

## Küresel Piyasalardaki Temel Soru; Majör Merkez Bankaları Faiz İndirimlerine Ne Zaman Başlar?

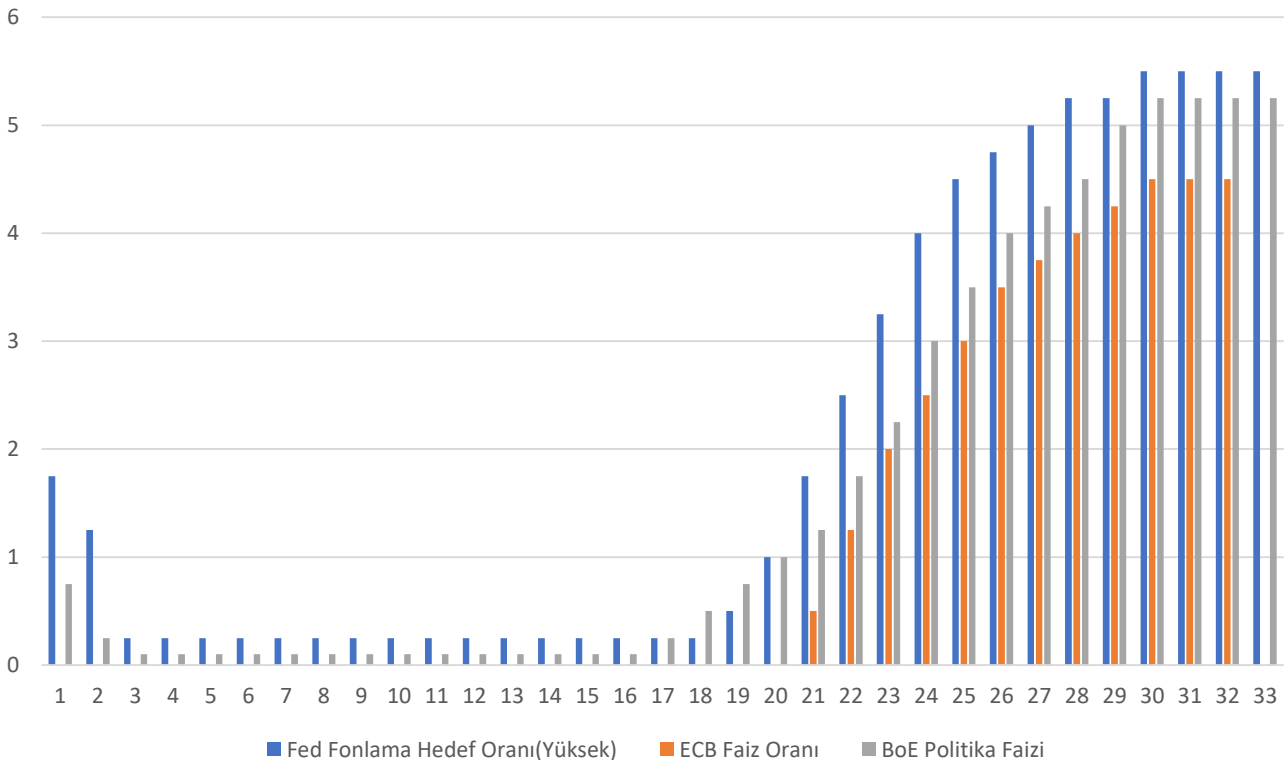
2023 yılının büyük bölümünde küresel piyasalar üzerinde baskı oluşturan majör merkez bankalarının sıkılaştırma adımları, yılın son aylarında ise faiz artırımlarının durması ile piyasalara ve zorlu süreçlerden geçen ekonomilere umut ışığı oldu. Azalan enflasyon oranları ve küresel ekonomik faaliyete dair yavaşlama emareleri, daha fazla faiz artırımını konusunda merkez bankalarının elini kolunu bağlarken; şu sıralar ise “Merkez bankaları faiz indirimlerine ne zaman başlar?” sorusunun cevabı aranıyor.

Yapılan son para politikası toplantılarını hatırlayacak olursak; Fed(ABD Merkez Bankası), faiz medyanlarını aşağı yönlü revize etmiş ve piyasalara 2024 yılında 75 Bp. Faiz indirimi yapacağını sinyali vermişti(ki, piyasalar 2024 yılı için daha fazla faiz indirimini fiyatlamalarına almış durumda). ECB(Avrupa Merkez Bankası) faiz oranlarını sabit bırakırken, bilançosunu daha hızlı bir şekilde küçültmeye karar verdiğini duyurdu. BoE(İngiltere Merkez Bankası) tarafında ise; yine faizler sabit kalmasına karşın, Mali Politika Komitesi’ndeki 9 üyeden 3’ünün faiz artırımını yapılması yönünde oy kullanması dikkat çekti. Ancak, ülkede açıklanan Kasım ayı enflasyon oranlarındaki düşüş sonrasında; BoE için de faiz indirim süreci radara girmiş gibi duruyor.

Öte yandan, 3 majör merkez bankasının faiz indirimleri beklenirken; ultra gevşek para politikası izleyen BoJ(Japonya Merkez Bankası) için ise, zaman zaman faiz artırımına gidilebileceğine dair spekülasyonlar görülmektedir. Ancak, orada da son yapılan toplantıda: mevcut politikanın devam edeceği belirtilirken, ülkenin enflasyon oranının da düşmesi piyasaları rahatlatıyor.

Majör merkez bankalarına yönelik bu genişlemeci politika beklentilerine karşın; sürecin belirleyicisinin enflasyon oranlarının seyri olacağını da hatırlatalım. Dolayısıyla, sene içerisinde enflasyon oranlarında her hangi bir sebeple ortaya çıkabilecek yukarı yönlü seyir; faiz indirim beklentilerini törpüleyebilir veya faiz indirimlerini sınırlı ve geçici tutabilir.

### Fed-ECB-BoE Faiz Oranları



Kaynak Fed, ECB, BoE

## Jeopolitik Risklerin Durumu ve Büyüme Endişeleri de 2024'de Gündemi Meşgul Edecek!

2022 yılı Şubat ayı sonuna doğru Rusya'nın, Ukrayna'daki bazı bölgelere askeri hareket başlatması ile jeopolitik risklerde artış görülmüş ve sonrasındaki süreçte; Dünya'nın enerji devlerinden birisi olan Rusya'ya uygulanan yaptırımların, Rusya tarafından gelen karşı uygulamaları(dost olmayan ülkelerin enerji alımlarında Ruble ile ödeme yapmasının istenmesi ve ihracattaki sınırlamalar) ile küresel ekonomi üzerinde de kaçınılmaz negatif sonuçları olmuştu. Özellikle de, Almanya başta olmak üzere Avrupa ekonomisi Rus gazına yüksek bağımlılığın faturasını öderken, ABD ekonomisi ise zaten zayıf olan Rus ilişkileri nedeniyle en az etkilenen ekonomilerden birisi oldu. Rusya cephesinden baktığımızda ise; Avrupa'nın oluşturduğu boşluk, Hindistan ve Çin gibi devasa ekonomilerin talebi ile büyük oranda doldu.

Senenin sonuna doğru ise, yeni bir jeopolitik risk artışına şahit olduk. Zaten kangren konumunda olan İsrail-Filistin ilişkileri, 7 Ekim günü Hamas'ın gerçekleştirdiği saldırı ile tamamen koptu. İsrail'in, Gazze başta olmak üzere düzenlediği saldırılar ise artık batılı güçler tarafından dahi tepki çekerken; bu jeopolitik riskin etkileri ise daha çok dolaylı olarak kendisini göstermekte. Şöyle ki, gerek İsrail, gerekse de Filistin'in Dünya ekonomisi üzerindeki etkileri sınırlı olmakla birlikte; son haftalarda İsrail'in saldırılarına tepki olarak Yemenli Husi askerlerin Kızıldeniz'den geçen gemileri hedef alması sonrasında, gemi trafiğinde sıkıntılar baş gösterdi ve deniz ticaretinde rotaların uzamasıyla da navlun fiyatlarında hızlı artışlar ortaya çıktı.

2024 yılında da, jeopolitik meseleleri takipte olacağız. Şayet, riskler hafifleyecek olursa; küresel ekonomi açısından pozitif etkilerini görebiliriz. Diğer yandan, gerek mevcut jeopolitik risklerde görülebilecek artışlar, gerekse de yeni jeopolitik risklerin ortaya çıkması gibi durumlarda ise; küresel ekonomi üzerindeki aşağı yönlü baskılar devam edebilir.

## ABD Başkanlık Seçimleri de, İleriye Dönük Yeni Bir Katalizör Olacak!

2024 yılının Kasım ayında yapılacak olan ABD seçimleri de piyasalar açısından hayli kritik olacak. Öyle ki, özellikle Başkanlık seçimini kazanacak kişinin uygulayacağı politikalar Dünya ekonomisini de yakından ilgilendireceği için; sene içerisinde başkan adaylarının belirlenmesi ve seçimler öncesinde gelecek anket sonuçları ile de piyasalarda oynaklıklar görülebilir.

Demokrat Partili mevcut Başkan Joe Biden'ın seçimlere katılmaması veya aday olup kazanamaması durumunda; yeni gelecek başkanın ABD'nin ticaret ortaklarına bakış açısı ve jeopolitik risklere vereceği reaksiyon önem arz edecek. Hatırlayacak olursak; 2016 Başkanlık seçimini kazanan Cumhuriyetçi Parti mensubu Donald Trump, Dünya'nın ikinci büyük Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'sına sahip Çin'e karşı açtığı Ticaret Savaşı ile piyasalar üzerinde oldukça yüksek oynaklığa neden olmuştu. Yine, ABD içerisindeki siyasi tansiyonun artması da(Başkan'ın azil edilmesine yönelik Kongre süreçleri, Federal hükümetin kapatılması ve son olarak 6 Ocak 2020 Kongre baskını) piyasalara etki etmişti. Mevcut Başkan Joe Biden döneminde ise; jeopolitik risklerdeki artışlar ön plana çıktı.

Diğer yandan, 2024 yılında ABD seçimlerinin yanı sıra izlenmesi gereken başka önemli seçimler de var.

- ✓ Tayvan seçimleri(ABD ve Çin ilişkilerini etkileyebilecek bir seçim),
- ✓ Rusya seçimleri(Putin'in alacağı oy bir nevi güven oylaması olacağı için yakından izlenmeli),
- ✓ Hindistan seçimleri(Ülkenin, Dünya'nın parlayan yıldızı olma yolunda ilerlemesi nedeniyle dikkatle takip edeceğiz),
- ✓ Avrupa Parlamentosu seçimleri de; Avrupa'da aşırı sağın yükselişi devam edecek mi?, Avrupa Birliği'nin genişlemesi devam edecek mi? gibi soruların cevabı açısından kritik olacak.

**Küresel Ekonomi ve Piyasalara Dair Senaryolarımız ve Bu Senaryolar Çerçevesindeki Projeksiyonlarımız;**

Küresel ekonomi, 2023 yılını majör merkez bankalarının para politikaları ve jeopolitik risklerin gölgesinde geçirdi. Fed 1,0 puan, ECB 2,0 puan ve BoE 1,75 Puan faiz artırımını yaptı. Yılın sonuna doğru faiz artırımlarının durdurulması ve hatta faiz indirimlerinin konuşulur olması önemliydi. Diğer yandan, 2 seneye yakın süredir devam eden Rusya-Ukrayna savaşına ilaveten İsrail-Filistin arasında yeni bir jeopolitik riskin ortaya çıkması ile küresel ekonomiye dair belirsizlik artış gösterdi.

Dünya'nın en büyük ikinci GSYİH'sına sahip Çin ise; yine konut sektörüne dair ortaya çıkan risklerle boğuşurken, zaman zaman ABD ile çip savaşlarına girilmesi ve Uzakdoğu'da artan gerginlikler de takibimizdeydi.

YATIRIM ARACI	2022 SONU KAPANIŞ FİYATI	2023 SONU KAPANIŞ FİYATI	GETİRİ (%)	2024 YILI EN YÜKSEK ÖNGÖRÜMÜZ	2024 YILI EN DÜŞÜK ÖNGÖRÜMÜZ
S&P500	3839.50	4769.83	24.23	5750.00	4380.00
EURUSD	1.0699	1.1103	3.78	1.2200	1.0940
GBPUSD	1.21	1.2731	5.24	1.4050	1.2450
Ons Altın(USD)	1823.92	2062.97	13.11	2600.00	1915.00
Brent Petrol(USD)	85.95	77.04	-10.37	96.50	68.00
ABD 10 Yıllık Tahvil Faizi	3.88%	3.86%	*	4.35%	3.15%

VERİ	2022 SONU	2023 SONU	FARK	2024 SONU ÖNGÖRÜMÜZ	FARK
ABD Çekirdek PCE	4.40%	3.10%	-1.30 Puan*	2.60%	-0.50 Puan
Euro Bölgesi Çekirdek TÜFE	5.20%	3.50%*	-1.70 Puan*	2.80%	-0.70 Puan
Fed Faiz Oranı	4.25%-4.50%	5.25%-5.50%	1.00 Puan	4.75%-5.00%	-0.50 Puan
ECB Faiz Oranı	2.50%	4.50%	2.00 Puan	4.00%	-0.50 Puan
BoE Faiz Oranı	3.50%	5.25%	1.75 Puan	4.50%	-0.75 Puan
ABD GSYİH Büyümesi	2.10%	2.70%*	0.60 Puan*	2.90%	0.20 Puan
Çin GSYİH Büyümesi	3.00%	5.10%*	2.10 Puan*	5.80%	0.70 Puan
Euro Bölgesi GSYİH Büy.	1.90%	0.50%*	-1.40 Puan*	0.90%	0.40 Puan

2024 yılında yine başrolde; majör merkez bankaları ve jeopolitik riskler olacak. Ülkelerin alacağı ekonomik tedbirlerle jeopolitik risklerin etkilerinin zamanla azalacağı varsayımı üzerinden bakarsak; küresel çapta asıl kritik konunun majör merkez bankalarının faiz indirimlerine başlama hikayesi olacağını düşünüyoruz. Faiz indirimleri konusunda ise, 2022 yılında olduğu gibi piyasa ve merkez bankaları arasındaki ayrışmalar devam edecek olursa; piyasalar üzerinde de yüksek oynaklık görülebilir. Biz de, 2024 yılına ilişkin küresel projeksiyonlarımızı; Baz senaryomuza Fed başta olmak üzere majör merkez bankalarının para politikası adımlarını koyarak yaptık. Ancak, piyasa beklentilerinin(zaman zaman 100 ila 150 Bp. Arasında değişen oranlarda faiz indirimi beklentilerini görüyoruz) aksine; Fed'in sadece 2 toplantıda 25'şer baz puan faiz indirmesini bekliyoruz. ECB(Avrupa Merkez Bankası) için de benzer bir öngörüye sahibiz. BoE(İngiltere Merkez Bankası)'nın ise 75 Bp. faiz indirebileceği kanaati çerindeyiz.

Enflasyon oranlarında 2023 yılındaki düşüşler kadar olmasa da ılımlı düşüşler bekliyoruz. Büyüme tarafında ise, haliyle artışlar öngörüyoruz. Yatırım araçları arasında Euro ve Pound'un ABD Doları'na karşı güçlenmesini ve güvenli liman varlığı olan Ons Altın'ın da aynı zamanda ABD tahvil faizlerinde oluşabilecek geri çekilmelerle de artış kaydedeceğini düşünmekteyiz.

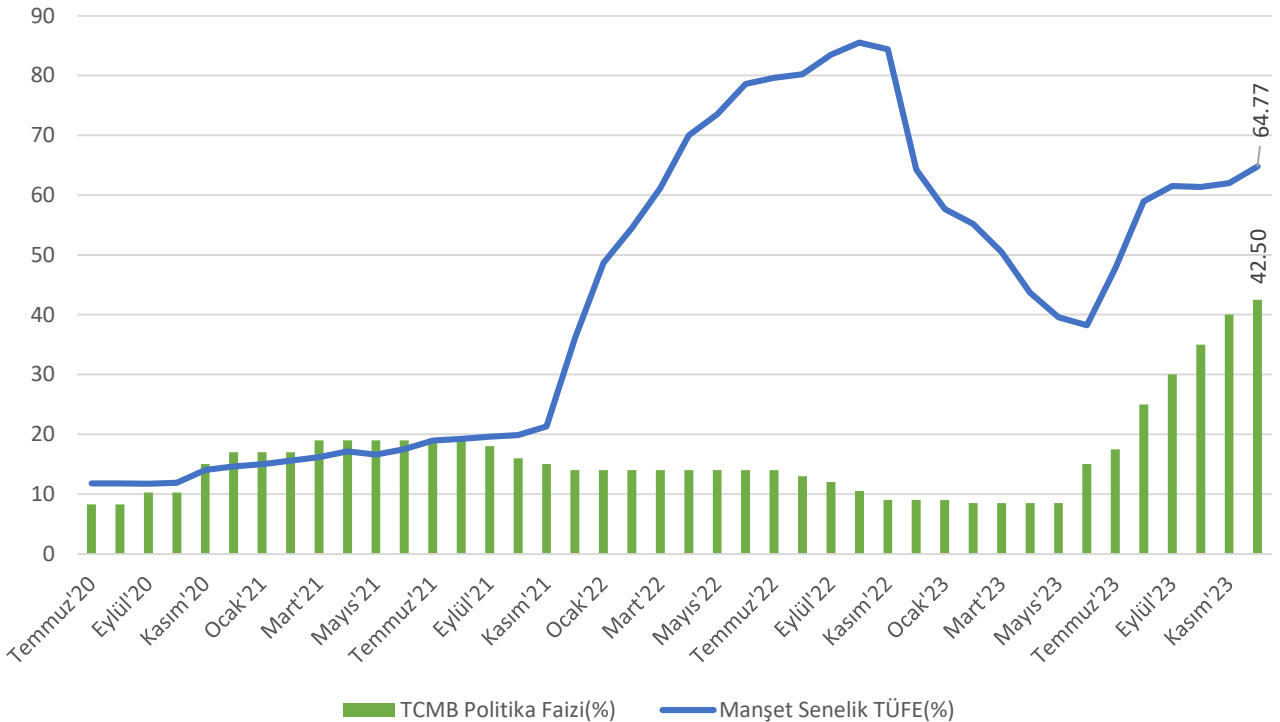
## TCMB, Faiz Artırım Döngüsünü Sonlandırma Sinyali Verdi!

2023 Mayıs ayında Türkiye’de yapılan genel seçimler sonrasında ekonomi yönetimi de değişmiş ve TCMB Başkanlığına da Hafize Gaye Erkan getirilmişti. Yeni ekonomi yönetimi, para politikasında Ortodoks politika setine geçerken, bu kapsamda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Haziran ayından itibaren yaptığı tüm Para Politikası Kurulu toplantısında faiz artırımını gördük. Mayıs ayında yüzde 8,50 düzeyinde yer alan Politika Faizi(1 Hafta Vadeli Repo İhale Oranı), sonrasında yapılan 7 toplantıda 3400 baz puan(34 puan) artırılarak yüzde 42,50 seviyesine geldi. TCMB’nin Kasım toplantısında bu faiz artırım döngüsünün sona yaklaştığına dair sinyal almıştık. Aralık ayındaki son toplantıdaki karar metninde de; faiz artırımlarının kısa sürede sonlandırılacağına öngörüldüğü açıklaması yer aldı. Mevcut görünümde 2024 yılının ilk toplantısında faiz artırımlarının sona ermesini bekliyoruz. Ancak, son PPK karar metninde de yer aldığı üzere; sıkı duruşun bir süre daha devam etmesini de öngörmekteyiz. Yine bu süreçte, TCMB’nin makroihtiyati tedbirleri de devam edebilir.

## Piyasalar, 2024 yılında Faiz İndirimine Odaklanacak!

2024 yılında majör merkez bankalarından faiz indirimi beklenirken, yurt içi piyasalar da TCMB’nin olası faiz indirimlerinin ne zaman başlayacağını merak etmekte. Bu sorunun cevabı enflasyon görünümünde saklı. Haziran ayında yüzde 38 seviyesine kadar gelen enflasyon oranı, yapılan vergi zamlarının da etkisiyle yükselişe geçti. Kasım sonu itibarıyla yüzde 61,98 düzeyindeki senelik manşet TÜFE, Aralık ayındaki yüzde 2,93’lük fiyat artışı ile senenin sonunu yüzde 64,77 seviyesinde noktaladı. OVP’de yüzde 33 olarak öngörülen 2024 yıl sonu TÜFE beklentisi ise; sonrasında açıklanan 2023/IV Enflasyon Raporu ile yüzde 36’ya revize edilmiş durumda. Ekonomi yönetimi, mevcut enflasyon rakamları yerine faiz politikasında ex-ante(beklenen) enflasyonu önemseyeceklerinin sinyalini vermişti. Dolayısıyla, 2024 sene sonuna doğru enflasyon oranlarının düşmesinin yanı sıra; 2025 yılı beklentilerinin(OVP’de yüzde 15,2) gerçekleşme ihtimali de faiz politikasında belirleyici olacaktır.

### Enflasyon ve Politika Faizi



Kaynak TCMB, TÜİK

## Son Haftalarda Borsa ve DİBS Tarafında Oluşan Yabancı İlgisi Devam Eder mi?

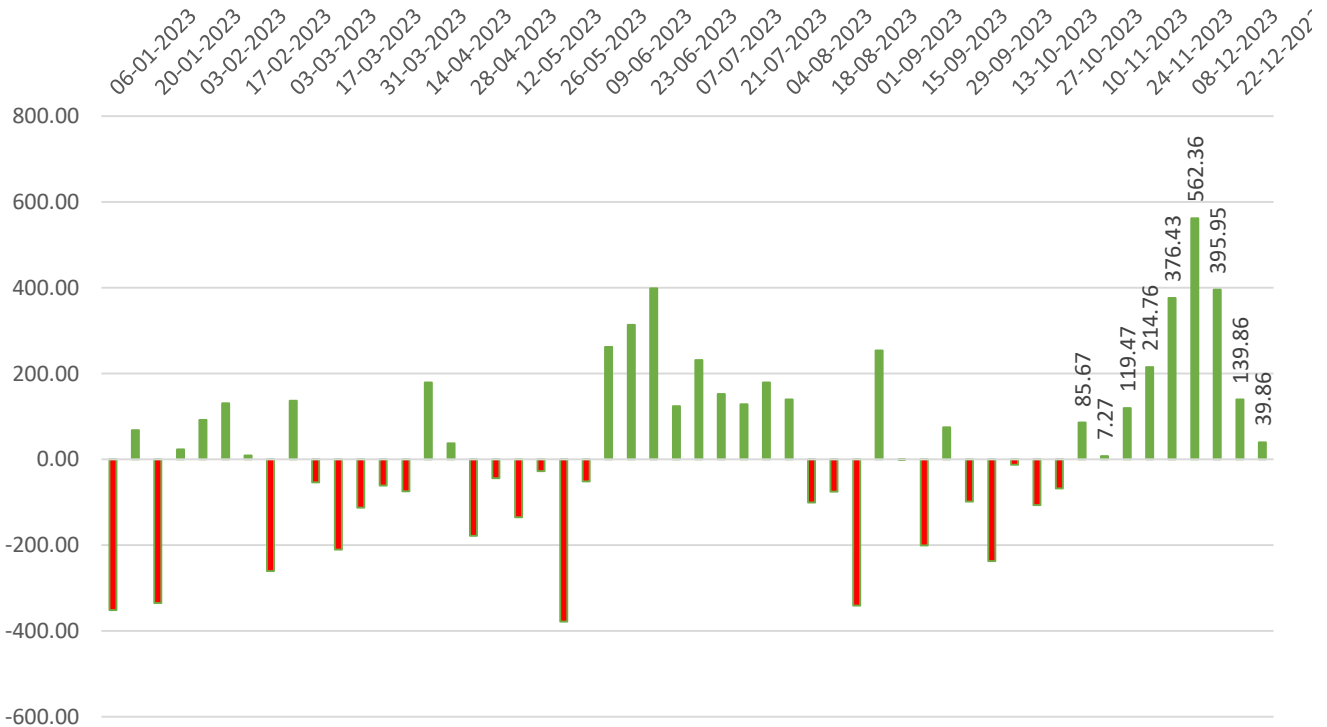
TCMB'nin yapmış olduğu faiz artırımları sonrasında, bankaların verdiği mevduat faizleri %50-%65 aralığına kadar tırmanırken, yine bankalara yönelik menkul kıymet zorunluluklarının kaldırılmaya başlanması ile Türkiye'nin tahvil faizlerinde de hızlı yükselişler ortaya çıkmıştı.

Artan faizler Mayıs sonuna doğru borsada başlayan rallinin devamını da riske sokmuş durumda. Öyle ki, artan mevduat faizleri; yatırımcı tarafında riskli varlıklara yatırım yapılmasını sorgulanır hale getirirken, yine Altın gibi alternatif yatırım araçlarının yükselmesi ile de Borsa İstanbul'da yaklaşık 3 aydır satış baskısı görmekteyiz. Buna karşın, TCMB'nin açıkladığı verilere göre; son 9 haftada yurt dışı yerleşiklerin(yabancı yatırımcı) borsadan hisse senedi aldığının ortaya çıkması ise, geleceğe yönelik umut veren bir unsur oldu. Yine, son haftalarda Devlet İç Borçlanma Senetlerine(DİBS) de yabancı ilgisi olduğunu görüyoruz.

Ancak, küresel tarafta majör merkez bankalarının da faiz indirecek olması; yabancı yatırımcının ilgisinin S&P500, Nasdaq, Dow Jones, DAX40, FTSE100 gibi önde gelen endeksler içerisinde yer alan şirketlerin hisselerine yatırım yapmalarına olanak sağlayabilir. Yine, çok dillendirmek istemese de; küresel çapta etkili olabilecek yeni risklerin-(jeopolitik, siyasi, ekonomik vb.) ortaya çıkması durumunda da, özellikle hisse senetlerine yatırım yapılması riskli bir hâl olacaktır.

Diğer yandan, SPK'nin 31.12.2023 dönemini kapsayan finansalların enflasyon muhasebesine tabi olacağını bildirmesi de düşünülürse; bir çok şirket zarar açıklayabilir veya düşük kâr açıklayabilir. Bu durum da, yabancı yatırımcının da çok sevdiği temettü gelirlerinin azalması, belki de bir çok hissede hiç olmaması anlamına gelir ki; bu açıdan 2024 yılının sadece yabancı yatırımcı açısından değil, yerli yatırımcı açısından da iyi geçmemeye riskini de dışlamıyoruz.

## Yurt Dışı Yerleşiklerin Hisse Senedi Net Değişimi



Kaynak TCMB

## Borsa 2024 Yılında Yeni Rekor Kırabilir mi?

Borsada Ekim ayı başından bu yana ortaya çıkan satış baskısı, 2024 yılına dair umutları da törpülemeye başladı. Diğer taraftan, majör merkez bankaları ve TCMB'nin 2024 yılında faiz indirimine gideceğine dair beklentiler ise; ileriye dönük olarak yeni bir ralli ihtimalini canlı tutuyor. Bu kapsamda, özellikle senenin ikinci yarısında yeni rekorlar kırılmasını ve sene sonuna doğru 5 haneli seviyelerin de test edilmesini bekliyoruz.

Ancak, öncelikle mevcut durumun borsada hangi şirketleri/sektörleri destekleyebileceğine, hangi şirketleri/sektörleri ise olumsuz etkileyebileceğine değinmekte fayda var. TCMB'nin faiz artırımlarından bazı sektörler pozitif nemalanırken, bazı sektörler ise ister istemez negatif yönde etkileniyor. Gelelim senenin ilk yarısında yüksek kalmasını beklediğimiz faizler nedeniyle pozitif etkilenmesi muhtemel sektörler;

- ✓ Yüksek faiz ortamında artan kredi faiz oranları, faaliyet kolu kapsamında kredi veren durumda olan; **"Bankalar"**, **"Aracı Kurumlar"**, **"Finansal Kiralama-Factoring"** şirketlerinin faiz gelirlerini olumlu yönde etkilemekte. Elbette, bu şirketlerin fonlama maliyetleri de olumsuz yönde etkileniyor. Ancak, yüksek enflasyon ortamlarında, beklenen faiz artırımlarının da etkisiyle kredi kâr marjlarının yükseldiği de bilinen bir gerçek. Keza, yüksek enflasyon kaynaklı olarak bankaların TÜFE'ye endeksli tahvillerden gelir yazdığını da hatırlatalım.
- ✓ Yine, artan TL mevduat faizleri nedeniyle; birikimlerini yüksek oranda TL mevduatta bulunduran **"Sigorta"** şirketleri de bu süreçte kârlılıklarını artıracak gibi gözüküyor.

Artan faizlerin olumsuz etkilediği sektörlerin başında ise; reel kesim(**"Sınai"**) gelmekte. Elbette, "Sınai"nin alt kolları içerisinde yer alan ve likidite sıkışıklığını derinden hisseden bir çok sektör/şirket var. Yine, **"Otomotiv"** ve **"İnşaat"** gibi bazı sektörler ise; nihai tüketicinin kredi koşullarındaki olumsuzluklardan negatif yönde etkilenen sektörler olarak ön plana çıkmakta. Burada, kredi kullanmasına çok sıkıntı olmayan ihracatçı şirketler ve nakit pozisyonu yüksek şirketlere de bir parantez açmakta fayda var. Öyle ki, bu tip yüksek faiz ortamlarında likidite bulmak zorlaşmakta. Kredi kullanabilen veya yüksek nakit pozisyonu ile tabiri caizse "kendi yağında kavranan şirketler" ise; bu süreci en azından sorunsuz veya en az hasarla atlatabilme olanağına sahip.

Senenin ikinci yarısında ise; resim tamamen değişebilir. Senenin sonuna doğru TCMB'den beklenen faiz indirimleri ile faiz geliri elde eden; **"Bankalar"**, **"Aracı Kurumlar"** ve **"Finansal Kiralama-Factoring"** şirketlerinin kâr marjları olumsuz yönde etkilenmeye başlayabilir(Borsada ralli oluşması ve yatırımcı sayısında artış halinde; Aracı Kurumlar pozitif etkilenebilir de). Faize duyarlı iş yapan ve faiz indirimlerinin talebi artırabileceği **"Otomotiv"** ve **"İnşaat"** sektörleri ise pozitif etkilenebilecek sektörlerin başında gelmekte. Yine, kredi genişlemesi ve kredi faizlerinde beklenen düşüşle birlikte; **"Sınai"** sektörü şirketleri de yeniden pozitif yönde etkilenebilir.

İyimserlik beklediğimiz diğer sektörler ise;

- ✓ Senenin ilk yarısında; Gıda enflasyonunun yüksek seyretmesi beklentisi ile senenin ilk çeyreğinde **"Perakende"** ve **"Yiyecek-İçecek"** sektörlerindeki şirketlerinin nakit akışları yine güçlü kalabilir. Asgari ücret zammının bir defalık yapılacak olması da bu şirketler için görece pozitif bir diğer etken. Ancak, enflasyon oranları kontrol altına alınmaya başlarsa; bu sektörlerin marjları da olumsuz yönde etkilenebilir.
- ✓ **"İletişim"** sektörü de yeni abone kazanımı ve yeni kontratlardaki korunaklı enflasyon fiyatlamasının etkisi ile güçlü nakit akışı yaratabilir.
- ✓ **"Ulaştırma"** sektöründe –uçuşları olumsuz etkileyecek çok büyük bir risk ortaya çıkmazsa- 2024 yılında iyi bir performans bekliyoruz.
- ✓ Eğer küresel ekonomide işler yolunda gidecekse veya içeride kentsel dönüşüme hız verilecekse; **"İnşaat"**, **"Çimento"** ve **"Demir-Çelik"** sektörlerinde de iyimserlik bekleyebiliriz.

**Türkiye Ekonomisi ve İç Piyasalara Dair Senaryolarımız ve Projeksiyonlarımız;**

Küresel ekonomide majör merkez bankalarından beklenen genişlemeci adımlar, Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan piyasalar açısından pozitif bir unsur. Diğer yandan, enflasyonla mücadele konusunda henüz kesin bir sonuca ulaşılamamış olması; Türkiye ekonomisi ve TL varlıklarına dair belirsizlik bulutlarının kalkmasını şu ortamda öteliyor. İlerleyen aylarda TCMB'nin öngördüğü şekilde (ki, TCMB'nin öngörüsü yılın ikinci yarısından itibaren dezenflasyon sürecinin başlaması yönünde) enflasyonla mücadelede başarılı olunması halinde; TL varlıklarına da güven aşılanacaktır. Ancak, bu sürece kadar; özellikle kurlarda TL üzerindeki baskı devam edebilir.

YATIRIM ARACI	2022 SONU KAPANIŞ FİYATI	2023 SONU KAPANIŞ FİYATI	2023 GETİRİSİ (%)	2024 YILI EN YÜKSEK ÖNGÖRÜMÜZ	2024 YILI EN DÜŞÜK ÖNGÖRÜMÜZ
BİST100	5509.16	7470.18	35.60	10800.00	6400.00
DolarTL	18.71	29.47	57.51	41.00	27.80
EuroTL	20.02	32.74	63.54	50.00	31.00
GramAltınTL	1097.13	1962.65	78.89	2950.00	1773.00
Mevduat Faizi*	*	*	*	70.00%	44.00%

VERİ	2022 SONU	2023 SONU	FARK	2024 SONU ÖNGÖRÜMÜZ	FARK
Senelik Manşet Enflasyon	64.27%	64.77%	0.50 Puan	42.00%	-22.77 Puan
TCMB Politika Faizi	9.00%	42.50%	33.50 Puan	30.00%	-12.50 Puan
Cari İşlemler Dengesi	-49.086 Milyar USD	-42,750 Milyar USD**	+6.336 Milyar USD**	-36.500 Milyar USD	+6.250 Milyar USD
GSYİH Büyümesi(%)	5.50%	4.50%**	-1.00 Puan	3.80%	-0.70 Puan

**Veriler cephesinde;**

- ✓ 2023 yılı GSYİH büyümesinin %4,5 ve 2024 yılı GSYİH büyümesinin de 3,8 oranında gerçekleşmesini,
- ✓ 2023 yıl sonu Cari İşlemler Dengesi'nde 42 Milyar 750 Milyon Dolar ve 2024 yıl sonu Cari İşlemler Dengesi'nde de 36 Milyar 500 Milyon Dolar açık verilmesini,
- ✓ 2024 yıl sonu manşet enflasyonunun (TÜFE) yüzde 42,00 düzeyinde olmasını ve
- ✓ 2024 yıl sonu TCMB Politika Faizi (1 Hafta Vadeli ; Repo İhale Faizi)'nin yüzde 30,00 düzeyinde şekil bulmasını öngörüyoruz.

**Yatırım Aracı Bazında;**

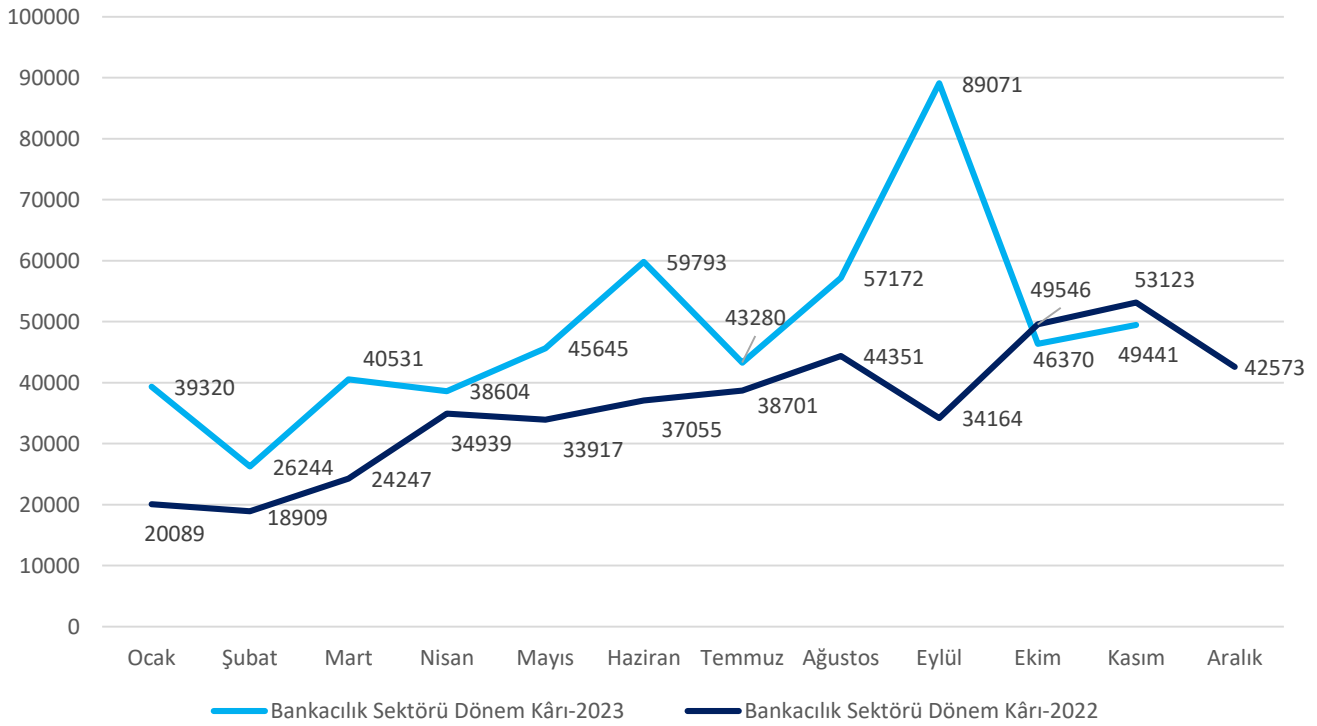
- ✓ Borsa İstanbul Ulusal 100 Endeksi'nin sene içerisinde maksimum 10.800 seviyesine çıkmasını,
- ✓ Dolar kurunun 41,00 TL ve Euro kurunun 50,00 TL (EURUSD paritesini 1,2200 olarak baz aldık) seviyelerine ulaşmasını,
- ✓ TL bazında Gram Altın'ın 2.950 TL seviyesine gelmesini,
- ✓ Banka mevduat faizleri için ortalama olarak en yüksek görülebilecek seviyenin ise %70,00 olmasını öngörüyoruz.

Türkiye ekonomisi ve iç piyasalara dair öngörülerimizde; iç tarafta para politikası ve enflasyona dair beklentilerimiz önemli yer tutmuştur. 2024 yılında enflasyonla mücadelede; Temmuz ayından itibaren baz etkisi avantajının büyük oranda senelik rakamları belirlemesini öngörüyoruz.

## Bankacılık Sektörü

2021 Eylül ayından 2023 Haziran ayına kadar TCMB'nin uyguladığı genişlemeci politika ve bankalara TCMB tarafından getirilen regülasyonlar; sektörün kredi-fonlama(kredi/mevduat) makasını azaltarak kârlılığı baskılamıştı. Haziran ayından itibaren başlayan faiz artırımları ile bir ara makaslarda hızlı artışlar görüldü. Ancak, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinde de süregelen artış ve Türk Lirası'nı özendirici politikaların etkisiyle mevduat faizlerinde görülen hızlı artışlarla; son iki ayda marjların yine baskı altına girdiğini görmekteyiz.

### Bankacılık Sektörü Kârları



Kaynak BDDK

2024 yılında, merkez bankasının(TCMB) faiz indirimlerine gidecek olması fonlama maliyetlerinin azalması açısından olumlu. Yine, Türkiye'nin kredi notu ve görünümde daha fazla beklenen iyileşme ve majör merkez bankalarının faiz indirimleri ile kredi risk swapımızda(CDS) daha düşük seviyelerin görülmesi ihtimali de bankaların yurt dışı borçlanma maliyetlerini düşürerek kârlılığı yükseltebilir.

Diğer taraftan, sektörün enflasyon muhasebesi uygulamasının dışında tutulacak olması ve kurumlar vergisinde yapılan artışlar ise; sektör açısından negatif unsurlar olarak karşımıza çıkmakta. Yine, senenin ikinci yarısında düşmesi beklenen kredi faizlerinin ve enflasyonun(enflasyona endekli tahvillerde daha düşük faiz alacakları için) kâr marjlarını baskılaması da büyük olasılık.

Özetle, bankacılık için sene içerisinde siyah ile beyaz arasındaki fark kadar birbirine zıt bir çok unsuru takip edeceğiz. Ortaya çıkacak marjların durumu; sektörün gidişatına dair sinyaller üretecek olsa da, bu durum süreklilik arz etmeyebilir.



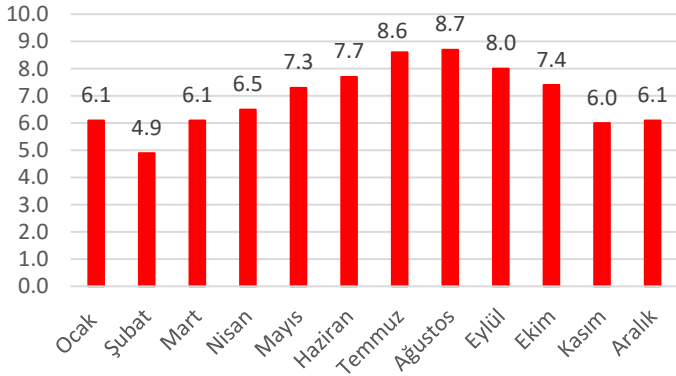
## Ulaştırma Sektörü

Türkiye'nin bayrak taşıyıcı firması Türk Hava Yolları ve Türkiye'nin en büyük özel hava yolu şirketi Pegasus, 2023 yılında genel olarak verimli bir seneyi geride bıraktılar.

Turizm sezonunun sona ermesi ile yılın 4.Çeyreğinde düşük sezon etkisi hissedilmeye başlanırken, yüksek sezon etkisinin hissedilmeye başlanacağı 2024 yılının 2.Çeyreğinden itibaren ise; jeopolitik risk, salgın vb. çok büyük bir olumsuzluk olmaması durumunda oldukça iyi sonuçlar gelebileceğini öngörmekteyiz.

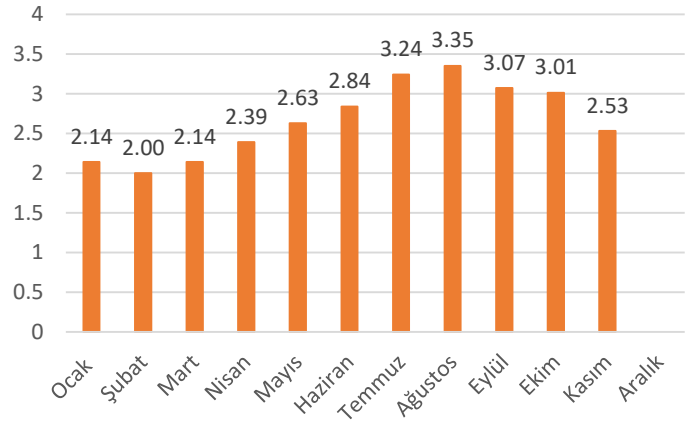
Jeopolitik risk artışları gibi uçuşları olumsuz etkileyebilecek yeni gelişmelerin ortaya çıkması halinde ise; operasyonel sonuçlarda zayıflamalar ortaya çıkabileceğini ve ileriye dönük beklentilerde bozulmalar olabileceğini de belirtelim.

### Türk Hava Yolları Yolcu Sayıları(Milyon)



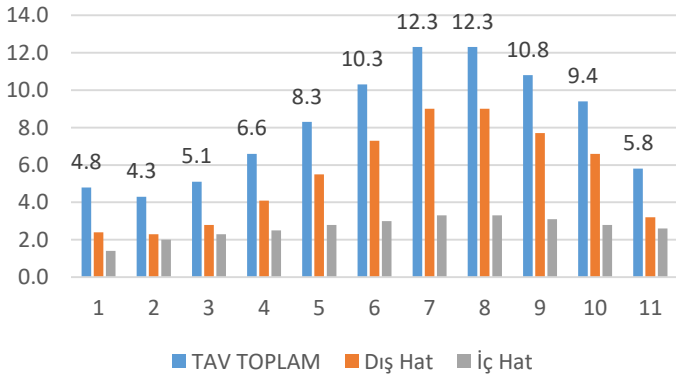
Kaynak Türk Hava Yolları

### Pegasus Yolcu Sayıları (Milyon)



Kaynak Pegasus

### TAVHL Yolcu Hizmet Sayıları (Milyon)



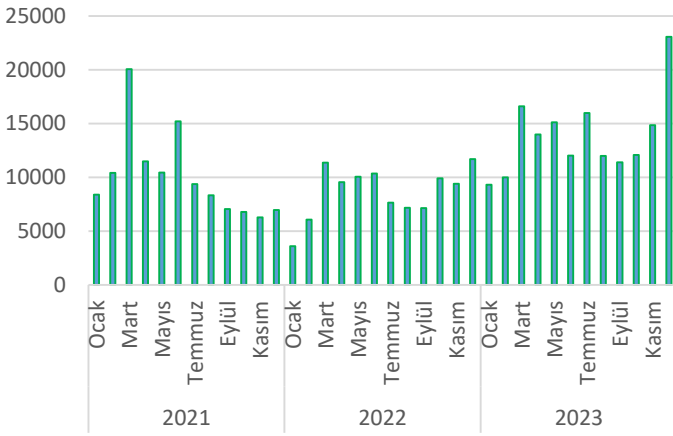
Kaynak TAV Havalimanları

6 tanesi yurt dışında olmak üzere, 11 havalimanında faaliyet gösteren Tav Havalimanları'nın da; 2023 yılını, önceki yıla nazaran iyi sonuçlarla kapatacağını söyleyebiliriz. Pandemi öncesindeki yıl olan ve bu yüzden sektörde karşılaştırmalara konu edilen 2019 yılına göre kıyas yaptığımızda ise; Almatı başta olmak üzere yurt dışı destinasyonların genel olarak iyi sonuçlar elde etmesine karşın, yurt içi destinasyonlarda ise halen 2019 yılının gerisinde kalan rakamlar ortaya çıkmakta. Dolayısıyla 2024 yılı bu anlamda da kritik olacak.

## Otomotiv Sektörü

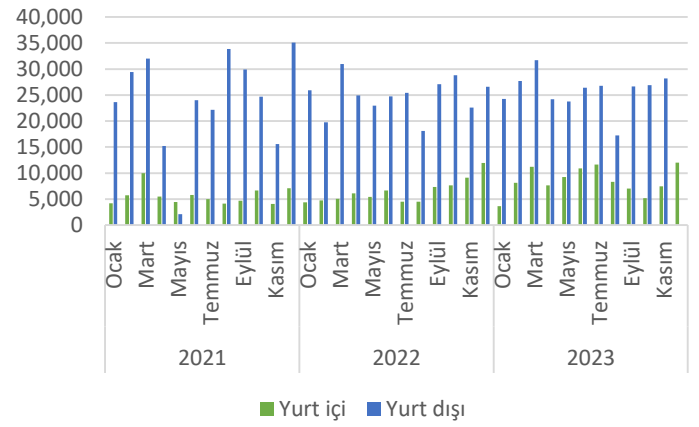
Otomotiv sektöründe, genel seçimler öncesinde uygulanan genişlemeci politikaların gerek kredi faiz oranlarını görece çok daha düşük seviyede tutması, gerekse de enflasyon oranlarındaki yükselişin alternatif yatırım fırsatı olarak sektörü de ön plana çıkartması ile iyi satış adetlerine ulaşıldı. Son aylarda yurt içi satış adetlerinde dalgalı seyir göze çarpsa da, yine de geçtiğimiz yılının üzerinde satış adetleri görmekteyiz. Özellikle de Aralık ayı satış rakamları; yapılan kampanyalar ve Ocak ayındaki vergi, resim, harç zamlarından etkilenmek istemeyen kişi ve kurumların talebi ile ekstrem boyutta oldu ve senenin tamamında toplam pazarda ulaşılan 1 Milyon 232 Binlik rakamla da Cumhuriyet tarihinin araç satış rekoru kırıldı. Sektörün yurt dışı satış(ihracat) bacağına ise, marka bazında karışık sinyaller alıyoruz. Tofaş'ın satışlarında önceki yılın göre bariz düşüş(üretimi İspanya'ya geçen Doblo etkisi var) gözlemlenirken, FROTO'nun ihracatı ise ticari araç talebinin canlılığı ile istikrarlı görünüm çizdi.

### DOAS Yurt İçi Satış Rakamları



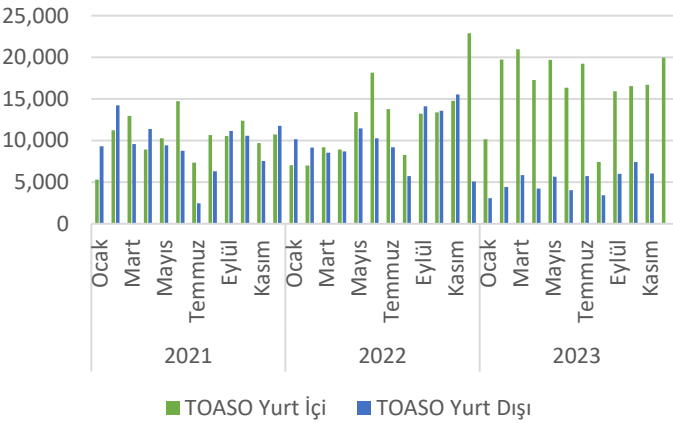
Kaynak ODMD

### FROTO Satış Rakamları



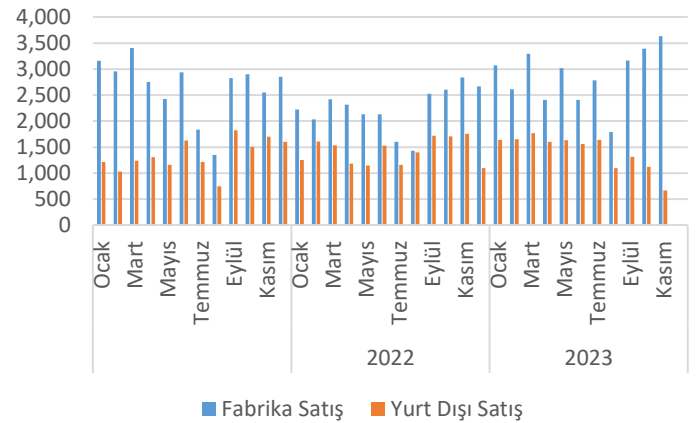
Kaynak ODMD, OSD

### TOASO Satış Adetleri



Kaynak ODMD, OSD

### TTRAK Satış Rakamları



Kaynak Türk Traktör, OSD

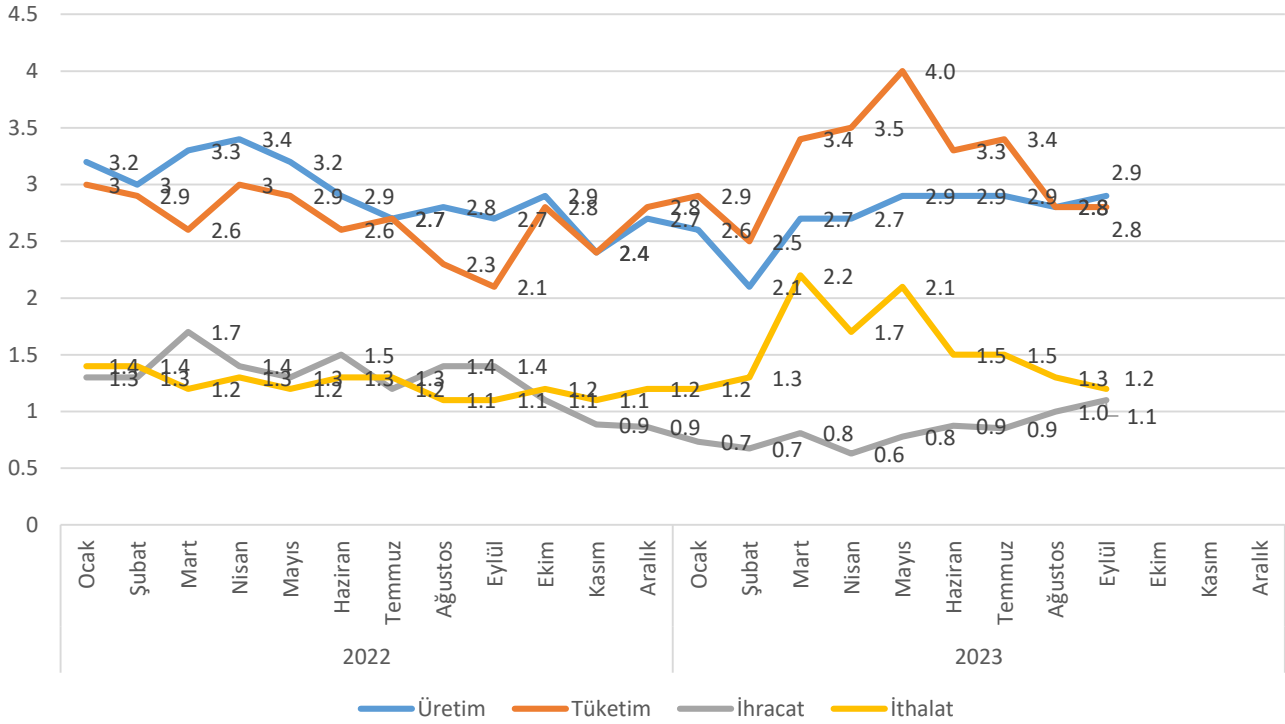
İç pazara ithal araç getiren DOAS'ın satışları da, son aylarda benzer bir tabloya işaret ederken; iç Traktör pazarında zirvede yer alan Türk Traktör'ün dış satışlarında da son aylarda görülen bozulma dikkat çekmekte.

2024 yılının ilk yarısında pazarda sıkıntılar olabileceğini, ancak TCMB ve diğer merkez bankalarından beklenen faiz indirimlerinin etkisiyle senenin ikinci yarısında operasyonel sonuçların iyi geleceğini düşünmekteyiz.

## Demir-Çelik Sektörü

Demir Çelik sektörü, Çin konut sektöründeki zayıflık gibi önemli nedenlerin marjları baskı altına alması ile 2023 yılında zor bir dönem geçirdi. Son günlerde ise, Çin'de azalan mevduat faizleri ile devreye alınması beklenen konut sübvansiyonları ve yine majör merkez bankalarının 2024 yılında faiz indireceğine dair beklentilerin fiyatlamaları etkilemesiyle HRC(Haddelenmiş Sıcak Rulo Sac) fiyatlarında hızlı yükselişler görmekteyiz. Maliyet kalemi olarak takip ettiğimiz Demir Cevheri fiyatlarındaki artışlar da fiziki Çelik talebinin artmasına bir işaret olarak karşımıza çıkmakta.

## Çelik İstatistikleri(Milyon Ton)



Kaynak: TÇÜD

2024 yılında sektörün belirleyicileri;

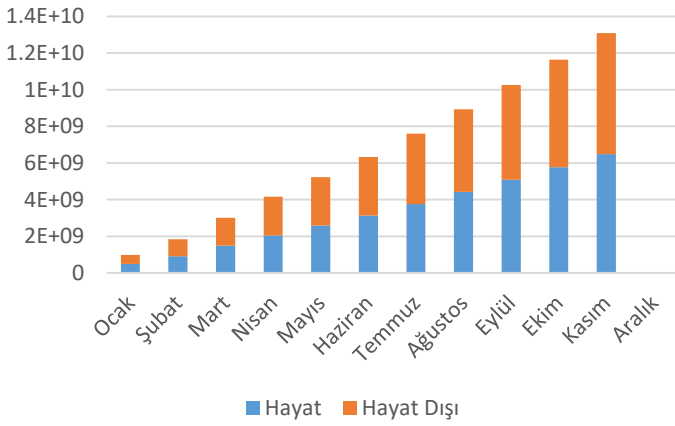
- ✓ En büyük üretici ve tüketici konumundaki Çin ekonomisinin(başta Konut Sektörü olmak üzere) durumu,
- ✓ İç ve dış piyasalardaki anti-damping uygulamaları,
- ✓ Yurt içinde konut ve inşaat piyasasının durumu olacak.

Bu minvalde; iç tarafta kentsel dönüşüme dair beklentiler sektör için olumlu fiyatlamaları devam ettirebilir. Çin ekonomisine dair beklentiler ise, ekonomik verilerle desteklenmeye muhtaç durumda olduğu için; önümüzdeki aylarda ülkeden gelecek veriler kritik olacak. Anti-damping konusunda ise; zaman zaman iç tarafta Çin çeliğine dair uygulamaya alınan anti-damping kısıtları pozitif olmakla birlikte, dış piyasada Türk çeliğine dair uygulamaları da takipte olalım. Öyle ki, ABD'nin önceki yıllarda Türk çeliğine dair uyguladığı vergilere ilişkin Dünya Ticaret Örgütü nezdindeki girişimlerimizin başarısız olması, geçtiğimiz haftalarda moralleri bozmuştu.

## Sigortacılık Sektörü

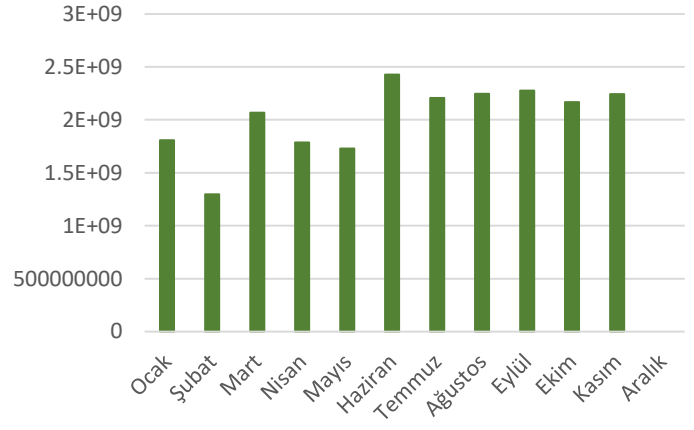
2023 yılında, sigorta sektöründe prim üretimi bir çok şirkette artarak devam etti. Özellikle de, 6 Şubat tarihinde Kahramanmaraş merkezli büyük depremlerin yaşanması; maddi kayıpların karşılanması noktasında sigorta sektörünün önemini artırdı. Ayrıca, bu sektörün birikimlerini TL mevduatta değerlendiriyor oluşu da; artan mevduat faizlerin etkisiyle şirket kârlılıklarına olumlu katkı sundu.

### AGESA Prim Üretimi



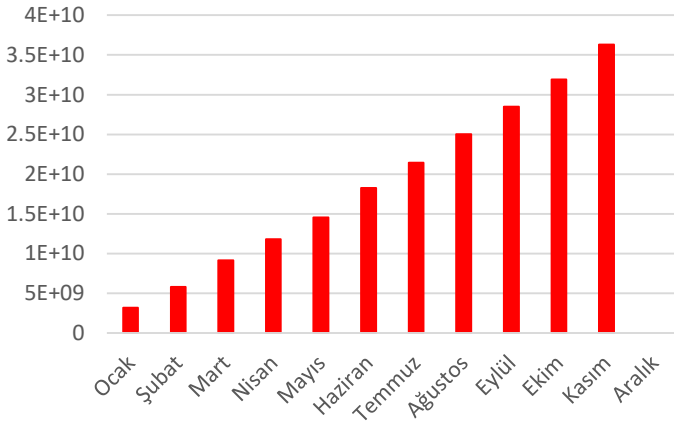
Kaynak AGESA

### AKGRT Prim Üretimi



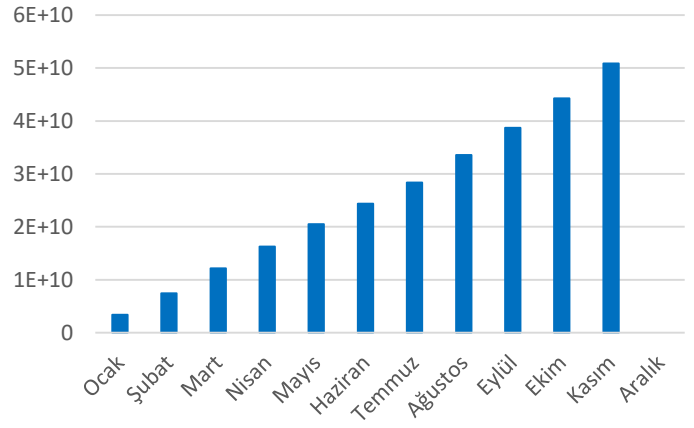
Kaynak AKGRT

### ANSGR Prim Üretimi



Kaynak ANSGR

### TURSG Prim Üretimi



Kaynak TURSG

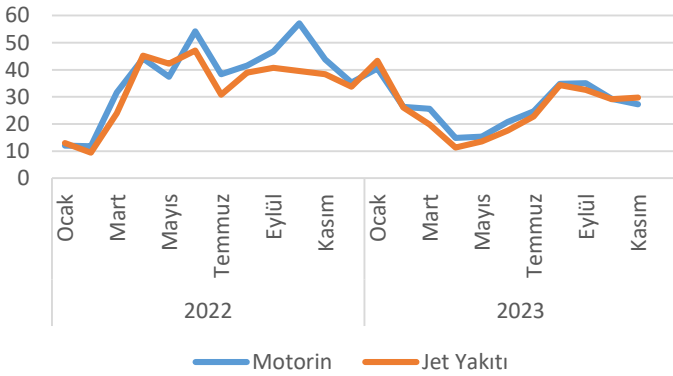
2024 yılının ilk 6 ayında da yüksek faiz ortamının devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, yeni devreye alınacak olan sigorta kanununun da pozitif etkilerinin görülmesini bekliyoruz. Yılın ikinci yarısından itibaren ise; TCMB'nin faiz indirmeye başlaması durumunda; faiz gelirlerinde düşüş görülebilir. Ancak, operasyonel faaliyetlerin gücünü korumasını öngörüyoruz.

## Kimya, Petrol Sektörü

2023 yılında petrol ve türevlerinde oldukça yüksek oynaklık görüldü. Özellikle de, 2022 Şubat sonunda Rusya'nın Ukrayna'nın belirli bir kısmını işgal etmesiyle başlayan sürecin devamında Rusya'ya uygulanan yaptırımlar; Rusya'nın getirdiği karşıt yaptırımlarla şekil balsa da, Dünya'nın en büyük petrol üreticilerinden birisi olan Rusya'nın ihracat rakamlarında ortaya çıkan azalmalar oynaklıklara neden olmuştu. 2023 yılında da, Rusya'nın özellikle rafineri ürünlerine zaman zaman ihracat yasakları uygulaması fiyatları etkilerken; OPEC/OPEC+ grubunun ek kesinti kararları alması da volatilitiyi artıran bir başka unsur oldu.

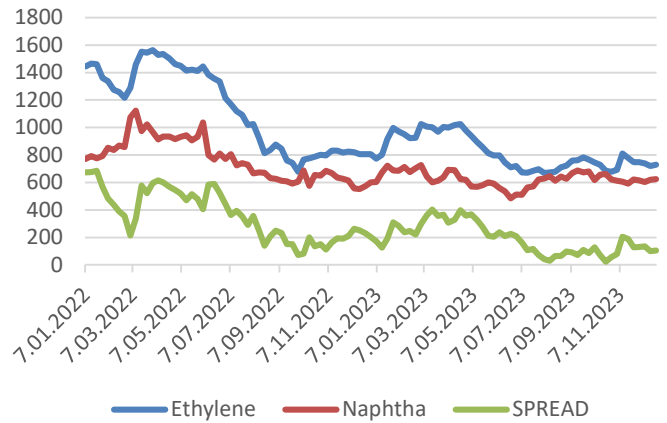
2024 yılında petrol ve petrol türevlerinde yüksek oynaklığın devam edebileceğini düşünmekteyiz. Şöyle ki; özellikle elektrikli araçlar konusu, benzin gibi petrol ürünlerinin tüketimine dair soru işaretlerini beraberinde getiriyor. Aynı zamanda küresel ekonomik görünümde ortaya çıkan bozulmalar da talebe dair endişeleri artırmış durumda. OPEC+, yeni yılda ilave üretim kesintileri açıklayabilir. Ancak, talep tarafında bozulma devam ettiği sürece; bu kesinti kararlarının etkisi de geçici fiyatlamalardan ibaret kalamaya devam edebilir.

### Tüpraş Orta Distilat Ürün Marjları(ABD Doları)



Kaynak Tüpraş

### Etilen-Nafta Fiyatları ve Spread



Kaynak Socar

Petrol türevleri daha çok sanayide kullanım açısından önemli olduğu için; bu ürünlerin fiyatlarında artış görülmesi ise küresel ekonomik görünüme bağlı. 2024 yılında, şayet küresel ekonomi 2023 yılına nazaran zayıflık gösterirse; petrol ve kimyasal türevlerinde de zayıf bir görünüm beklemek gerçekçi olacaktır. OPEC+ ham petrol fiyatlarını ayakta tutabilecek bir takım adımlar atsa dahi; imalat sektörlerinde zayıflık petrol türevlerini negatif yönde ayrıştırabilir.

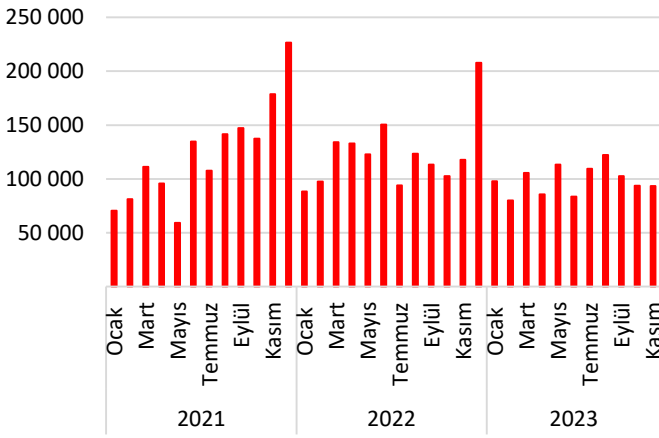
Pozitif senaryoda ise, 2024 yılında küresel ekonomik görünümde toparlanma(majör merkez bankalarının faiz indirimleri ve jeopolitik risklerdeki olası azalma destekleyici olabilir) ortaya çıkarsa; petrol ve petrol türevlerinde de yükselişler görülebilir. Bu durum, kimya-petrol sektörü açısından marjları artıracak bir unsur olabilir. Elbette, özellikle petrol türevlerinde ürün bazında arz talep dengesi kaynaklı olarak ayrışmalar olabileceğini de hatırlatmakta fayda var.

## İnşaat ve Çimento Sektörleri

TCMB'nin sıkı para politikası ile faizleri yükseltmesi, inşaat sektörü açısından olumsuz bir unsur. Öyle ki, en basitinden konut satışlarının durumuna baktığımızda bunun yansımalarını görmekteyiz. Yine, artan fiyatlarının konut alımını zorlaştırması da bu hususta etkili olan bir diğer sebep olarak karşımıza çıkmakta.

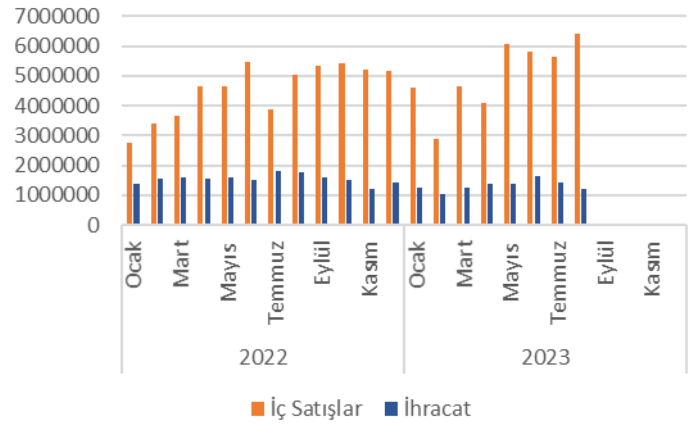
Buna karşın çimento sektörü, şimdiye kadar açıklanan verilere göre 2023 yılında iç pazarda fena bir yıl geçirmezken; ihracat rakamları ise 2022 yılının bir miktar altında kaldı. Klinker ihracatı da; geçen yıla göre azalma eğiliminde.

### Konut Satışları(Türkiye Geneli)



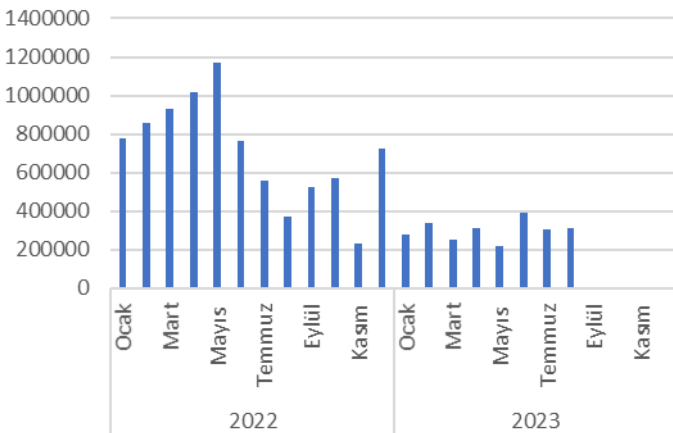
Kaynak TÜİK

### Çimento Satışları(Ton)



Kaynak Türkiye Çimento Sanayicileri Birliği

### Klinker İhracatı(Ton)



Kaynak Türkiye Çimento Sanayicileri Birliği

2024 yılında, iç tarafta kentsel dönüşümün pozitif etkisinin bu sektörlerde görüleceğini düşünmekteyiz.

Yine, TCMB'nin sıkılaştırma politikasının sona ermesi ve senenin ikinci yarısından sonra faiz indirimlerinin başlamasıyla konut satışlarının(dolayısıyla çimento talebinin) kademeli olarak artış kaydetmesi beklenebilir.

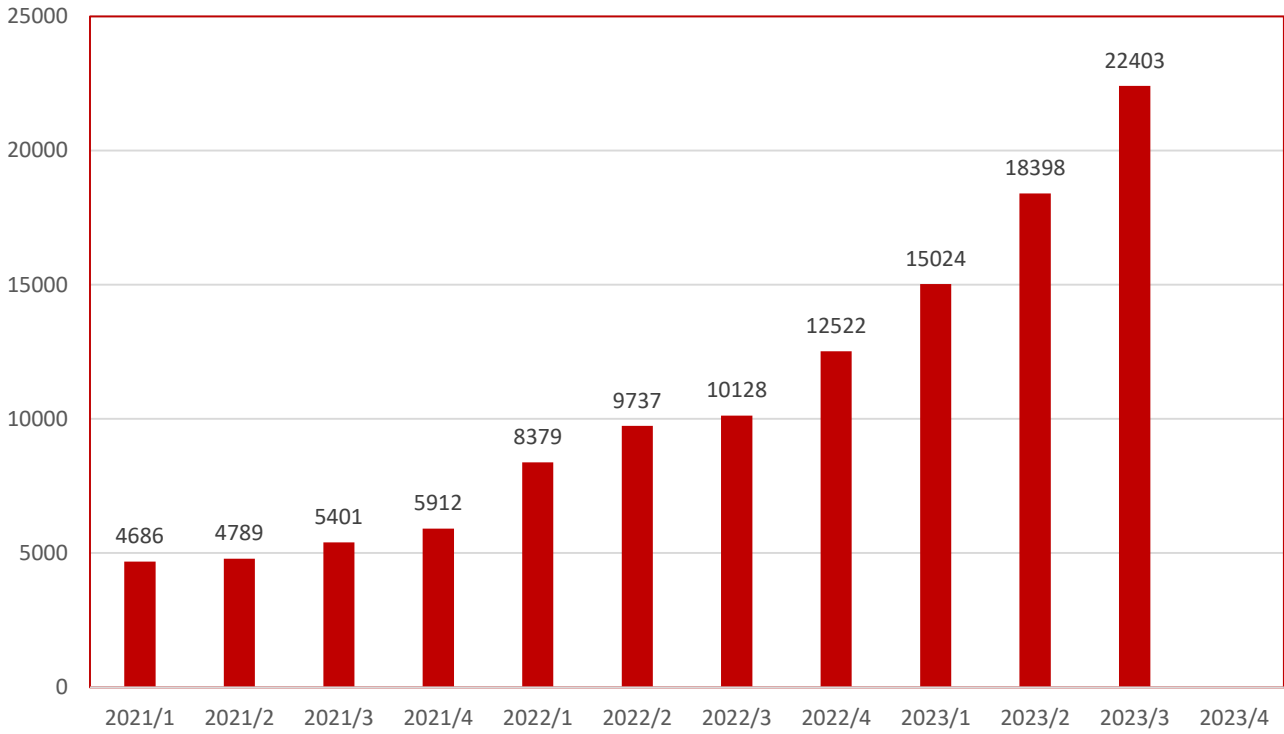
Birkaç senedir konut sektörünü domino eden yabancılara konut satışına dair rakamlar da; bu sektörler için önemli bir katalizör olacak.

## Dayanıklı Tüketim Sektörü

Dayanıklı Tüketim sektörünü hem Koç Holding'in, hem de sektörün amiral gemisi olan Arçelik'in açıkladığı veriler çerçevesinde inceleyecek olursak; sektör, 2023 yılında Avrupa'daki durgunluktan olumsuz yönde etkilenmiş durumda. Gerek Rusya-Ukrayna savaşının Avrupa ekonomileri üzerinde oluşturduğu baskı, gerekse de majör merkez bankalarının sıkılaştırma politikaları ile azalan tüketici talebi; adet bazında satışları da baskı altına aldı. Ancak, artan kur etkisi(EURTRY); adet bazındaki düşüşün finansallara negatif yansımaları törpüleyen unsur oldu.

İç pazarda ise; 2.Çeyrekte yaşadığımız büyük deprem felaketine rağmen sektörün dirençli yapısını devam ettirdiği ve satış adetlerini düzenli olarak artırdığı görülmekte.

### Arçelik İç Pazar Satışları(Adet)



Kaynak Arçelik

2024 yılında iç Pazar büyümesinin devam etmesini öngörüyoruz. İhracat pazarında ise belirsizlik şuan için devam etmekte. Ancak, ilerleyen aylarda majör merkez bankalarının yapması beklenen faiz indirimleri ile tüketici talebinde canlanma görmek muhtemel. Yine, küresel ekonomiyi olumsuz yönde etkileyen jeopolitik riskler de azalacak/sona erecek olursa; sektör bu durumdan da pozitif bir çıkarım yapabilir.

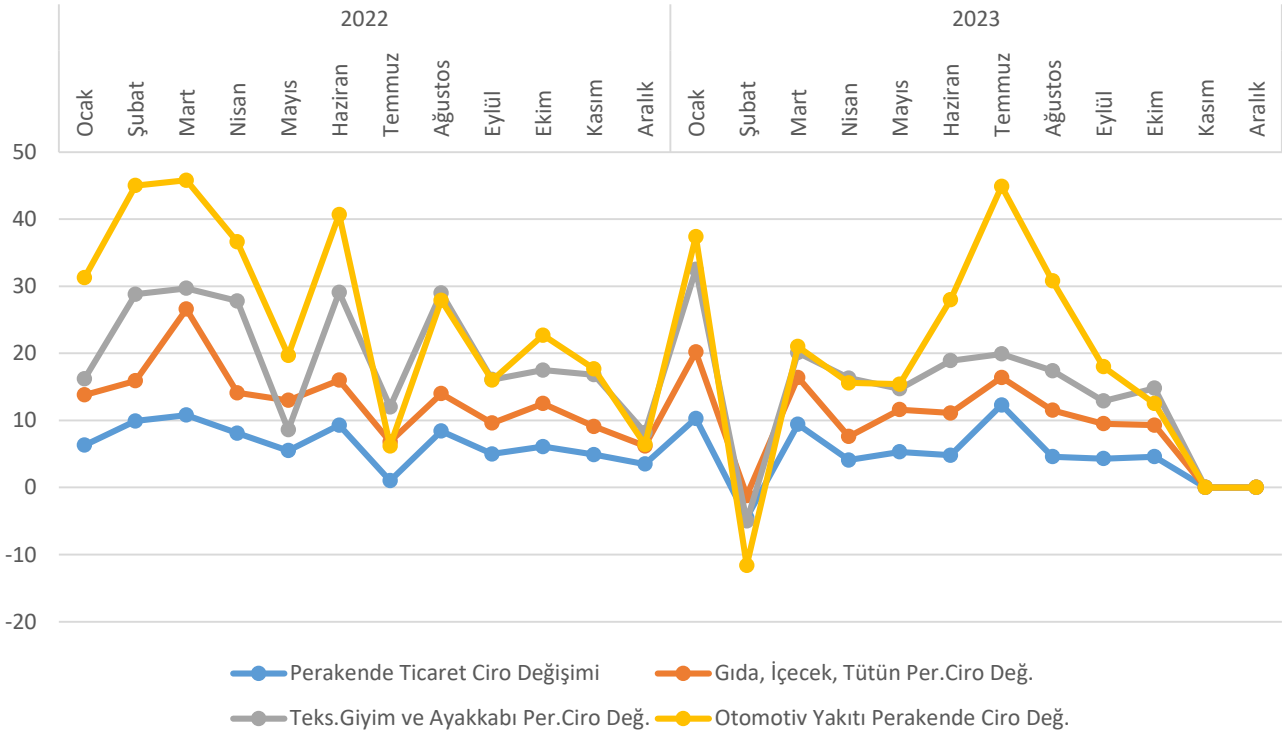
Özetle; sektörde sıkıntılı durumda yer alan ihracat kolunun durumu, küresel ekonomi(özellikle en büyük ihracat pazarımız olan Avrupa ekonomisi) üzerinde baskı oluşturan unsurların ortadan kalkıp kalkmayacağına bağlı.

## Perakende Ticaret Sektörü

2023 yılı, Perakende Ticarete; aylık ciro değişimlerinin yine dalgalı bir seyir izlediği yıl oldu. Borsa İstanbul tarafında Perakende Ticaret sektörü içerisinde takip ettiğimiz şirketlerde ise; başta gıda ürünleri olmak üzere yüksek enflasyonun etkisiyle fiyatlama koronaklı bir politika izlendiğini gördük. Yine, giyim alt sektöründeki MAVI'nin ihracat yoğun iş yapıyor olması da; kur etkisi ile şirketi destekleyen unsur oldu.

2024 yılının ilk yarısında yüksek enflasyonun devamı ile perakende şirketleri yine koronaklı bir fiyatlama içerisinde olacaklardır diye düşünüyoruz. Ancak, senenin ikinci yarısında enflasyon oranlarında ortaya çıkabilecek düşüşler marjları baskı altına alabilir.

### Perakende Ciro Değişimi(%)



Kaynak TÜİK

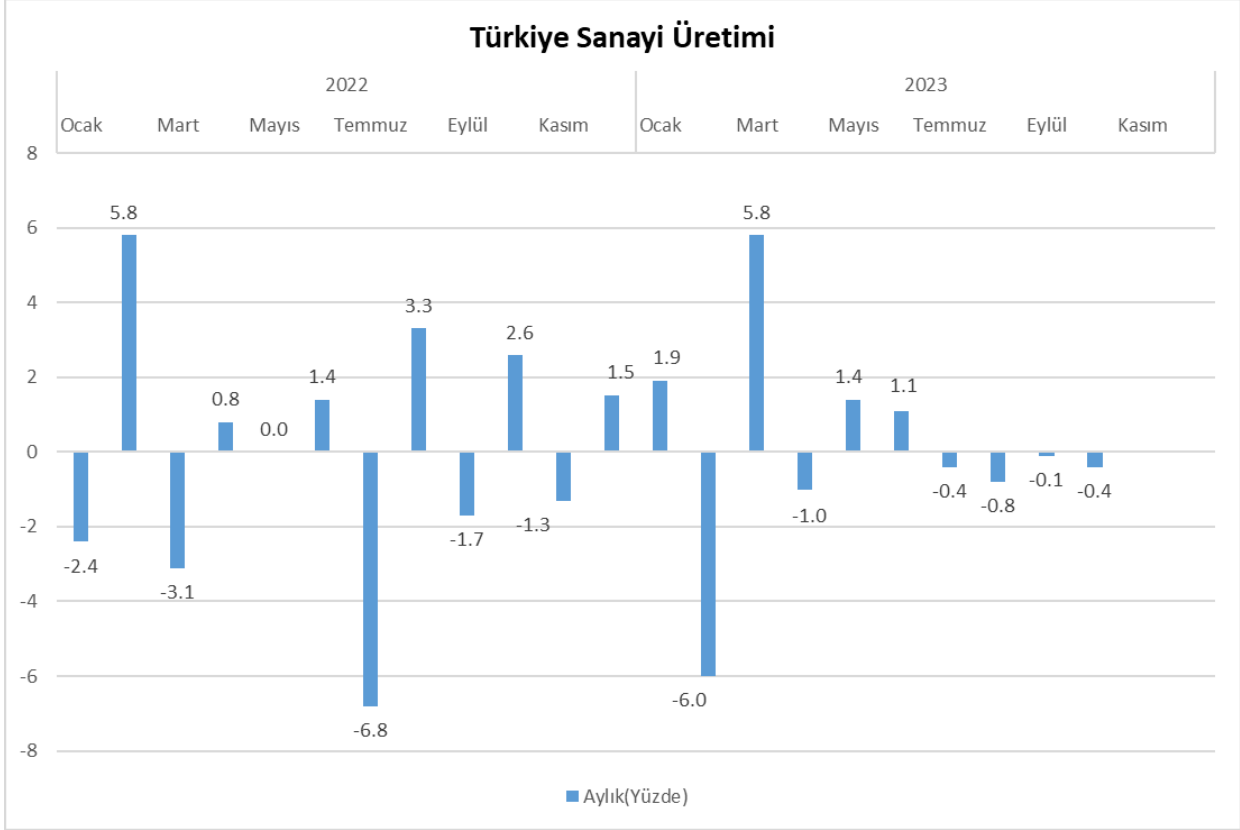
Borsada İşlem Gören Önemli Perakende Şirketleri	2022 Sonu			2023/9 Aylık*		
	Şube Sayısı	Personel Sayısı	Hasılat(TL)	Şube Sayısı	Personel Sayısı	Hasılat(TL)
BIMAS	11510	79809	147.7 Milyar	12046	84319	183.6 Milyar
MGROS	2908	45303	74.5 Milyar	3205	51275	101.8 Milyar
SOKM	10281	45293	59.2 Milyar	10601	47119	75.0 Milyar

\*2023/12 Aylık finansalları açıklanmadığı için 9 aylık veriler baz alınmıştır.



## Sınai Sektörü

Almanya, Birleşik Krallık ve Rusya gibi Türkiye'nin önemli ihracat pazarlarının 2023 yılında zorlu ekonomik koşullar altında olması; ilk çeyrekte sonra Türkiye'nin sanayi üretimini de baskılayan en önemli unsur olarak karşımıza çıkmakta. Yine, TCMB'nin faiz artırım politikası ve alınan bazı makroihtiyati tedbirlerle kredi sıkılaştırmasının devreye girmesi de, imalat sanayini zora sokan gelişmelerden başında geldi.

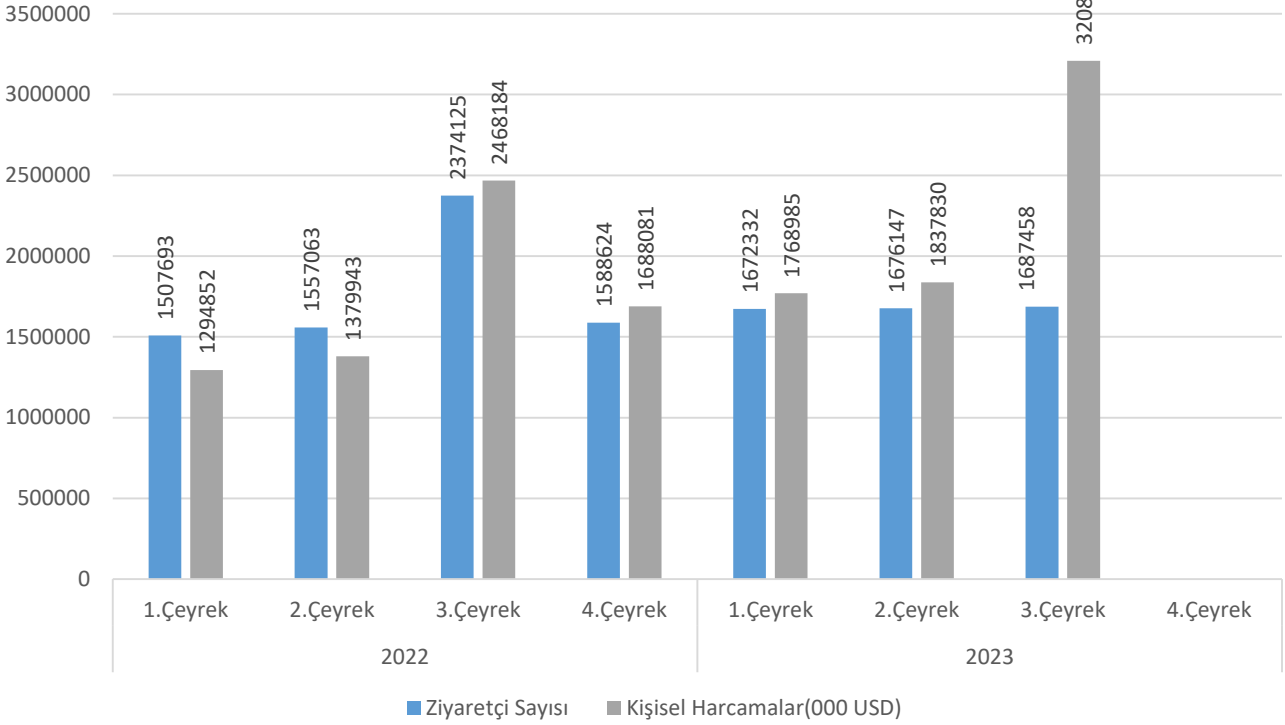


- ✓ 2024 yılında gerek iç tarafta, gerekse de küresel tarafta merkez bankalarından beklenen genişlemeci politikaların; Sınai sektörünü canlandıracağını düşünüyoruz. Özellikle de ihracat pazarlarımızın başında gelen Almanya, Fransa, İtalya ve İngiltere(Birleşik Krallık) gibi Avrupa'daki ekonomilerde yaşanacak toparlanmalar, Türk sanayicilerini olumlu yönde etkileyecektir.
- ✓ Yine, ABD ve Birleşik Arap Emirlikleri gibi son zamanlarda iyi seyreden ikili ilişkilere bağlı olarak ihracatın yoğunlaşmaya başladığı ülkelere de, sanayinin 2024 yılında toparlanması hızlanabilir.
- ✓ 2024 yılında ayrıca; bölgemizdeki savaşlar nedeniyle ticaretimizin olumsuz yönde etkilendiği Rusya, Ukrayna, İsrail ve Filistin pazarlarının durumunu ve bu bağlamda jeopolitik risklerin devam edip etmeyeceğini de takipte olacağız.

## Turizm Sektörü

Turizm sektörü, 2023 yılını ziyaretçi sayıları anlamında biraz buruk kapatıyor. Burada Türkiye’de meydana gelen büyük deprem felaketleri ve jeopolitik risklerde görülen artışlar da etkili olmuşa benziyor. Buna rağmen, özellikle yüksek sezon etkisinin hissedildiği 3.Çeyrek’te ortaya çıkan kişisel harcamaların yüzleri güldürünü söyleyebiliriz.

### Turizm İstatistikleri



Kaynak TÜİK

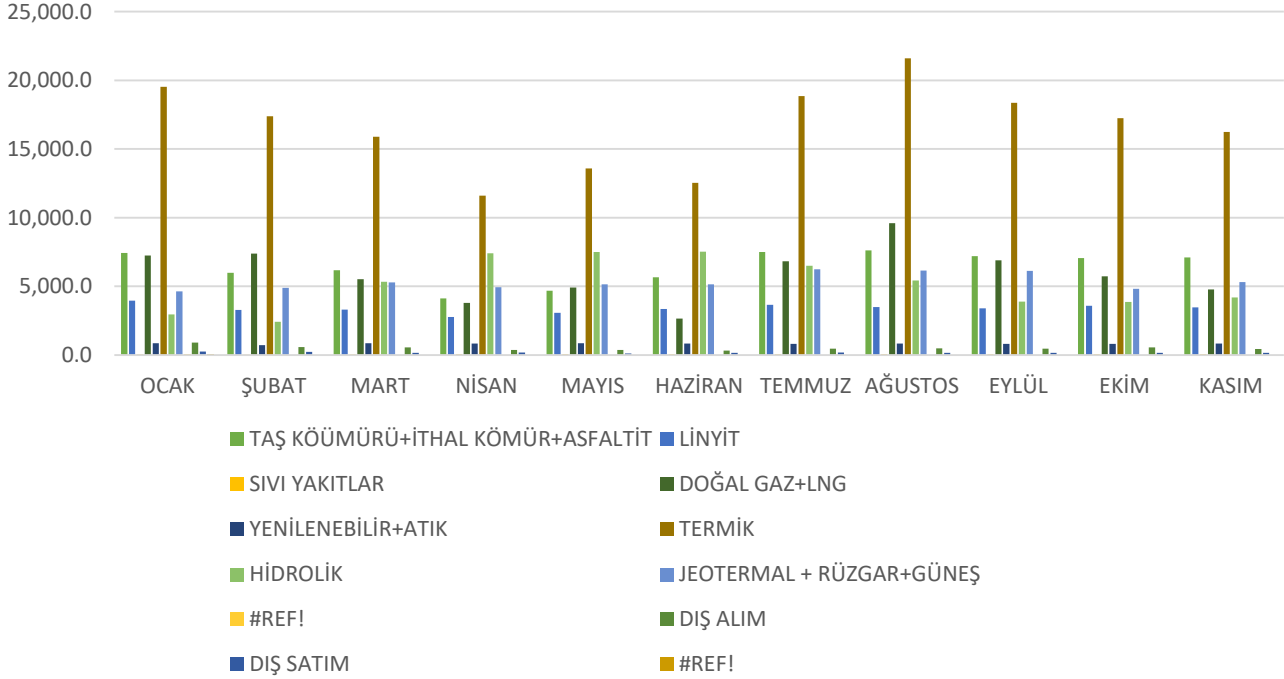
- ✓ 2024 yılında, Türkiye yine önemli Turizm destinasyonlarından birisi olacaktır. Özellikle de bölgedeki jeopolitik risklerin(Rusya-Ukrayna ve İsrail-Filistin savaşları) azalması halinde; Türkiye turizmi çok iyi bir yaşayabilir.
- ✓ Turizm üzerinde etkili olan bir diğer konu ise; döviz kuru. Turizm’in cazip hale gelmesi için enflasyon ve döviz kurlarımızın da istikrar kazanmasında fayda olacaktır. Şöyle ki, kurlardaki artışlar yerli turizmi pahalı hale getirirken; yurt dışındaki cazip destinasyonlar ön plana çıkabilmekte. Keza, konaklama, eğlence ve kültür tesislerinin kur geçişkenliği ve enflasyon nedeniyle artan maliyetleri konaklama, eğlence ve kültür ücretlerine yansıtılmaları durumunda da; turist girişleri azalış gösterebilmekte.

## Elektrik Sektörü

Türkiye’de son yıllarda Elektrik sektöründe yenilenebilir enerjinin payı artsa da, halen daha kömür(Termik ve Linyit) gibi fosil yakıtların payı yüksek durumdadır. İlerleyen süreçte ise yenilenebilir enerji kaynaklarının daha etkin kullanılması elzem olacağı için; sektörde yenilenebilir enerji alt sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin büyüme(kapasite artırma) hikayelerini önemsiyoruz.

Diğer taraftan, EPDK(Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu)’nun son yıllarda devreye aldığı AUF(Azami Uzlaştırma Fiyatı) uygulaması ise; sektördeki şirketlerin marjlarını doğrudan etkileyen bir unsur olarak karşımıza çıkmakta. Öyle ki, Mart sonunda alınan son kararlar Eylül sonuna kadar; Doğal gaz santralleri için AUF fiyatı 4000 TL’den 2500 TL’ye, Kömür santralleri için AUF fiyatı 2750 TL’den 1800 TL’ye indirilirken, Yenilenebilir kaynaklar için ise AUF fiyatı 1540 TL’den 1700 TL ‘ye yükseltilmişti. Sonrasında EPDK’dan yapılan açıklamada ise; 1 Ekim’den itibaren bu uygulamanın sonlandırılacağı belirtilmişti.

### Elektrik Üretiminin Birincil Üretim Kaynaklarına Göre Dağılımı(GWh)



Kaynak: TEİAŞ

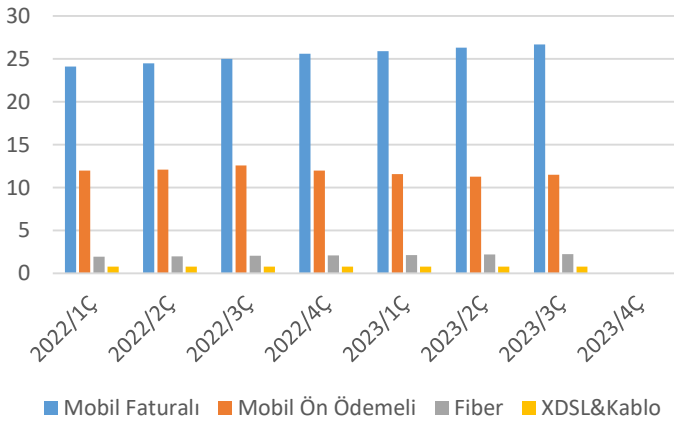
2024 yılında sektörde temiz enerjinin payının artacağını ve buna karşın fosil yakıt türlerinin payının da azalacağını öngörüyoruz. EPDK’nın üretici şirketlere yönelik olarak daha önce devreye aldığı Azami Uzlaştırma Fiyatı uygulamasının uygulama dışında tutulması ise; başlı başına üreticileri destekleyecek bir katalizör olacaktır.

## İletişim Sektörü

İletişim Sektörü, 2023 yılında; enflasyon etkisinin yeterince yansıtılmadığı 2022 yılından büyük tecrübeler elde etmenin avantajını kullandı. Ayrıca, faturalı abone bazı, fiber internet paketleri ve dijital servislerde görülen abone artışları da sektör şirketleri için destekleyici oldu.

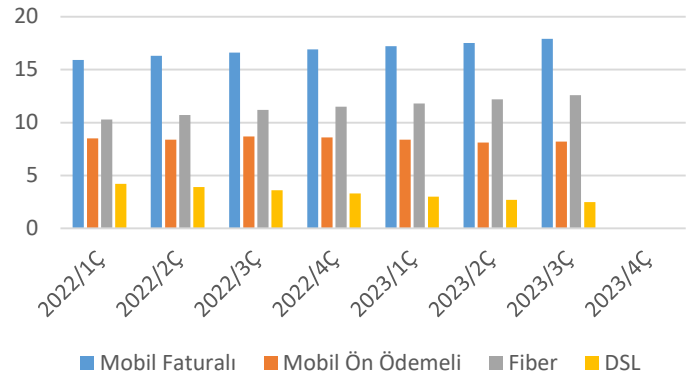
Sektörün 2024 yılında da istikrarlı olarak büyümesini ve mevcut enflasyon oranları kapsamında yapılacak yeni kontratların da enflasyon oranlarındaki düşüşle birlikte şirketleri görece kazançlı duruma getireceği muhtemel. Sektör şirketlerinin en önemli sorunu ise; döviz ile maliyetlenip, TL ile kazanç sağlamak olsa gerek.

### Turkcell Abone Sayıları (Milyon)



Kaynak: Turkcell

### Türk Telekom Abone Sayıları (Milyon)



Kaynak: Türk Telekom

#### TURKCELL ABONE SAYILARI(Milyon)

	2022/1Ç	2022/2Ç	2022/3Ç	2022/4Ç	2023/1Ç	2023/2Ç	2023/3Ç	2023/4Ç
Mobil Faturalı	24.1	24.5	25.0	25.6	25.9	26.3	26.7	
Mobil Ön Ödemeli	12	12.1	12.6	12.0	11.6	11.3	11.5	
Fiber	1.94	2.00	2.06	2.12	2.16	2.20	2.24	
XDSL&Kablo	0.807	0.789	0.785	0.795	0.800	0.795	0.804	

#### TÜRK TELEKOM ABONE SAYILARI(Milyon)

	2022/1Ç	2022/2Ç	2022/3Ç	2022/4Ç	2023/1Ç	2023/2Ç	2023/3Ç	2023/4Ç
Mobil Faturalı	15.9	16.3	16.6	16.9	17.2	17.5	17.9	
Mobil Ön Ödemeli	8.5	8.4	8.7	8.6	8.4	8.1	8.2	
Fiber	10.3	10.7	11.2	11.5	11.8	12.2	12.6	
DSL	4.2	3.9	3.6	3.3	3.0	2.7	2.5	

- ✓ 2024 yılında sektörde dijital servislerin payının yükselmesini ve yine fiber ve faturalı abone bazının da gücünü korumasını bekliyoruz. Yine, dezenflasyon süreci başlasa dahi; enflasyona karşı korunaklı sözleşmelerin de devamını öngörüyoruz.
- ✓ Turizm sezonunun verimli geçmesi durumunda da, sektördeki nakit yaratımının atmasını ve ARPU(kullanıcı başına ortalama gelir) büyümesinin devamını bekliyoruz.
- ✓ Senenin ilk yarısında devam eden okul sezonu da gelir yaratımına katkı sunacaktır.
- ✓ Kur tarafındaki artışların devam etmesi ise; baz istasyonu gibi yatırımların maliyetini artıracığı için kârlılık üzerinde baskı oluşturabilecek bir unsur olacaktır.

**Model Portföyümüz ve Gerekçelerimiz;**

- ❖ **TCELL;** Şirketin, enflasyona karşı korunaklı kontrat fiyatlaması ve segmentlerdeki abone bazı ve ARPU(kullanıcı başına ortalama gelir) büyümesini yükseltecek bir politika izliyor oluşunu beğeniyoruz. 103,00 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile model portföyümüze ekliyoruz.
- ❖ **AKBNK;** Sektörün regülasyon bakışını üzerinden atmaya başlaması ile artan kârlılık, güçlü rasyolar ve ucuz kalan çarpanlar önemli katalizörler. Bankayı 58,00 TL hedef fiyat ve Endekse Paralel Getiri tavsiyesi ile model portföyümüze ekliyoruz.
- ❖ **THYAO;** Şirketin 2024 yılındaki operasyonel sonuçlarının geçen senenin üzerine çıkacağına dair beklentimiz ve yeni yapılanmanın maliyet/gider yönetimine pozitif yansımaya dair beklentimiz ile 347,30 TL hedef fiyat ve Endekse Paralel Getiri tavsiyesi ile şirketi model portföyümüze dahil ediyoruz.
- ❖ **KRDMD;** Küresel tarafta HRC fiyatlarında toparlanma eğilimi ve iç tarafta kentsel dönüşümün başlamasının(inşaat demiri, filmaşın vb. ürünlere gelmesi muhtemel güçlü taleple) şirketi olumlu yönde etkilemesini bekliyoruz. Şirketi, 43,60 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile model portföyümüze ekliyoruz.
- ❖ **ARCLK;** Şirketin önemli ihracat pazarı olan Avrupa ekonomisinde toparlanma beklentisi, güneş enerjisi kolundan beklenen katkı şirket için önemli katalizörlerimiz. Şirketi, 237,50 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile model portföyümüze ekliyoruz.
- ❖ **MAVI;** Yüksek ihracat oranı ve kurlardaki artışla desteklenen korunaklı fiyatlama politikası şirketin finansallarını destekleyen unsurlar. Şirketi AL tavsiyesi ve 173,00 TL hedef fiyatla model portföyümüze ekliyoruz.
- ❖ **TOASO;** Senenin ilk yarısında sektörde beklenen baskılanmaya karşın, Stellantis Türkiye paylarının devralınması ile markanın yeni bir dinamizm yakalamasına dair beklenti içerindeyiz. Ayrıca, geçtiğimiz yıl daralan ihracat pazarlarında bu sene toparlanma öngörüsü içerisindeyiz. Şirketi AL tavsiyesi ve 352 TL hedef fiyatla model portföyümüze ekliyoruz.
- ❖ **TUPRS;** 2024 yılında küresel talebin artacağı beklentisi ile rafineri marjlarında pozitif ayrışma öngörüyoruz. Ayrıca, Entek'in temiz enerji politikalarına uyumu ile şirket faaliyetlerine hedge sağlama etkisi de pozitif. Şirketi AL tavsiyesi ve 220 TL hedef fiyatla model portföyümüze ekliyoruz.

Şirket Unvanı	Kod	Portföye Eklene Tarihi	Portföye Giriş Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye	Potansiyel Getiri (%)	Son Fiyat	Nominal Getiri (%)	BİST100 Getiri (%)	Relatif Getiri (%)
Turkcell	TCELL	8.01.2024	62.10	103.00	AL	65.86	62.05	-0.08%	-0.36%	0.28%
Akbank	AKBNK	8.01.2024	40.44	58.00	EPG	43.42	41.22	1.93%	-0.36%	2.29%
Türk Hava Yolları	THYAO	8.01.2024	242.60	347.30	EPG	43.16	245.60	1.24%	-0.36%	1.60%
Kardemir(D)	KRDMD	8.01.2024	25.54	43.60	AL	70.71	24.94	-2.35%	-0.36%	-1.99%
Arçelik	ARCLK	8.01.2024	132.00	237.50	AL	79.92	129.10	-2.20%	-0.36%	-1.84%
Mavi Giyim	MAVI	8.01.2024	112.10	173.00	AL	54.33	112.50	0.36%	-0.36%	0.72%
Tofaş Oto Fabrikaları	TOASO	8.01.2024	220.40	352.00	AL	59.71	218.20	-1.00%	-0.36%	-0.64%
Tüpraş	TUPRS	8.01.2024	140.00	220.00	AL	57.14	138.70	-0.93%	-0.36%	-0.57%
<b>Model Portföy Getirisi</b>								<b>-0.38%</b>		<b>-0.02%</b>

## YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir.

Burada yer alan yorum ve 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.

Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

### **Alnus Yatırım Araştırma Ekibi**

Yusuf Kavak  
**Araştırma Müdürü**