eylül)	48,9	49,6	49,8
	Euro Bölgesi		11:00	İmalat Sektörü PMI (Öncü Veri, Eylül)	49,5	50,7	50,7
			11:00	Hizmet Sektörü PMI (Öncü Veri, Eylül)	51,4	50,5	50,5
	İngiltere		11:30	İmalat Sektörü PMI (Öncü Veri, Eylül)	46,2	47,1	47,0
			11:30	Hizmet Sektörü PMI (Öncü Veri, Eylül)	51,9	53,5	54,2
	ABD		16:45	İmalat Sektörü PMI (Öncü Veri, Eylül)	52,0	52,2	53,0
			16:45	Hizmet Sektörü PMI (Öncü Veri, Eylül)	53,9	54,0	54,5
24 Eyl	Türkiye		10:00	Reel Sektör Güven Endeksi (Mevsimsel Etkilerden Arındırılmış, Eylül)			100,6
			10:00	Kapasite Kullanım Oranı (Eylül)			73,5%
			10:00	Sektörel Güven Endeksleri (Hizmet, Perakende Ticaret ve İnşaat Sektörleri) (Eylül)			
	Almanya		11:00	IFO İş Dünyası Endeksi (Eylül)		89,4	89,0
			17:00	Yeni Konut Satışları (Aylık, Ağustos)		-0,3%	-0,6%
25 Eyl	ABD		15:30	Dayanıklı Mal Siparişleri (Öncü Veri, Ağustos)		-0,5%	-2,8%
			15:30	GSYH Büyümesi (Yıllıklandırılmış Çeyreklik, 2. Çeyrek, 3. Tahmin)		3,3%	3,3%
			15:30	Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (PCE) Fiyat Endeksi (Çeyreklik, 2. Çeyrek)			2,5%
			15:30	Yeni İşsizlik Maaşı Başvuruları (Bin Kişi, 20 Eylül)			231
26 Eyl	ABD		15:30	PCE Deflatör (Yıllık, Ağustos)		2,7%	2,6%
			15:30	Çekirdek PCE Deflatör (Yıllık, Ağustos)		2,9%	2,9%
			15:30	Kişisel Gelirler (Ağustos)		0,3%	0,4%
			15:30	Kişisel Harcamalar (Ağustos)		0,5%	0,5%
			17:00	Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi (Nihai Veri, Eylül)		56,0	55,4