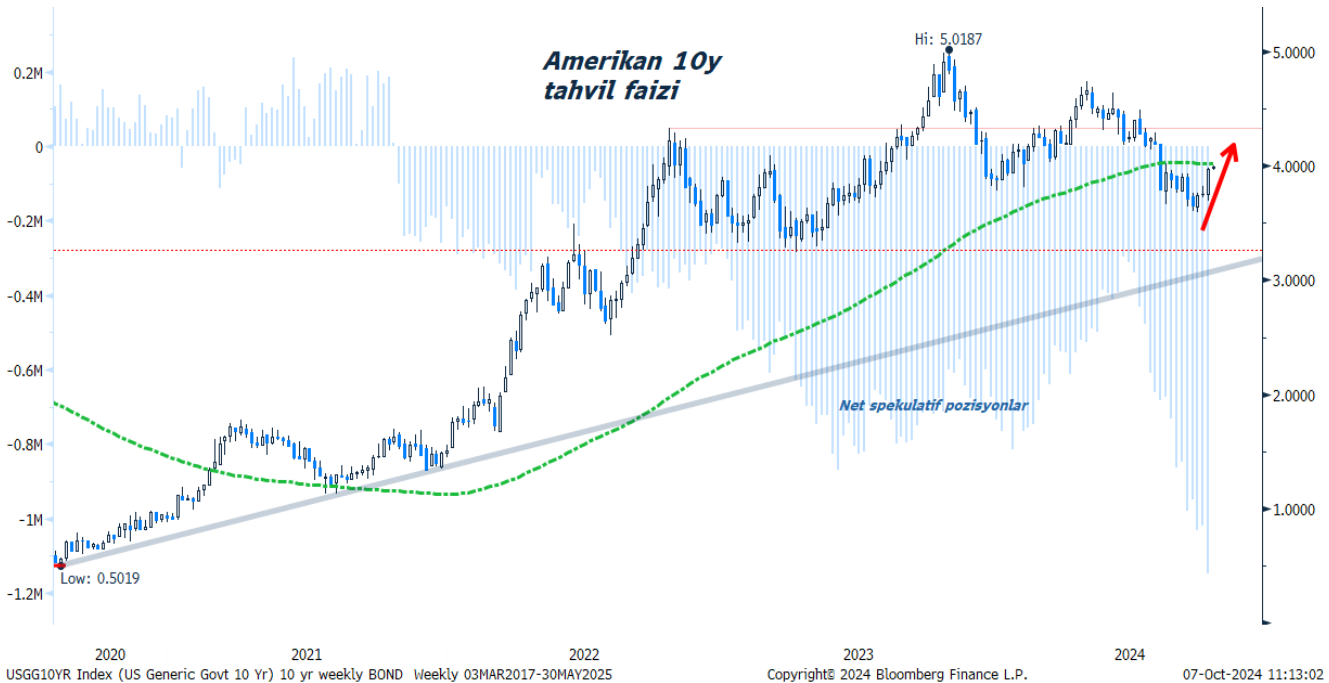


### Öne çıkan başlıklar

- ✓ **FED Eylül toplantısında para politikasında ince bir ayar yerine, sert güvercin dönüőe gitmekle hata yapmış olabilir.** Merkez bankası resesyon riskini almak istemezken, 2025'de faiz indirimlerinin devamına yönelik güçlü yönlendirme ile finansal koşullarda yaşanan gevşeme, enflasyon riskini tekrar gündeme getirecek. Çin hükümetinin dev teşvik adımları da emtia fiyatlarında yukarı hareketi tetikleyerek enflasyonist baskıyı arttırabilir.
- ✓ **FED para politikasının patikası yönlendirmesinde değişiklik yapmazsa, aşağıdaki dinamikler 2025 senesinde enflasyonu tekrar konuşmaya başlayacağımızı düşündürüyor.**
  - *İstihdam piyasası gevşemeye başlasa da, oldukça sağlıklı*
  - *ABD ekonomisi trend üzerinde büyüyor*
  - *Hizmet sektöründe genişleme devam ediyor ve tüketim harcamaları güçlü*
  - *Hisse endeksleri rekora yakın seviyelerde*
  - *Şirket karları güçlü büyüyor*
  - *Yüksek bütçe açıkları genişlemeci maliye politikaları ile sürecek*
  - *Çin'de büyümeyi destekleyici adımlar global büyümeye olumlu yansıtacaktır*
  - *Emtia genelinde yukarı yönlü kıpırdanma var*
  - *Korunmacı politikalar ve jeopolitik gerginlikler enflasyon riskini arttırıyor*
- ✓ **Bu dinamiklerin enflasyon ve büyüme beklentilerini yukarıya çekmesinin varlık fiyatlarına etkisine bakarsak;**
  - *Büyüme beklentilerindeki artış hisse senetleri için olumlu, endekslerde yeni rekorlar gelebilir*
  - *Gerileyen faizler büyüme odaklı hisseler ve özellikle teknoloji sektörü için olumlu*
  - *Enflasyondaki artış beklentisi uzun vadeli tahviller için olumsuz, faizlerde yükseliş sürebilir*
  - *Tahvil rallisi aşırıya kaçtı, kısa pozisyonlar düşünülebilir*

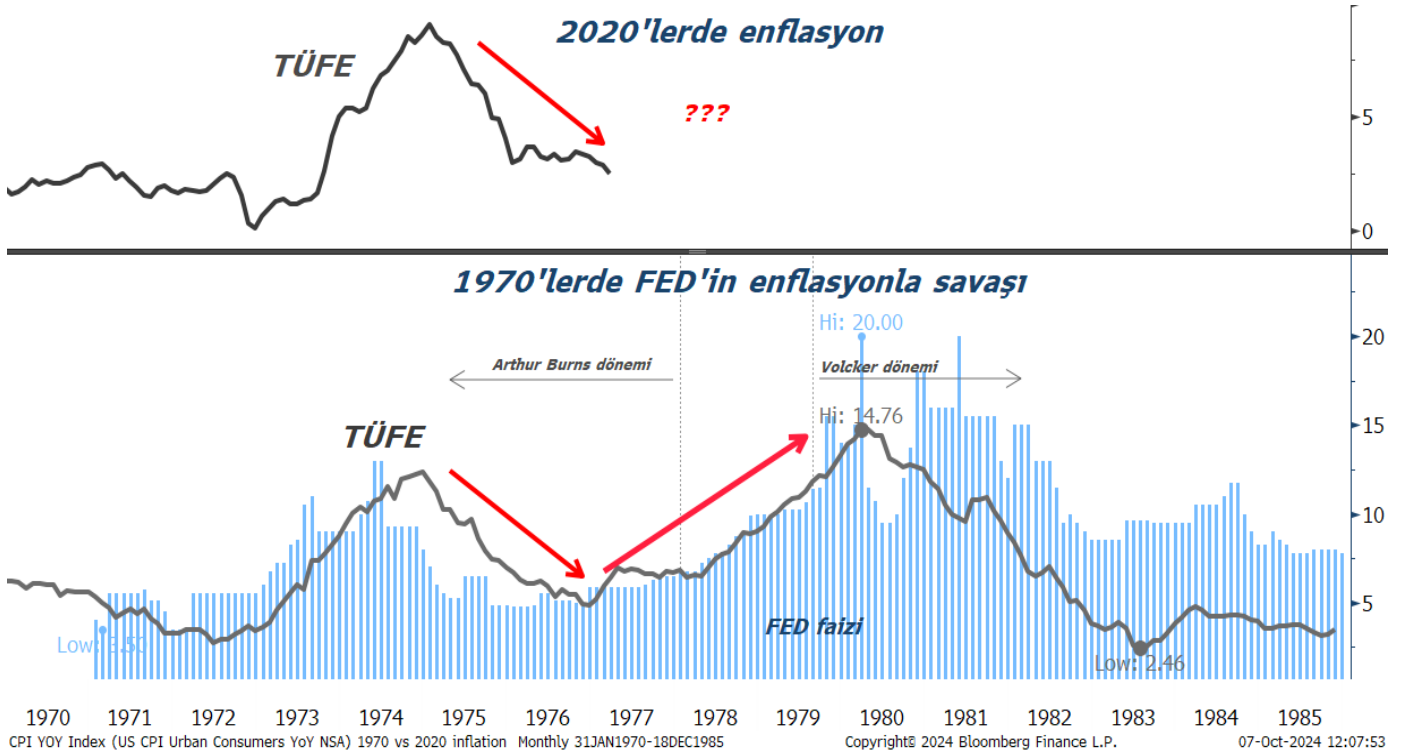


## Veriler para politikasında ince ayarın yeterli olacağını gösteriyor...

FED Eylül ayı toplantısında para politikasında ince ayara gitmek yerine, sert güvercin dönüş yapmakla ve uzun süreli bir faiz indirim döngüsünün başladığına işaret etmekle hata yapmış olabilir. Enflasyondaki geri çekilme ile beraber merkez bankası son dönemde ikili görevinin diğer kısmına, yani istihdam piyasasının sağlığına odaklanmaya başlarken, sıkı para politikası duruşu sonrasında ekonomide bir yumuşak iniş gerçekleştirmeye çalışıyor. Merkez bankası finansal koşulların sıklığı dolayısıyla oluşabilecek bir resesyon riskini almak istemezken, 2025'de faiz indirimlerinin devamına yönelik sözlü yönlendirme ile finansal koşulları gevşetiyor.

Ancak biz bu adımların ekonominin gücü ve mevcut global konjonktür düşünüldüğünde aşırıya kaçtığını ve **soğumaya başlayan enflasyon riskini 2025 senesinde tekrar gündeme getirebileceğini düşünüyoruz**. ABD ekonomisinin direncinin yanı sıra, Çin hükümetinin attığı dev teşvik adımlarının ve bu sefer büyümeye destek konusunda daha kararlı tutumunun global büyümeye etkisi, bunun son dönemde tırmanışa geçen emtia fiyatlarında yukarı yönlü hareketi destekleyecek olması, artan jeopolitik gerilimin hammadde maliyetlerine ve tedarik zincirine etkisi hep enflasyonu yukarı ittirebilecek dinamikler.

Bu konuda geçtiğimiz haftalarda paylaştığımız grafikte **1970'lerde ABD merkez bankasının enflasyonla savaşını günümüzle kıyaslamak** iyi olacaktır. Burada Arthur Burns'un enflasyonla mücadeleyi hükümetin de baskısı ile erken bırakması, enflasyonun daha güçlü şekilde geri gelmesine ve %15'lere yaklaşmasına neden olmuştu.



## Aşağıdaki dinamikler enflasyonu tekrar ivmelenebilir...

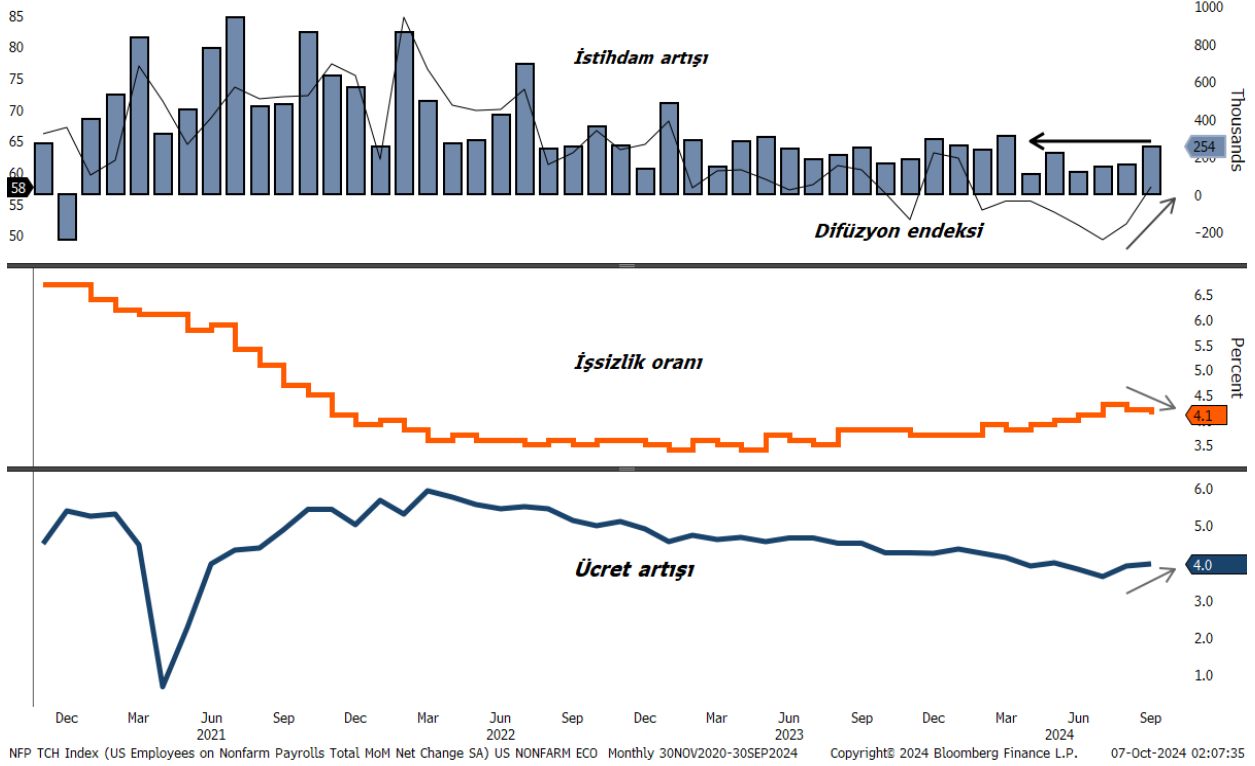
Aşağıda kısaca grafiklerle açıkladığımız dinamikler, FED para politikasının patikasına yönelik yönlendirmede değişiklik yapmazsa, **2025 senesinde enflasyonu tekrar konuşmaya başlayacağımızı düşündürüyor**. Her ne kadar son dönemde enflasyon istenen soğuma patikasına girmiş olsa da, henüz mücadelenin kazanıldığını söylemek için erken ve aylık çekirdek rakamlarda yukarı yönlü bir hareket var ve barınma masraflarındaki artışın yüksek kalması enflasyondaki düşüşün hızını yavaşlatıyor.

Bununla beraber verilerin de güçlü gelmesi ile **yatırımcılar Kasım ayı için faiz indirim beklentilerini 50bp'dan 25'a çektiler, biz faiz indirimlerinde aşağı yönlü revizyonların devam edeceğini düşünüyoruz**. **Bu hafta gelecek olan TÜFE rakamı** da bu anlamda piyasaların yönü açısından oldukça kritik olacaktır.

Güçlü kalan ekonomiye ve enflasyonda yukarı yönlü risk faktörlerinin artmasına rağmen, FED'in uzun vadeli tahminlerinde finansal koşulların gevşemeye devam edeceği projeksiyonu, hisse senetleri için olumlu, uzun vadeli tahviller için olumsuz, emtia geneli ve altın için de olumlu bir seyre işaret ediyor.

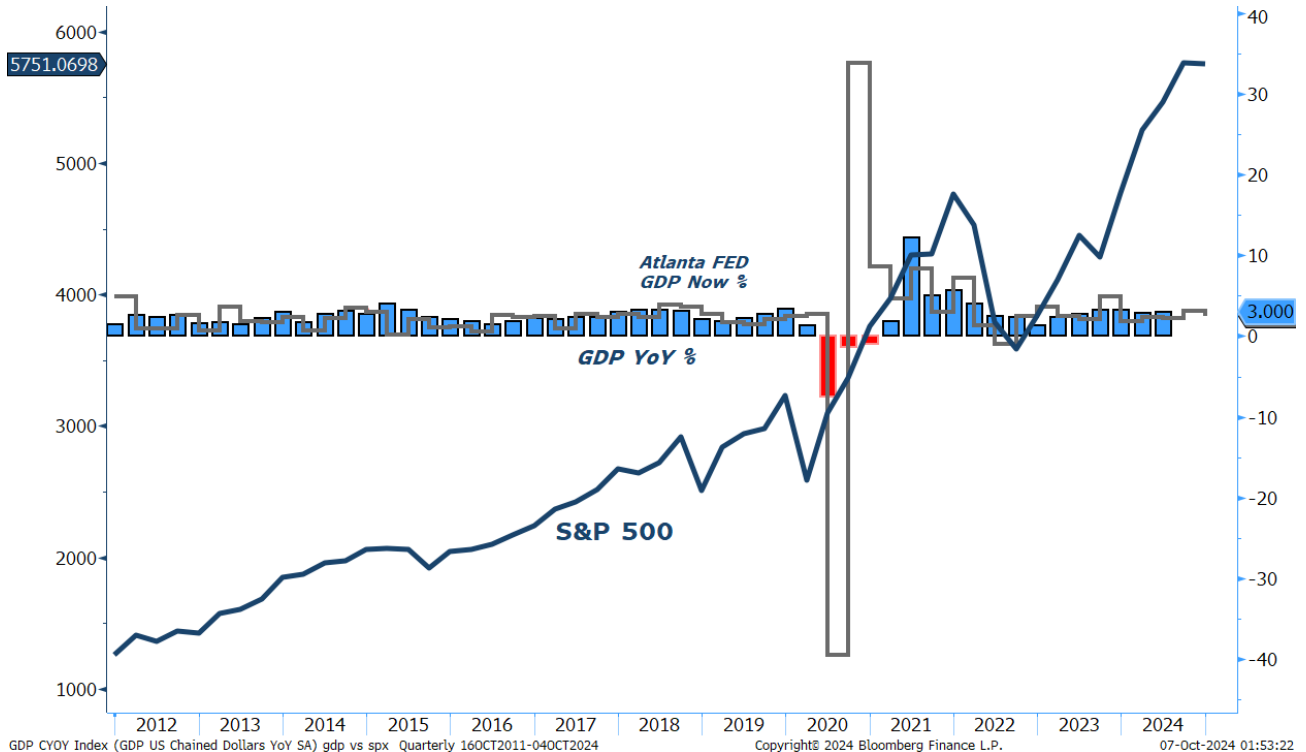
## 1- İstihdam piyasası gevşemeye başlasa da oldukça sağlıklı...

Cuma günü gelen tarım dışı istihdam rakamı piyasalarda olumlu karşılanırsa da, bize göre FED'in elini faiz indirimleri konusunda kısıtlayan bir veri idi. İstihdam artışı 254,000 ile oldukça güçlü ve beklentilerin(+150,000) üzerinde gelirken işsizlik oranı %4,1'e geriledi ve ücret artışları aylık bazda hız kazandı ve senelik +%4 olarak gerçekleşti, önceki ay rakamı da yukarıya revize edildi. **Nerden bakarsak bakalım bu güçlü istihdam verisi ekonominin direncini ve enflasyon tehdidinin devam ettiğini gösterdi.**



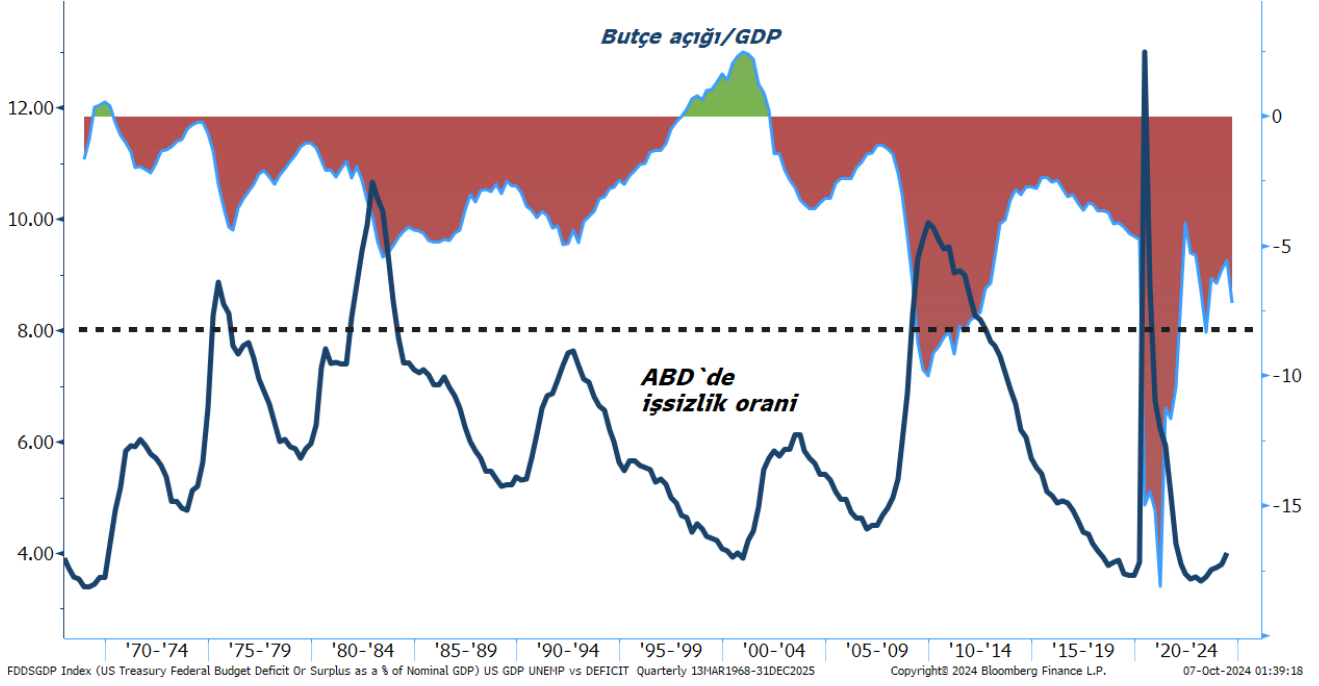
## 2- ABD ekonomisi trend üzerinde büyüyor...

ABD ekonomisi güçlü tüketim harcamalarının önemli etkisi ile beraber son çeyrekte **trend üzerinde ve %3 büyürken**, Atlanta FED GDPNow göstergesi, üçüncü çeyrekte %2,5 büyümeye işaret ediyor. Her ne kadar büyüme rakamları geriye dönük işaretler verse de, ABD tüketicisi istihdam piyasasının sıkılığından, yüksek seviyede kalmaya devam eden tasarruflardan ve piyasalardaki yükselişin yarattığı servet etkisinden olumlu etkileniyorlar. Önümüzdeki dönemde **konut kredilerindeki düşüşün emlak sektörüne etkisi de, tüketici güvenine olumlu yansıtacak önemli bir dinamik olabilir.**



### 3- Yüksek bütçe açıkları, genişlemeci maliye politikalarla sürecek...

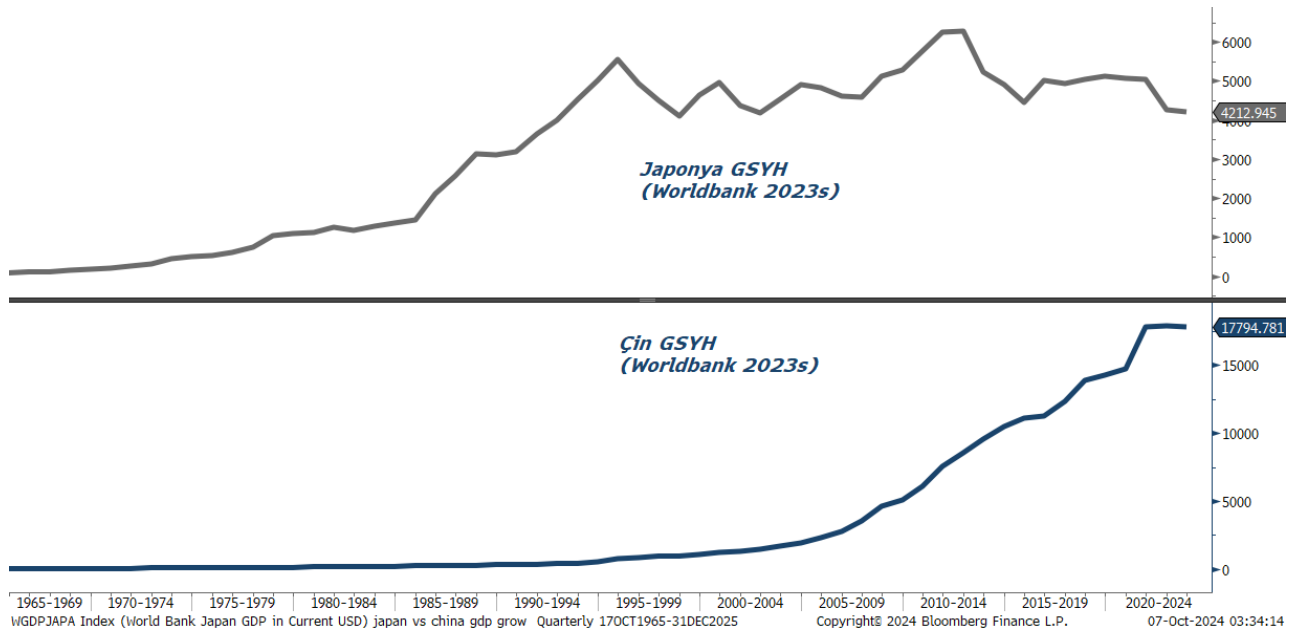
İşsizlik oranından bir yükseliş görsek de, tarihsel olarak bu oranın düşük olması ve son üç ayda ortalama 185,000 yeni istihdam yaratıldığını görüyoruz. ABD’de savaş dönemleri hariç **istihdam piyasasının bu derece sağlıklı kaldığı ve büyümenin de trend üzerinde kaldığı bir ortamda bütçe açıklarının bu kadar yüksek seyretmesi ve borçlanmanın giderek artması uzun vadede pek iç açıcı bir görüntü değil.** Maliye politikalarının seçimlerde hangi aday kazanırsa kazansın genişlemeci seyretmeye devam edecek olması da, enflasyonla mücadelenin önemli bir ayağının pek de sıkılaştırıcı kalmayacağını düşündürüyor.



### 4- Çin’de büyümeyi destekleyici adımlar enflasyondaki yükselişe katkıda bulunacaktır...

Çin merkez bankası PBOC’den gelen haftalık ters repo faizinde 20bp, zorunlu karşılıklarda 50 bp indirim, emlak sektörüne destek için ikinci el konut satışlarında peşinatın düşürülmesi ve konut kredilerinin aşağıya çekilmesi, fonların ve brokerların hisse senedi piyasasında alım yapmaları için kaynakların açıklanması gibi oldukça kapsamlı bir teşvik paketi, Çin varlıklarında ve emtia genelinde yükselişlere neden oldu.

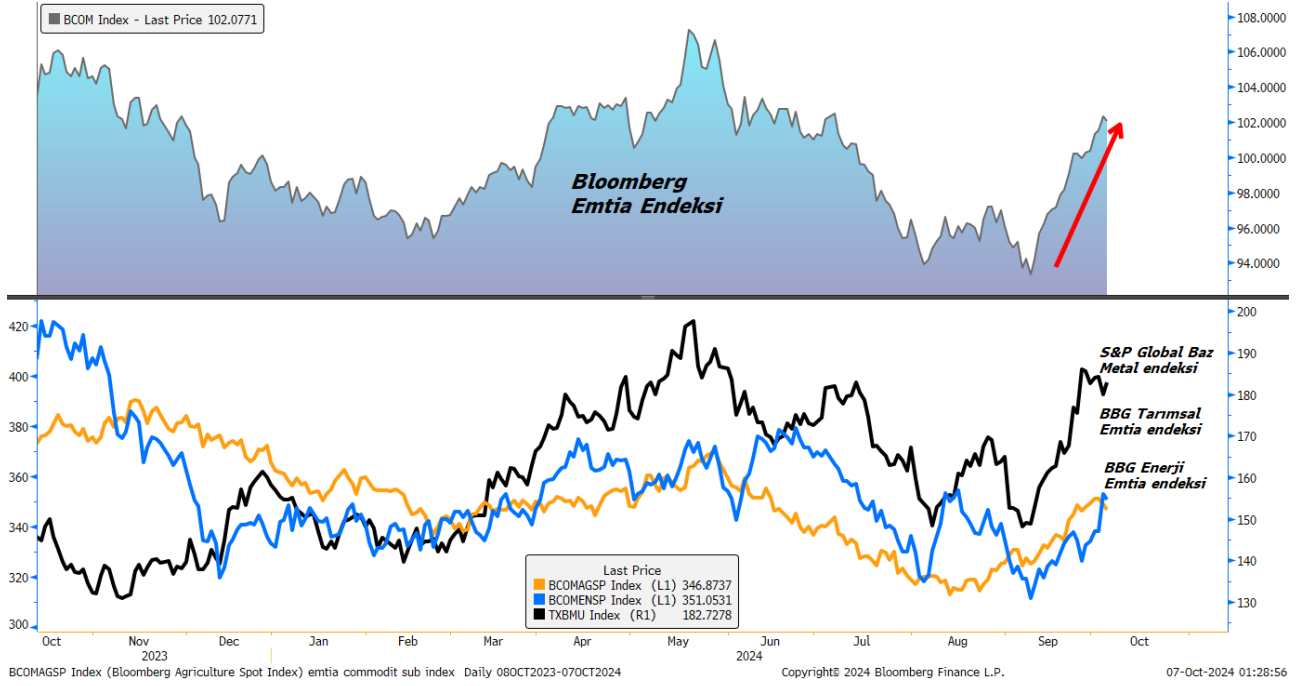
Politbüro’nun da “büyüme için ne gerekiyorsa” mesajı hükümetin bu sefer kararlı olduğunu ve yakın zamanda para politikasındaki gevşeme adımlarına maliye politikaları ile de destek verileceğini ortaya koydu. Burada Çin’de son dönemde büyümenin yavaşlaması ile beraber Japonya’nın 90’lardaki durgunluğa geçişine benzerlikler kurulurken, her ne kadar **temel anlamda çok farklı dinamiklere sahip ekonomiler olsa da, 90’larda Japonya’da giderek yaşanan popülasyon, yükselen borç seviyeleri, deflasyon, yavaşlayan büyüme ve konut piyasasındaki şişkinlik gibi bir çok konu, Çin’in de mevcut durumda boğuştuğu benzer problemler.**



Dolayısıyla bu adımların reel ekonomide kendisini göstermesi ve spekülâtif beklentilerin canlı kalmasının vadeli piyasalarda yükselişleri tetiklemesi, önümüzdeki dönemde **baz metallerde ve enerjide yükselişlere** neden olabilir. Aynı zamanda Çin ekonomisinin toparlanması, Avrupa resesyonun eşğinde büyüme sıkıntıları çeken ve Çin'in önemli bir ticari partner olduğu bir bölge için oldukça önemli.

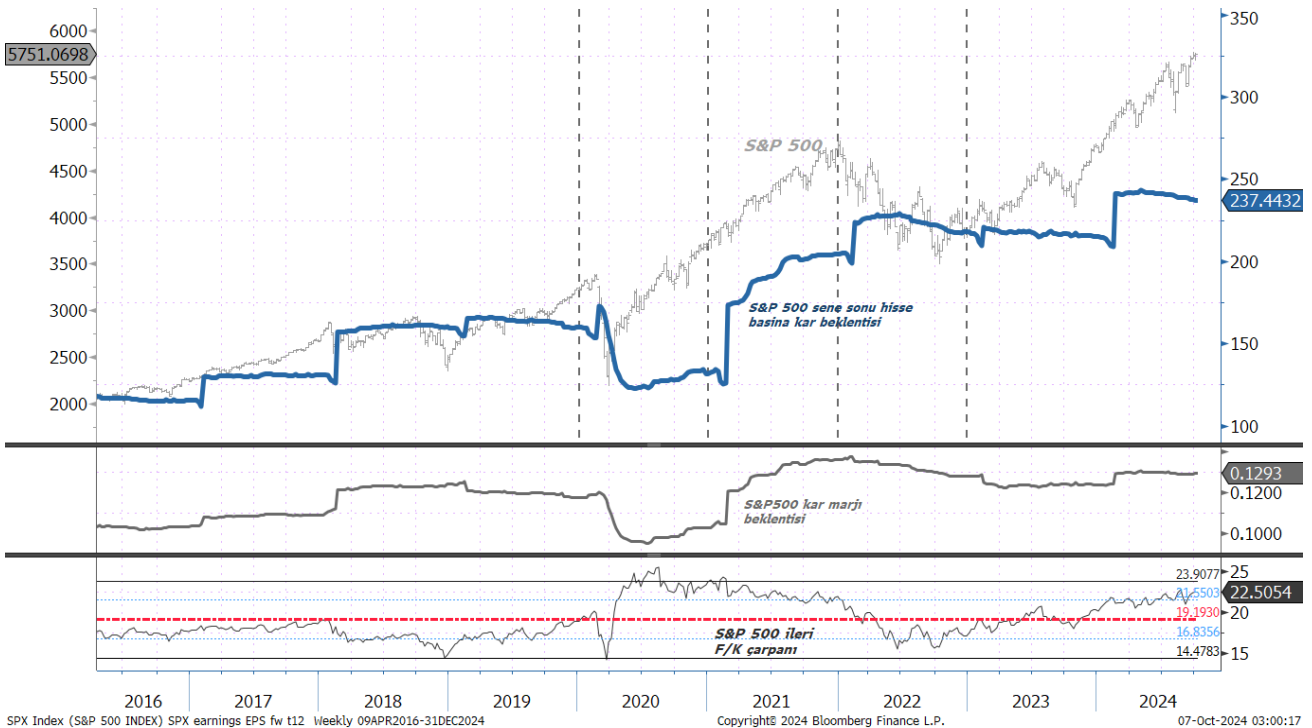
### 5- Emtia genelinde yukarı yönlü kıpırdanma var...

Emtia tarafında **jeopolitik gerginliklerin enerji fiyatlarını yukarıya itirmesinin yanı sıra, kuraklık ve ülke bazlı üretimlerdeki düşüşler nedeniyle buğday, soya, kahve gibi bir çok tarımsal emtiada yaşanan yükselişler** ve son olarak Çin'den gelen adımların baz metallerde yükselişe neden olması emtia genelinde bir yükseliş son dönemde beraberinde getirdi. Global büyüme beklentilerinin yukarıya çekilmesi ile beraber bu artışların daha kalıcı olduğunu ve 2025 senesinde enflasyona yukarı yönde etki ettiğini görebiliriz.



### 6- Şirket karları güçlü büyüyor ve hisse senedi endeksleri rekor seviyelerde...

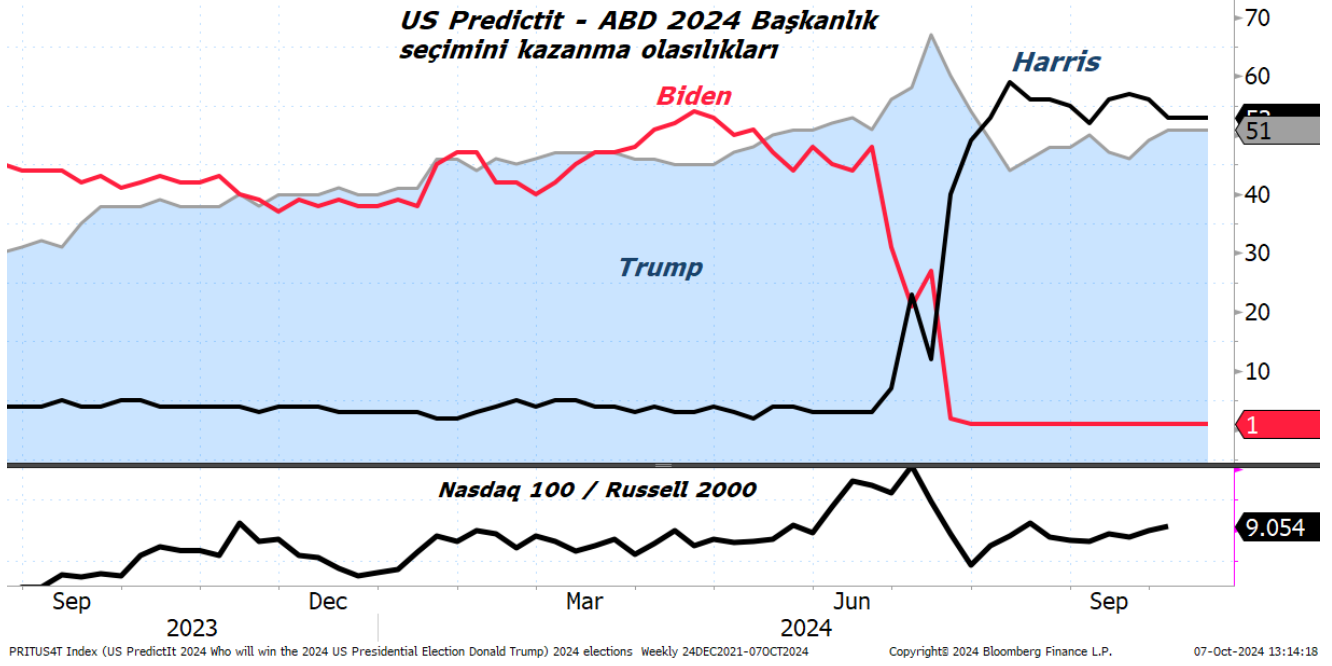
S&P 500 şirketleri son beş çeyrekte kar büyümesi açıkladılar ve **bu hafta bankalarla başlayacak 3. çeyrek bilanço sezonu** için beklenti %4 civarında bir büyüme gerçekleşmesi yönünde. Aynı zamanda kar marjları da %10 üzerinde korunuyor. Şirketlerin düşük faizlerle borçlanarak bilançolarını güçlendirmiş olmaları ve varlıklar arasında nakdin payının yüksek olması da olumlu bir nokta. **Hisselerdeki yükseliş, ABD tüketicisinin olumlu servet etkisi ile tüketim harcamalarını arttırmasına neden olan önemli bir faktör ve bu da enflasyonist bir dinamik.**





## 7- Politik gelişmeler enflasyonu körükleyen yönde olmaya devam ediyor...

Jeopolitik gerilimin tırmanmasının emtia fiyatları kadar tedarik zincirinde kırılmalara sebep olma ihtimali oldukça önemli bir risk ve burada henüz öngöremediğimiz bir gelişme ani arz şoklarına neden olabilir. Aynı zamanda **Trump'ın başkanlığa gelmesi durumunda gerek istihdam tarafında, gerekse de gümrük vergileri tarafındaki korumacı politikaların artması şüphesiz enflasyonist bir gelişme olarak ortaya çıkacaktır** ki, başkanlık yarışının oldukça yakın geçtiğini görüyoruz.



**Sonuç olarak bu dinamikler enflasyon ve büyüme beklentilerini yukarıya çekerek varlık sınıflarına aşağıdaki gibi yansiyabilir:**

- ✓ Büyüme beklentilerindeki artış **hisse senetleri için olumlu** ve FED'in para politikasına yönelik yönlendirmesinde bir değişikliğe gitmemesi durumunda, **S&P 500 gibi ana endekslerde 6,000 seviyesine doğru bir tırmanış** ve yeni rekorlar görebiliriz.
- ✓ Gerileyen faizler büyüme odaklı hisseler ve özellikle **teknoloji sektörü için olumlu**, bu da teknoloji hisselerinin ağırlıklı olduğu Nasdaq gibi endekslere olumlu yansiyacaktır.
- ✓ Enflasyondaki artış beklentisi uzun vadeli tahviller için olumsuz, tahvil rallisinin de bir miktar FED beklentileri ile aşırıya kaçtığını düşündüğümüz için **10 yıllık ve daha üzeri vadeli tahvillerde satış baskısı ön plana gelebilir ve burada kısa pozisyonlar düşünülebilir.**
- ✓ **Tahvil faizlerinde yukarı hareketler** görebiliriz. Nitekim Cuma günü tarım dışı istihdam verisi sonrasında kısa ve uzun vadeli tahvil faizlerinde sert yükselişler takip ettik.
- ✓ **Altında yükselişin devamı gelebilir**, ancak bu sene gördüğümüz hızda yükselişin devamını beklememek gerekiyor ve daha sınırlı bir yükseliş alanı var. Risk iştahının açık kalması ve yatırımcıların getiri arayışı altındaki yükselişlerin daha sınırlı ve kademeli olmasına yol açsa da, gerileyen faizler ve canlı kalan enflasyon altında yeni rekor seviyelerin gelmesine neden olacaktır.



#### ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübeye uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.