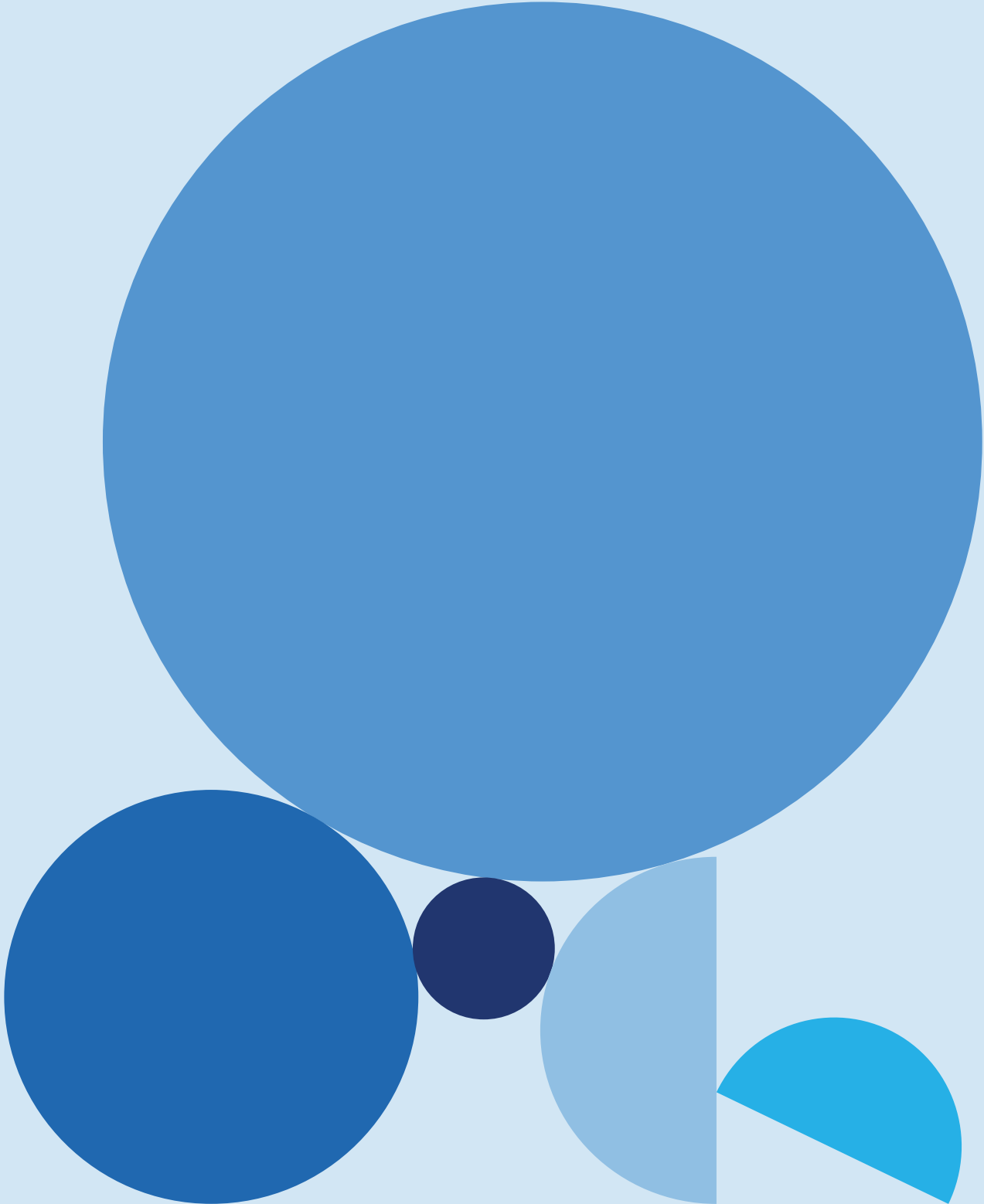


Fon Bülteni Kasım 2025



Piyasalardaki son durum

1. Makroekonomik Veriler

Kasım ayında küresel piyasalarda ABD verilerindeki yavaşlama, Fed üyelerinin açıklamaları ve Rusya-Ukrayna savaşına yönelik barış görüşmeleri ön plana çıktı. Ayın son haftasında Cenevre'de sürdürülen müzakerelerde 28 maddelik barış planının önemli bölümlerinde Ukrayna ile uzlaşmaya varıldığı, Rusya'nın ise henüz anlaşma sağlamamış olsa da süreci sürdürmeye istekli görüldüğü belirtildi. Barış olasılığının artması jeopolitik riskleri azaltıcı etki yaptı.

ABD'de yayımlanan veriler ekonomik faaliyette bir ivme kaybına işaret etti. Chicago PMI 36,3'e gerilerken, Conference Board tüketici güven endeksi 88,7'ye inerek son yedi ayın en düşük seviyesini gördü. Perakende satışlar ve dayanıklı mal siparişlerindeki zayıf görünüm devam ederken, 43 gün süren federal hükümet kapanmasının sona ermesiyle veri akışı kademeli olarak normale dönmeye başladı. Bu süreçte bazı Fed üyeleri enflasyon risklerine vurgu yaparak aralık ayındaki faiz indiriminin ertelenmesi gerektiğini savundu. Buna karşın, 20 Kasım'da New York Fed Başkanı John Williams'ın aralıkta faiz indirimi için alan bulunduğunu dile getirmesi, piyasaların yeniden daha ılımlı bir patika fiyatlamasına yol açtı.

Euro Bölgesi'nde enflasyon ekim ayında yıllık bazda %2,1'e, çekirdek enflasyon ise %2,4'e gerileyerek ECB'nin hedef aralığına kademeli yakınsamanın sürdüğünü gösterdi. Buna rağmen, sanayi üretimi ve yatırımcı güvenindeki zayıf görünüm bölgenin yılın son çeyreğine düşük bir hızla girdiğine işaret ediyor.

Japonya'nın 135 milyar dolarlık yeni teşvik paketi uzun vadeli borç dinamiklerine ilişkin soru işaretlerini artırırken, 30 yıllık tahvil faizi %3,7 ile tarihsel zirvelere yakın seyretti. Çin'de TÜFE'nin %0,2 ve ÜFE'nin %-2,1 seviyelerinde kalması deflasyon baskısının sürdüğünü ortaya koydu. Sanayi üretimi ve perakende satışlarda beklenen hızın yakalanamaması ise büyüme görünümünün toparlanmadan uzak olduğunu gösterdi.

Küresel hisse senedi piyasalarında kasım ayı genel olarak oynak geçmekle birlikte, ay sonuna doğru risk iştahında sınırlı bir iyileşme gözlemlendi. MSCI Dünya endeksi %0,2, S&P500 %0,1 yükseldi. ABD 10 yıllık tahvil faizi 9 baz puan gerileyerek %3,98'e indi. Dolar endeksi %0,3 düşerek 99,5 seviyesine geriledi. EUR/USD paritesi 1,16'ya doğru yönelirken, Fed'e ilişkin faiz indirimi beklentilerinin artması altın talebini destekledi ve ons altın kasım ayını 4239 dolar seviyesinde tamamladı. Brent petrol fiyatı ise jeopolitik risklerin hafiflemesinin etkisiyle kasımda %3,7 geriledi.

Türkiye'de kasım ayında yayımlanan veriler, üçüncü çeyreğin ardından dördüncü çeyreğe girilirken ekonomik faaliyetin ılımlı bir seyir izlediğini, ancak büyümenin bileşenleri arasında belirgin bir ayrışma olduğunu gösterdi. Üçüncü çeyrekte GSYH yıllık bazda %3,7 (takvim etkisinden arındırılmış %3,4), çeyreklik bazda ise %1,1 büyüdü. Yıllık büyümenin beklentilerin bir miktar altında kalmasına rağmen, çeyreklik büyümenin iki çeyrektir potansiyelin üzerinde gerçekleşmesi dikkat çekti. Üretim tarafında imalat sanayi zayıf seyrini sürdürürken, hizmetler ve inşaat sektörü büyümeyi destekledi. Harcama tarafında özel tüketim ve yatırımlar pozitif katkı verirken, en güçlü katkı net ihracattan geldi. Buna karşılık, stoklardaki sert düşüş büyümeyi aşağı çekti. Sanayi üretimi eylülde aylık %2,2 ve hizmet üretimi %0,1 daralırken, altın ve saat hariç perakende satış hacmi aylık %0,4 ve yıllık %8,2 arttı. Kasım PMI endeksinin 48,6'ya yükselmesi son iki ayda bir miktar toparlanma sinyali verse de eşik değerinin altında kalması imalat sanayindeki zayıflığın devam ettiğini ortaya koydu. Reel Kesim Güven Endeksi 103,2'ye çıkarak yılın en yüksek seviyesine ulaşırken, kapasite kullanım oranının %74,1 ile yatay kalması üretimde kalıcı bir ivmelenmenin henüz sağlanamadığını gösterdi.

İşgücü piyasasında ekim ayında işsizlik oranı %8,5'e gerilerken yaklaşık 185 bin kişilik istihdam artışı kaydedildi. Buna rağmen atıl işgücü oranının %29,6'ya yükselmesi ve haftalık fiili çalışma süresindeki düşüş, istihdam artışının niteliğine ilişkin daha temkinli bir değerlendirmeyi gerektiriyor.

Kasım ayında enflasyon aylık bazda %0,87 artarken yıllık enflasyon %31,1'e geriledi. Manşet enflasyondaki düşüşün büyük bölümü işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gerileme ve kira enflasyonundaki belirgin yavaşlamadan kaynaklandı. Ancak çekirdek göstergelerdeki toparlanma sınırlı kaldı. Hizmet grubunda kira dışındaki kalemlerin dirençli fiyat artışları sürerken, enerji ve dayanıklı tüketim mallarında da hafif yükseliş gözlemlendi. Fiyatlama davranışında kademeli bir normalleşme görülmekle birlikte dezenflasyon sürecinin yavaş ilerlediği değerlendirilebilir.

Dış dengede eylül ayında 1,1 milyar dolar cari fazla verilirken, 12 aylık cari açık 20,1 milyar dolara yükseldi. Yüksek turizm gelirleri dış dengeyi desteklemeye devam ederken, altın ve yatırım malları ithalatındaki dalgalanmalar iyileşme hızını sınırladı. Ekim ayında merkezi yönetim bütçesi 223 milyar TL, faiz dışı denge ise 66 milyar TL açık verdi. On iki aylık birikimli bütçe açığı 2,29 trilyon TL'ye, faiz dışı açık ise 245 milyar TL'ye ulaşırken, GSYH'ye oranları sırasıyla %3,86 ve %0,41 olarak hesaplandı.

Finansal piyasalarda kasım ayında dalgalı bir görünüm hakimdi. BIST-100 endeksi ayı %0,7 düşüşle tamamlarken, Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi 238 baz puana gerileyerek son yılların en düşük seviyelerine yaklaştı. TL'nin dolar karşısında aylık bazda yaklaşık %1 değer kaybettiği dönemde, 3 aylık USD/TL ima edilen oynaklığı %12,8'e yükseldi. 10 yıllık tahvil faizi 38 baz puan düşerek %29,29'a geriledi. TCMB brüt rezervleri ise ekim ayını 183,2 milyar dolar düzeyinde tamamladı.

2. Piyasalar

- Hisse Senedi | BIST-100, Kasım ayında %0,18 arttı.
- Tahvil | Ay sonunda 2 yıllık tahvil faizi %37,98, 10 yıllık tahvil faizi Kasım ayını %30,97 seviyesinden kapattı.
- Döviz | Ay sonunda Dolar/TL 42,53 seviyesine gelerek %0,06 artış gösterdi. Euro/TL ise 49,62 seviyesine gelerek %0,63 artış gösterdi.
- Emtia | Ay boyunca altın fiyatları ons bazında %0,01 artarak 4,22 USD seviyelerine, Brent petrol ise ayı -%0,36 düşüşle 63,01 USD seviyesinde kapattı.

Piyasalardaki son durum

3. Varlık Sınıfları

Hisse Senedi

Kasım ayı Türkiye hisse senedi piyasası için beklentileri karşılamayan bir ay olurken yüksek faiz oranları ve yatırımcı ilgisi eksikliği bu olumsuz performansta etkili oldu. Yabancı yatırımcı yine alım tarafında çekingen davranırken yerli yatırımcı ilgisi de zayıftı. Küresel tarafta ise, S&P 500 Kasım ayını %0,1 yükseliş ile kapatırken endeksin yılbaşından bu yana getirisi %16,4'e yükseldi. BIST100 aya zayıf başladı ve ay boyunca dar bant etrafında hareket etti. Endeksin Kasım getirisi %1,3 olurken bankacılık endeksi (XBANK) Kasım ayı enflasyon verisinin beklentilerin altında geleceği düşüncesinin olgunlaşması ile genel endeksin üzerinde %10'luk getiri sağlamayı başardı. Kasım sonu itibarıyla temel analiz odaklı aldığımız pozisyonlarımızı korurken Türk hisse senetleri konusunda iyimserliğimizi faiz indirimi döngüsünün başladığını dikkate alarak artırarak sürdürüyoruz. Bu bağlamda, madencilik, enerji, holdingler ve finans sektörlerindeki pozisyonlarımızı koruyoruz.

SGMK

Ekim ayında TÜFE aylık bazda %2,55 artarken yıllık enflasyon %32,87'ye gerilemiştir. Gıda grubundaki %3,4'lük artış, geçen yıl aynı dönemde açıklanan %4,3 seviyesinin altında kalmıştır. Dezenflasyon süreci devam etmesine rağmen düşüş hızındaki yavaşlama, piyasa katılımcıları anketinde 12 ay sonrası TÜFE beklentilerinin %23,49 seviyesine yükselmesine neden olmuştur. Bu durum, dezenflasyon sürecinde olası bir kesintiye işaret ederken fiyat patikasının kırılma eğilimini de ortaya koymaktadır.

Çekirdek enflasyon göstergelerinden B endeksi yıllık %32,5'e, C endeksi ise %32,1'e gerilemiştir. Hizmet fiyatlarındaki yıllık artış ise %44,4'e yavaşlamıştır. Yılın kalan döneminde kur, ücret, yönetilen fiyatlar ve emtia fiyatlarında ilave bir şok yaşanmaması durumunda, yıllık enflasyonun %31,0–32,0 aralığında tamamlanması beklenmektedir.

Ekim ayının son haftasında TCMB net rezervleri 60,2 milyar dolar, brüt rezervler ise 183,6 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. 21 Kasım haftasında net rezervler 60 milyar dolar seviyesinde kalırken brüt rezervler 180,5 milyar dolara gerilemiştir.

Cari işlemler dengesi Eylül ayında 1 milyar 112 milyon dolar fazla vermiştir. Geçen yılın aynı ayında 2 milyar 831 milyon dolar fazla kaydedilmişti. Medyan beklenti 1 milyar dolar fazla yönündeydi. İlk sekiz aya ilişkin sınırlı yukarı yönlü revizyonlarla birlikte, ilk dokuz ayda verilen açık 14,9 milyar dolara gerilemiş; son 12 aylık cari açık ise 20,1 milyar dolar seviyesine (GSYH'ye oranla %1,3) yükselmiştir.

Merkezi Yönetim Bütçesi Ekim ayında 223,2 milyar TL açık vermiştir. Geçen yılın aynı ayında bütçe açığı 186,3 milyar TL idi. İlk on ayda bütçe açığı 1 trilyon 440 milyar TL'ye ulaşırken, son 12 aylık bütçe açığı 2 trilyon 286 milyar TL olmuştur (GSYH'ye oranla %3,9). Yeni OVP'de 2025 yılı bütçe açığı tahmini 2 trilyon 208 milyar TL (GSYH'nin %3,6'sı) olarak açıklanmıştır.

Eylül ayında aylık enflasyonun yüksek gelmesiyle bozulan beklentilerin, Ekim enflasyonunun beklenti altı gerçekleşmesiyle yeniden iyileştiği görülmektedir. Bu çerçevede, Kasım ayında aylık enflasyonun düşük geleceği beklentisi sabit kuponlu tahvil faizlerinde aşağı yönlü bir hareket yaratırken; TLREF'e endeksli tahvillerde sınırlı satış baskısı oluşmuştur. Kasım ayında 10 yıllık gösterge bileşik faiz %32,88 seviyesine kadar yükseldikten sonra ayı %31,41 seviyesinde tamamlamıştır. Benzer bir seyir 2–5 yıl vadeli tahvillerde de izlenmiştir. Yabancı yatırımcı ilgisinin özellikle 2 yıl olmak üzere 2–5 yıl vadelerine yoğunlaştığı görülmektedir. Kasım ayı ihale takvimi önceki aylara kıyasla daha sakin geçmiştir. Aralık ayında 10 yıllık tahvil ihalesinin takvimden çıkarıldığı, TLREF'e endeksli yeni ihale beklentisinin ise gerçekleşmediği görülmektedir. Hazine Aralık ayında TLREF'e endeksli tahvil ihracına devam edecektir.

Aralık ayında yapılacak Para Politikası Kurulu toplantısında, Kasım ayı enflasyonuna yönelik olumlu beklentilerin artmasıyla birlikte 150 baz puanlık faiz indirimi ihtimali tartışılrsa da mevcut görünüm 100 baz puanlık bir indirmeye işaret etmektedir. Politik risklerdeki azalma ve cari işlemler dengesindeki iyileşme de bu görünümü desteklemektedir. Enflasyondaki gerilemenin sürmesi ve bu ortamda reel faizlerin yüksek kalması, tahvil piyasasında seviye bazlı yatırım fırsatları yaratmaktadır. Bu doğrultuda, portföylerimizde uzun durasyonu koruyor ve verim eğrisinin kısa tarafını TLREF'e endeksli tahvillerle replike etmeye devam ediyoruz.

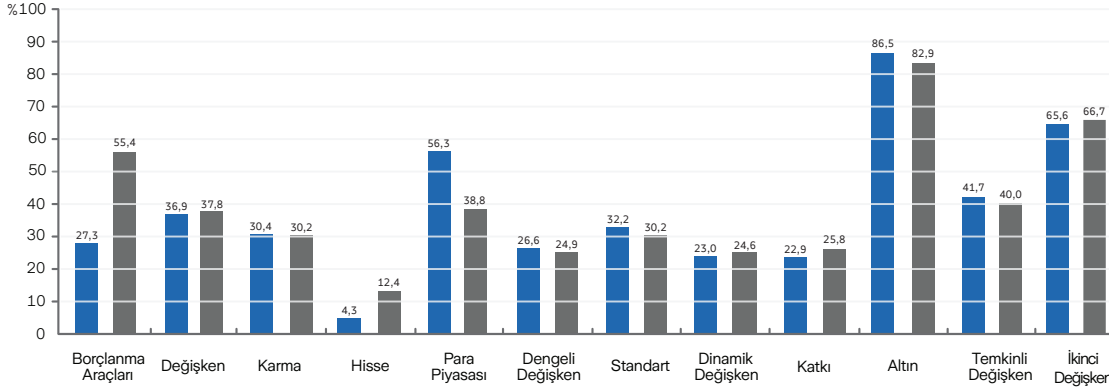
Çoklu Varlık

Çoklu varlık fonlarında, bono pozisyonlarımızı grup ortalaması üzerinde seviyesinde koruduk. Hisse pozisyonumuzu grup ortalaması seviyesine indirdik. Çoklu varlık fonlarına kıymetli maden pozisyonu ekledik. Fonlarda Eurobond pozisyonu taşımıyoruz.

Zurich Yaşam ve Emeklilik A.Ş. Fonları Sektör Karşılaştırmaları

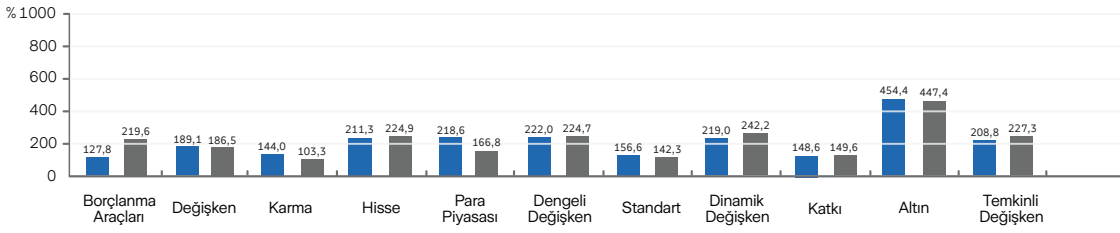
Zurich ■
Sektör Ağırlıklı ■

Son 1 Yıl - 30.11.2024 - 30.11.2025



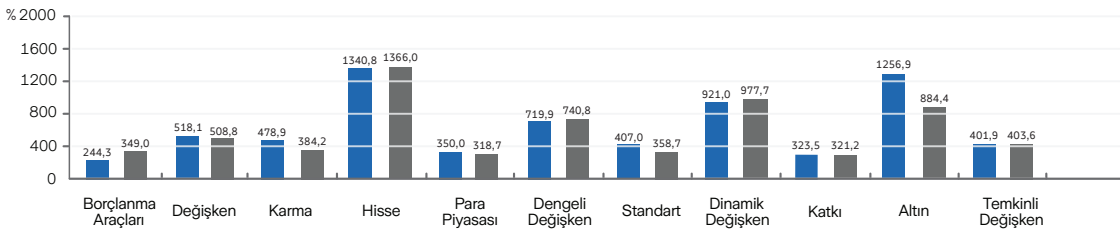
Son 1 yılda
Para Piyasası
fonumuz sektör
ortalamasının
üzerinde getiri
sağlamıştır.

Son 3 Yıl - 30.11.2022 - 30.11.2025



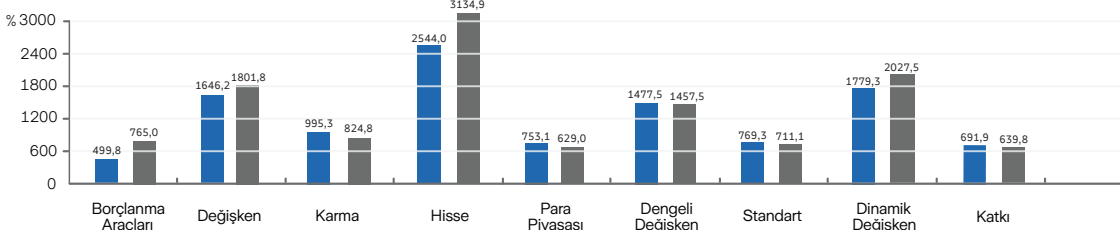
Son 3 yılda
Altın
fonumuz sektör
ortalamasının
üzerinde getiri
sağlamıştır.

Son 5 Yıl - 30.11.2020 - 30.11.2025



Son 5 yılda
Karma
fonumuz
benchmark
getirisinin
üzerinde getiri
sağlamıştır.

Son 10 Yıl - 30.11.2015 - 30.11.2025



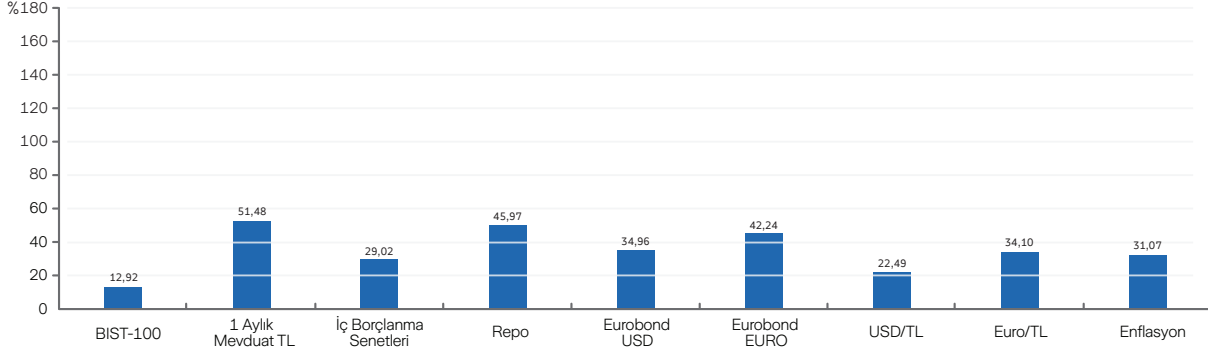
Son 10 yılda
Katkı
fonumuz sektör
ortalamasının
üzerinde getiri
sağlamıştır.

*IEK, IEA ve NHN Fonların EGM Kıyas Grubu bulunmamaktadır. Bu fonlar için Benchmark getirileri kullanılmıştır.

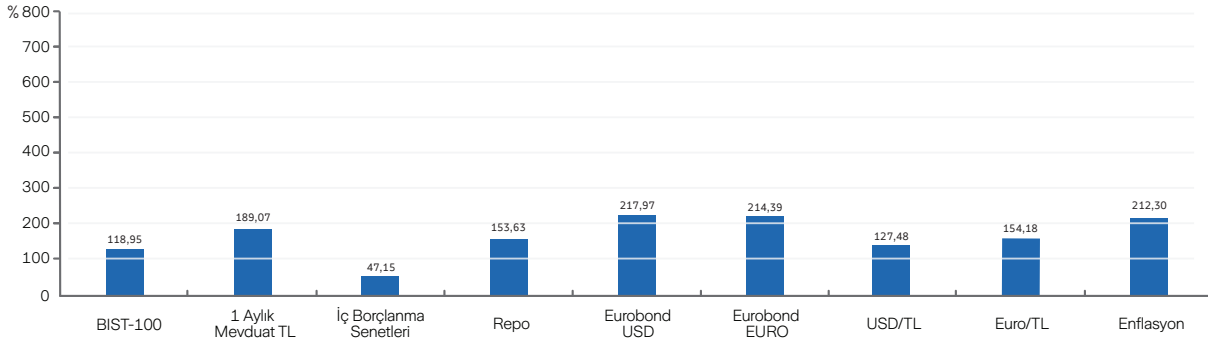
*NHN Fon yatırım stratejisi 02.01.2024 tarihi itibarıyla değişmiş olup EGM Kıyas Grubundan çıkmıştır. Fonun güncel yatırım stratejisine göre 1 yıldan uzun süre geçmediği için son 1 yıla ait getiri tablosu dışında diğer tablolarda verisi bulunmamaktadır.

Alternatif Yatırım Araçlarının Getirisi

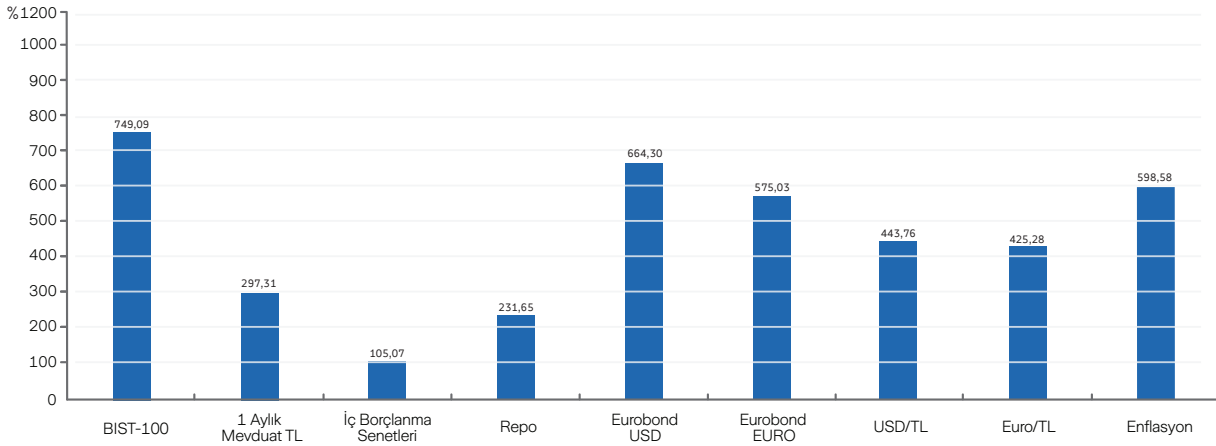
Son 1 Yıl - 30.11.2024 - 30.11.2025



Son 3 Yıl - 30.11.2022 - 30.11.2025



Son 5 Yıl - 30.11.2020 - 30.11.2025



Son 10 Yıl - 30.11.2015 - 30.11.2025

