

Fon Bülteni

Ağustos 2026

Makro ekonomi, küresel piyasalar ve finansal piyasaların aylık değerlendirmesi ile risk profillerine göre fon dağılım önerilerimiz.

İçindekiler

- 01 Makro Ekonomi**
 - Temmuz Enflasyon Verileri
 - Para Politikasına İlişkin Beklentilerimiz
 - Makroekonomik Görünüm
- 02 Küresel Piyasalar**
 - ABD Temmuz İstihdam Verileri
 - ABD Tahvil Faizleri
- 03 Finansal Piyasaların Değerlendirmesi**
 - Endeks Performansları
 - Varlık Grubu Bazında Değerlendirmeler
 - Ağustos Ayı Fon Dağılım Önerilerimiz

01 | Makro Ekonomi

Temmuz Enflasyon Verileri

Temmuz ayında tüketici fiyatları aylık bazda %1,78 artarken, yıllık enflasyon %31,7 seviyesine geriledi. Manşet veri başlangıçtaki beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmiş olsa da TCMB'nin Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu'nda enflasyonun ana eğilimine ilişkin yaptığı değerlendirmeler daha dengeli bir görünüm ortaya koydu. Banka, temmuz ayında tüketici enflasyonunun ana eğiliminin bir önceki aya kıyasla gerilediğini belirtirken, takip ettiği altı ana eğilim göstergesinin üç aylık ortalamalarında da düşüş gözlemlendiğine işaret etti. Söz konusu iyileşme, dezenflasyon sürecinin yılın ikinci yarısında yeniden başladığını teyit etmekle birlikte, sürecin henüz oldukça sınırlı ilerlediğini düşünüyoruz. İç talepteki zayıflama enflasyon görünümünü destekliyor. Yüksek faiz ortamı ve sıkı finansal koşullar tüketim ve yatırım kararlarını baskıarken; jeopolitik belirsizlikler ile altın fiyatlarındaki gerilemenin yarattığı olumsuz servet etkisi, özellikle konut, otomobil ve dayanıklı tüketim mallarına yönelik talebi sınırlıyor. Buna karşılık yüksek enflasyon beklentileri, enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklık ile fiyatlama davranışlarındaki katılık, dezenflasyonun hızlanmasını engelliyor.

Para Politikasına İlişkin Beklentilerimiz

Para politikasındaki ilk gevşeme adımının politika faizinden önce efektif fonlama maliyeti üzerinden gelmesini bekliyoruz. Mevcut durumda %40 seviyesinde bulunan fonlama maliyetinde yakın dönemde kademeli bir düşüş başlayabilir. Bununla birlikte, böyle bir adım para politikasında hızlı ve kapsamlı bir gevşemeden ziyade, mevcut sıkılığın ölçülü şekilde ayarlanması anlamına gelecektir. Fonlama maliyetinde düşüş gerçekleşse dahi reel ve nominal faizlerin yüksek kalmaya devam etmesi bekleniyor. Faiz indirimi beklentilerinin zamanlamasına ilişkin değişimler piyasalarda belirgin bir oynaklık yaratıyor. TCMB'nin temmuz ayı ana eğilimine ilişkin olumlu değerlendirmesinin ardından özellikle getiri eğrisinin kısa tarafında faizler gerilerken, iki yıllık gösterge tahvil faizi %41'in altına indi. Faiz indirimi beklentilerinin güçlenmesi tahvil fiyatlarını destekleyebilir; ancak enflasyon görünümündeki belirsizlikler nedeniyle faizlerdeki düşüşün sınırlı kalmasını bekliyoruz.

Belirsizlik, yatırımcı talebinin de kısa vadeye sıkışmasına neden oluyor. Yerleşik yatırımcılar açısından yüksek getirili kısa vadeli TL enstrümanlar önemini korurken, yabancı yatırımcı girişleri de ağırlıklı olarak para piyasası fonları, offshore swap piyasası üzerinden carry işlemleri ve tahvil piyasasındaki TLREF'e endeksli kıymetlerde yoğunlaşıyor. Dolayısıyla gerek yerli gerekse yabancı yatırımcıların daha uzun vadeli faiz riski almak konusunda temkinli davrandıkları görülüyor. Enflasyon ve faiz politikasına ilişkin görünürlük artmadan yabancı talebinin bir ve iki yıllık tahvillere doğru ancak ölçülü biçimde genişleyebileceğini düşünüyoruz.

Makroekonomik Görünüm

Bu aşamada gözler perşembe günü gerçekleştirilecek yılın üçüncü Enflasyon Raporu sunumunda olacak. TCMB'nin enflasyon tahminleri kadar Başkan Fatih Karahan'ın soru-cevap bölümünde para politikası, fonlama koşulları ve faiz politikasına ilişkin vereceği mesajlar da yakından izlenecek. Bankanın %24'lük ara hedefini ve %26'lık yıl sonu tahminini korumasını daha olası görüyoruz. Tahminin belirgin biçimde yükseltilmesi, sıkı para politikasının daha uzun süre devam edeceğine ilişkin güçlü bir iletişim anlamına gelebileceği gibi, olası faiz indirimlerinin mevcut hedeflerle uyumlandırılmasını da zorlaştırabilir.

Öncü sinyaller ağustos ayında enflasyonun yeniden yüksek gelebileceğine işaret ediyor. Böyle bir gerçekleşme, fonlama maliyeti üzerinden sınırlı bir gevşeme yaşansa dahi faiz indirimlerinin devamına ilişkin beklentileri zayıflatabilir. Ayrıca eylül ve ekim aylarının mevsimsel olarak fiyat artışlarının güçlendiği dönemler olması, para politikasındaki hareket alanını sınırlandırıyor.

Kurum tahminimiz politika faizinin yıl sonunda %37 seviyesinde kalacağı yönünde. Ekim ve aralık toplantılarında 100'er baz puanlık iki indirimle faizin %35'e gerilemesi ise alternatif senaryomuz olmayı sürdürüyor. Yıl sonu enflasyon tahminimizi %29 seviyesinde koruyoruz. Sonuç olarak ana eğilim göstergelerindeki iyileşme sınırlı gevşeme alanını desteklese de yüksek enflasyon, kısa vadeye sıkışan yatırımcı talebi ve faiz politikasına ilişkin belirsizlikler, TL piyasalarının temel gündemini oluşturmaya devam ediyor.

02 | Küresel Piyasalar

ABD Temmuz İstihdam Verileri

ABD'de açıklanan temmuz ayı istihdam raporu, işgücü piyasasında beklenenden daha belirgin bir soğumaya işaret etti. Tarım dışı istihdam 80 bin kişilik artış beklentisine karşılık 23 bin kişi azalırken, mayıs ve haziran aylarına ilişkin toplam istihdam artışı 103 bin kişi aşağı yönlü revize edildi. Böylece son üç aylık ortalama

istihdam artışı yalnızca 20 bin kişiye geriledi. İşsizlik oranının %4,2'den %4,1'e düşmesi ise işgücü piyasasında güçlenmeye işaret etmiyor. Temmuzda yaklaşık 264 bin kişinin işgücünden ayrılmasıyla katılım oranı %61,4'e gerileyerek Şubat 2021'den bu yana en düşük seviyesine indi. Kamu istihdamında, özellikle yerel yönetimlere bağlı eğitim kurumlarında görülen kaybın bir bölümü mevsimsel faktörlerden kaynaklanmış ve ağustosta tersine dönebilecek olsa da özel sektör istihdamındaki artışın 30 bin kişiyle sınırlı kalması, işe alım eğiliminin genel olarak zayıfladığını gösteriyor.

Bu nedenle tek bir veri üzerinden işgücü piyasasında ani bir bozulma başladığı sonucuna varmak için erken olsa da istihdam raporu Fed'in yakın vadede faiz artıracığı yönündeki beklentileri zayıflattı. Bununla birlikte küresel piyasaların ana odağı istihdamdan çok enflasyon ve ABD tahvil faizlerinin seyri olmaya devam ediyor.

ABD Tahvil Faizleri

ABD tahvil faizlerinin yüksek seviyelerde kalması; hisse senetleri, döviz piyasaları ve özellikle kıymetli metaller üzerinde ciddi oynaklık yaratıyor. Yüksek faizler dolar likiditesinin maliyetini artırırken, altın ve gümüş gibi faiz getirisi bulunmayan varlıkların fiyatlamasını da daha hassas hale getiriyor. Yakın dönemde açıklanacak enflasyon verilerinin Fed'in faiz artırımına gitmeyeceği yönündeki beklentiyi teyit etmesi durumunda tahvil faizlerinde bir miktar gerileme görülebilir. Böyle bir hareketin başta hisse senetleri ve kıymetli metaller olmak üzere diğer finansal varlıkları desteklemesi beklenebilir. Buna karşılık özellikle çekirdek enflasyonun beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi, işgücü piyasasındaki soğumaya rağmen faiz artırımını tartışmalarını yeniden güçlendirebilir. Fed üyeleri arasında enflasyon risklerinin devam ettiğini ve ilave sıkılaştırmanın gerekebileceğini savunanların sayısındaki artış, faiz görünümüne ilişkin belirsizliği yükseltiyor. Fed Başkanı Kevin Warsh'ın net bir faiz patikası sunmaktan kaçınması ve Bankanın ileriye dönük iletişiminin zayıflaması da piyasanın talep ettiği risk primini artırıyor.

Kısa vadeli para politikası belirsizliğinin yanında, ABD'nin bütçe açıkları ve yüksek kamu borçlanma gereği uzun vadeli tahvil faizleri üzerinde yapısal baskı oluşturuyor. Bütçe açıklarının finansmanı için yüksek tutarda tahvil ihracına ihtiyaç duyulması, özellikle uzun vadeli vadelerde arz baskısını artırıyor. Dolayısıyla enflasyonda sınırlı bir gerileme görülse bile uzun vadeli faizlerde aynı ölçüde ve kalıcı bir düşüş yaşanması kolay görünmüyor.

Tahvil faizlerinin yüksek seyri Trump yönetimi açısından da önemli bir sorun oluşturuyor. Yüksek piyasa faizleri konut kredilerinden şirket finansmanına ve federal borçlanma maliyetine kadar ekonominin geniş bir bölümünü etkilerken, enflasyonun seçmenlerin temel sorunlarından biri olmaya devam etmesi yönetimin hareket alanını daraltıyor. Trump'ın görev onayındaki gerilemede de hayat pahalılığı ve enflasyona ilişkin memnuniyetsizliğin belirleyici olduğu görülüyor.

Buna ABD-İran savaşının zaman zaman yeniden alevlenmesi ve petrol fiyatlarında yarattığı belirsizlik de ekleniyor. Enerji fiyatlarının yönüne ilişkin bu "arafta kalmış" görünüm, hem enflasyon tahminlerini hem de Fed'in karar fonksiyonunu daha karmaşık hale getiriyor.

Petrol fiyatlarında yeni bir yükseliş enflasyon beklentilerini bozarak tahvil faizlerini yukarı itebilirken, jeopolitik tansiyonun azalması ters yönde bir fiyatlamaya yaratabilir.

Sonuç olarak temmuz istihdam verisi Fed üzerindeki faiz artırımını baskısını bir miktar azaltmış olsa da faiz artırımının tamamen gündemden düşmesi için çekirdek enflasyonda birkaç aya yayılan belirgin ve kalıcı bir iyileşmeye ihtiyaç bulunuyor. Bu haftaki TÜFE verisi bu nedenle istihdam raporundan daha güçlü bir piyasa sinyali üretme potansiyeli taşıyor. Enflasyon, bütçe açıkları, yüksek kamu borçlanması, jeopolitik riskler ve Fed'in iletişim belirsizliği devam ettiği sürece ABD tahvil faizleri küresel piyasalardaki oynaklığın ve yüksek risk priminin temel kaynağı olmayı sürdürecektir.

03 | Finansal Piyasaların Değerlendirmesi

Endeks Performansları

Küresel çapta endekslerin aylık ve yılbaşından Nisan ayı sonuna performansları aşağıdaki gibidir.

Endeks	Aylık Değişim (%)	Yılbaşından Bugüne (%)
BİST-100	-4,70%	+19,51%
Dow Jones	+0,32%	+9,20%
Nasdaq	-3,20%	+9,18%
S&P 500	-0,13%	+9,42%
DAX	+2,53%	+4,65%
FTSE 100	+3,53%	+9,44%
CAC 40	+1,26%	+4,43%

Her endeks değişimi kendi para birimi cinsinden verilmektedir.

Varlık Grubu Bazında Değerlendirmelerimiz

BİST-100

13.200'lü seviyelerden tepki veren BİST-100 endeksinde hareketin devamı için piyasaya yeni para girişlerini görmemiz gerekiyor. İçinde bulunduğumuz bilanço sezonunda seçici şirket hisselerinde hareketler görmeye devam ediyoruz. Yabancı ilgisizliği, halka arz yoğunluğu ve yüksek faiz hadleri riskli varlıklar önündeki en büyük engel olmaya devam ediyor.

TL Faizler

Beklentilerden iyi gelen Temmuz enflasyon rakamı sonrası verim eğrisinin kısa tarafında (2 yıla kadar olan vade) gördüğümüz yabancı ilgisinin sınırlı kaldığını gözlemliyoruz. Tahvil piyasaları yönünü tekrar küresel enflasyon ve savaş gerginliğine çevirmiş gibi görünüyor. Küresel faiz hadleri ve petrol fiyatlarında belirgin gevşeme görmeden orta ve uzun vadeli tahvil faizlerinde pozisyon alınmamasına ilişkin öngörümüz devam ediyor. Kısa vadeli faizler hala daha cazip olmaya devam ediyor.

USD/TRY

UsdTry'deki aylık devalüasyon rakamlarının 1,75% -2,00% aralığına yükseldiğini gözlemliyoruz. Fakat bu durumda da yurtiçi bireysel yatırımcıların hala döviz talebinin sınırlı olduğunu görmekteyiz. UsdTry'de yılsonu beklentilere paralel sınırlı ve kontrollü yukarı hareketin devamını öngörüyoruz.

Altın/Gümüş

Uzun dönemli yatay bant hareketinin sonuna gelme işaretleri gösteren değerli metallerde bireysel yatırımcı ilgisinin artması ve Merkez Bankaları alımlarıyla yukarı hareket gözlemliyoruz. Orta ve uzun vadede olumlu görüşümüzü korumaya devam ediyoruz.

Ağustos Ayı Fon Dağılım Önerilerimiz

Yatırımcı risk profillerine göre önerilen aylık fon dağılımları:

Temkinli Risk Düzeyi - Sermaye koruması önceliği : Bu profilin önceliği getiriye maksimize etmek değil, ana parayı korumak ve oynaklığı en aza indirmek. Portföyün tamamını para piyasası fonlarında tutuyoruz; efektif fonlama maliyetinin yüksek seyretmesi, bu araçlarda düşük oynaklıkla güçlü bir nominal ve reel taşıma (carry) getirisi sağlıyor. Hisse ve emtia gibi yüksek oynaklıklı varlıklara yer vermiyoruz; risk-getiri dengesi tamamen öngörülebilirlik ve likidite lehine kurulu.

Dengeli Risk Düzeyi - Korunan reel getiri + ölçülü büyüme : Dengeli profilde amaç, reel getiriye korurken sınırlı ve kontrollü bir büyüme maruziyeti eklemek. Para piyasası fonları %60 ile hâlâ portföyün çıkışı ve istikrar kaynağı. %20 tematik yabancı hisse, küresel büyüme temalarına ve olası Fed çerçeve değişiminin destekleyeceği likidite ortamına maruziyet sağlıyor. %10 yerli hisse, dezenflasyon ve olası faiz indiriminden faydalanan sektörler seçici bir katılım. %10 altın ise jeopolitik ve kur şoklarına karşı sigorta/çeşitlendirici olarak ekleniyor. Böylece portföy, sabit getirinin güvenliğiyle büyüme varlıklarının katalizör etkisini dengeliyor.

Atak Risk Düzeyi - Getiri odaklı, oynaklığa toleranslı : Atak profilde öncelik getiriye maksimize etmek ve yüksek oynaklığa tolerans göstermek. Para piyasası fonlarının ağırlığı %30'a iniyor; portföyün ağırlık merkezi %50 ile tematik yabancı hisseye kayıyor. %10 altın hem çeşitlendirici hem de enflasyon/jeopolitik risklere karşı bir korunma katmanı. %10 yerli hisse ise dezenflasyon kazananlarına yüksek betalı, katalizör niteliğinde bir maruziyet. Bu dağılım, sabit getiriden hisse ve emtiaya belirgin bir kaymayı temsil ediyor; potansiyel getiriye yükseltirken portföyün oynaklığını da bilinçli olarak artırıyor.

