



STRATEJİ RAPORU

2025



İÇİNDEKİLER

• YÖNETİCİ ÖZETİ	3
• KÜRESEL GÖRÜNÜM	4
o ABD	5
o Euro Bölgesi	8
o Çin	9
o Fiyatlamalar	11
• TÜRKİYE MAKROEKONOMİK GÖRÜNÜM	14
o Ekonomik Aktivite	14
o Dış Denge	18
o Fiyat Gelişmeleri	20
o Kamu Maliyesi	22
• TAHMİNLER	23
• PİYASA STRATEJİSİ	24
o TCMB Döviz Rezervleri ve Kurlar	25
o Faizler ve Sabit Getirili Menkul Kıymetler	28
o Hisse Senetleri	31
• MODEL PORTFÖY	34
• UYARI NOTU	35

Yönetici Özeti

2025 yılında küresel gündemde öne çıkacak ana temalar:

- ABD Başkanı Trump'ın ekonomi yönetiminde ve diplomaside uygulayacağı politikaların sene boyunca pek çok farklı zamanda ve bağlamda öngörülemez oynaklıklar yaratabileceğine hazırlıklı olma ihtiyacı
- Tüm bu muhtemel oynaklıklara rağmen ABD ekonomik aktivite büyümesinin Çin'e ve özellikle de Euro Bölgesine kıyasla çok daha istikrarlı büyümeye devam edebileceği
- Küresel ticaret kısıtlarının ve artan gümrük vergilerinin bölgesel etkilerinin farklı şekillenebileceği
- Küresel jeopolitik risk faktörlerinde son 2 seneye kıyasla belirgin hafifleme ümidi

Küresel makroekonomik görünüm için genel kanı büyüme risklerinin aşağı ve enflasyon risklerinin yukarı yönlü olduğu yönünde olsa da, gümrük tarifelerinin enflasyonu doğrudan artırıcı etkileri ile büyümenin yavaşlaması ve ticaret hacimlerinin daralması kaynaklı izlenebilecek azaltıcı etkilerin birbirini bir miktar dengeleyebileceği unutulmamalı. Şu an itibarıyla son derece belirsiz olan, ve salt ticaret dengesinden ziyade ABD Başkanı Trump'ın jeopolitik pazarlık süreçleri ile de alakalı olan bu "ticaret savaşları" kesin yargılara varmanın bu aşamada mümkün olmadığını değerlendiriyoruz.

Ancak daha yüksek olasılıkla kanaat getirdiğimiz bir konu ise, endüstriyel emtia ve petrol fiyatlarının mevcut küresel konjonktürde yükselme ihtimallerinin daha da azalmış olması. Küresel aktivite büyüme ve jeopolitik risk faktörlerinin yavaşlaması durumunda oluşacak fiyatlamada dinamikleri, madde özelinde izlenebilecek doğa olayları ve grev gibi istisnai olasılıklar hariç tutulduğunda, Türkiye gibi ithalatçı ülkelerin enflasyon görünümleri açısından rahatlama yaratabilecek nitelikte.

Türkiye özelinde etkileri öne çıkabilecek bir diğer küresel jeopolitik konu başlığı da, Rusya-Ukrayna savaşının sonlanmasını takiben boşa çıkacak kaynakların ve uluslararası iradenin Suriye'nin yeniden yapılanmasına odaklanma ve kanallı olma ihtimali. Türkiye, Suriye ile 900 km'ye yakın sınırı, doğrudan ve düşük maliyetli ulaşım imkanları, jeopolitik etki alanı, ve her türlü ihtiyacı tedarik edebilme potansiyeline sahip çeşitlenmiş sanayisi ile, Suriye'de izlenebilecek her türlü yeniden inşa sürecinden en fazla istifade edecek ülke konumunda.

Küresel jeopolitik yansımaların ötesinde, Türkiye ekonomisinde 2025 boyunca öne çıkacak ana temalar:

- Enflasyonun yeterli ölçüde gerilediğinin değerlendirilmesi ışığında TCMB'nin faiz indirimlerini aralıksız sürdürme ihtimali
- Buna karşın enflasyondaki iyileşmenin umulandan yavaş ilerlemesi ışığında hem kredi büyümesinin hem de ücret artışlarının faiz indirimlerine rağmen daha da kısıtlanması
- Bu durum neticesinde faiz indirimlerine rağmen iç talep koşullarında zayıflamanın ilk yarıda daha da belirginleşme ihtimali
- Bu sıkılığın, enflasyonun gerilemeye devam edip faizlerin daha da indirildiği ikinci yarıda hafifleme sergileyeceği ümidi
- Bu tablo ışığında tasarrufların yılın ilk yarısında faiz getirilerini tercih etmeye devam ettikten sonra ikinci yarıda hisse senetleri gibi riskli varlıklara iştah gösterebileceği

Döviz kurlarında belirgin bir oynaklık beklentimiz yok. İç ve dış finansal akımların TCMB döviz rezervlerini iyileştirici biçimde sürmesini bekliyoruz. Hizmet sektörlerindeki fiyatlamada davranışlarının ve özellikle de konut fiyatlarının düzelmesi için arzı artırmaya yönelik söylemler gündemde kalmaya devam edecektir. Risklerin bunlardan ziyade ilk yarıda reel sektör bilançoları üzerinde belirginleşmesi söz konusu olabilir.

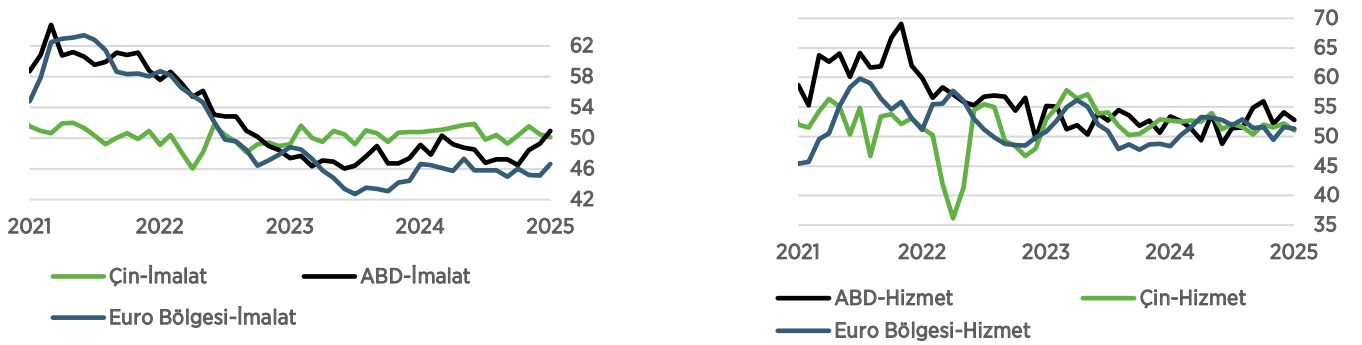
Bu doğrultuda, 2025 yılsonunda %3,5 GSYH büyümesi, %25 enflasyon, 45 USDTL kuru beklemekteyiz.

Küresel Görünüm

Küresel makroekonomik görünüm ve finansal piyasa dinamiklerinde 2025 itibarıyla öne çıkan ana temalar:

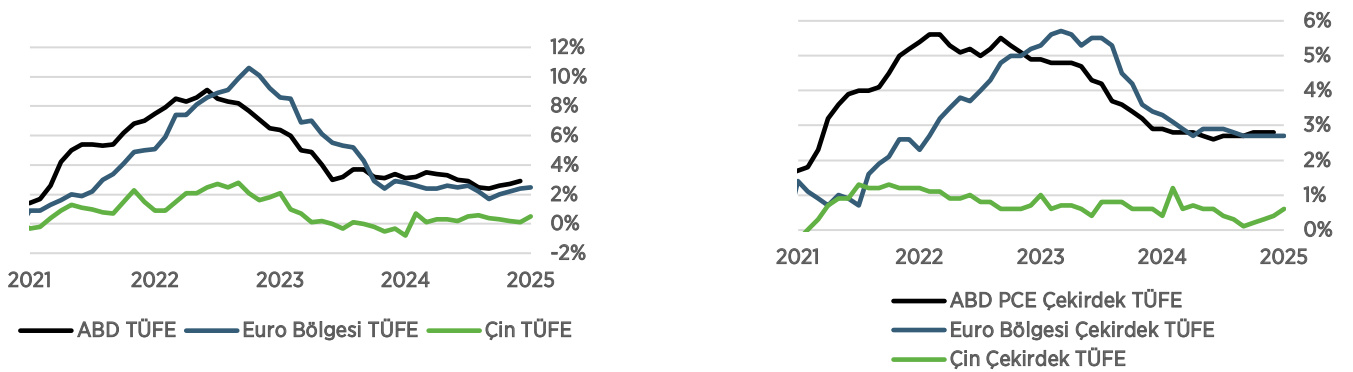
1. Aktivite tüm dünyada hizmet sektörleri üzerinden dayanıklı kalmaya devam etmekte.
2. Coğrafi bazda ayrışmalar ABD lehine ve Euro Bölgesi aleyhine derinleşiyor, Çin dengelenme arayışında.
3. ABD başkanı Trump'ın savunduğu politikaların küresel enflasyon görünümünü yukarı, ticaret ve büyüme görünümünü ise aşağı etkilemesinden endişe ediliyor.
4. Küresel para politikaları arasındaki eşgüdüm sona erdi; Fed göreceli sıkı, ECB ise göreceli gevşek ayrışacak.
5. Varlık fiyatlamalarında oynaklıklar artabilir; hisse senetlerinde değerlendirme, emtia fiyatlarında talep, tahvillerde ise para politikası kaygıları fiyatları baskılayabilir.
6. Jeopolitik gerginliklerde hafifleme ümidi öne çıkmakta.

Küresel bölgeler arası ayrışma: İmalat ve Hizmet PMI Endeksleri



Kaynak: SPGlobal

Küresel bölgeler arası ayrışma: Manşet ve Çekirdek Enflasyonlar



Kaynak: Bloomberg

ABD

ABD ekonomisinde 2024 yılına damga vuran “> Finansal koşullarda sıkılaşıma > İstihdam piyasasının zayıflaması > Resesyon” endişelerinin gerçekleşmemesi ardından dünyanın geri kalanına kıyasla olumlu ayrışma öne çıkıyor. Korkulan senaryonun gerçekleşmemesinde, ABD ekonomisinin iç tüketim odaklı olması, üretim ve istihdamda hizmet sektörlerinin ağırlıklı olması, ve başta enerji bağımsızlığı olmak üzere dış risk faktörlerinden geçişkenliğin Euro Bölgesi ve Çin’e kıyasla düşük olması etkili olmuştur.

Makro tablonun alt detaylarına indiğimizde, bazı risk faktörleri hala geçerli olsa da genel anlamda dengeli bir seyir izleneceğini değerlendiriyoruz:

> **Enflasyon:** %2’lik hedefe doğru gerileme yavaşladı. Hizmet enflasyonu hafifliyor ancak hala yüksek. Çekirdek enflasyondaki gerileme sona erdi. Enflasyon görünümü, Trump politikalarının da etkisiyle yukarı yönlü riskler barındırıyor.

> **İstihdam:** Hem manşet veriler hem de alt detaylar dayanıklı. İşe alımlar hiç aksamadı. İşsizlik oranı düşük. Açık iş ilanları yüksek. Maaşlar dengelenerek de olsa yükseliyor.

> **Üretim:** İmalattaki daralma sona eriyor. Hizmetlerde genişleme sürüyor. Yatırım harcamaları artmaya devam ediyor.

> **Tüketim:** Son 1 senede gündeme gelen tüm belirsizliklere rağmen talep dayanıklı kaldı. Gelirlerin harcamalara aynı ölçüde eşlik edememesi ışığında tasarruflarda izlenen erime ileride risk yaratabilir.

> **Emlak piyasası:** Konut tarafında kredi koşullarındaki sıkılık hem yeni arzı hem de talebi olumsuz etkiliyor. Ofis tarafında değişen tercihler ve çalışma modellerine bağlı olarak yapısal zayıflık sürüyor.

> **Güven ve Beklentiler:** Tüketicilerin yarısında (Cumhuriyetçiler) ve KOBİ’lerin tamamında olumlu.

İstihdam piyasasının detayına inildiğinde, öncü anketlerin istihdam piyasasını sağlıklı kılan dinamiklerin devam edeceğine işaret etmesi, iş gücü talebinin hem sektörel hem de şirket büyüklükleri bazında dengeli dağılımı, şirketlerin işe alımlara dair en büyük zorluk faktörünü talepten ziyade “işe uygun eleman bulmak” olarak belirtmeleri, maaş artışlarının yakın geçmişteki kadar olmasa da hala enflasyona denk veya üzerinde bir seviyede devam etmesi, ve geçmişten birikimli olarak gelen açık iş pozisyonları miktarının hala tarihsel ortalamaların çok üzerinde seyretmesi öne çıkmakta. Dolayısıyla kısa vadeli görünümü olumlu değerlendirmekteyiz.

ABD talep koşulları üzerinde orta vadede gündeme gelebilecek riskler değerlendirildiğinde ise, hanehalkı tasarruf oranındaki gerileme, uzun vadeli faiz oranlarındaki yükseklik, hisse senedi fiyatlamalarında izlenebilecek oynaklıklar, ve ekonomik güven algısında bozulma öne çıkmakta.

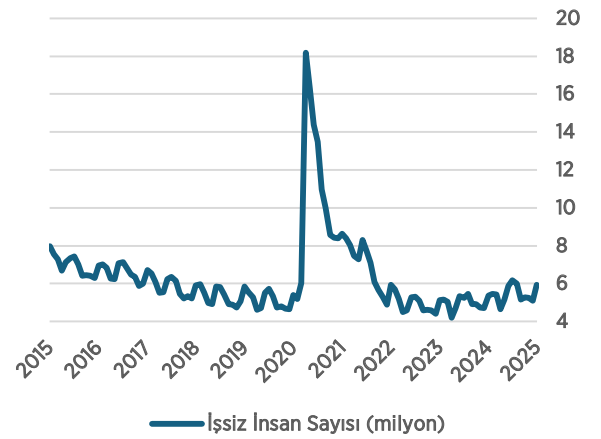
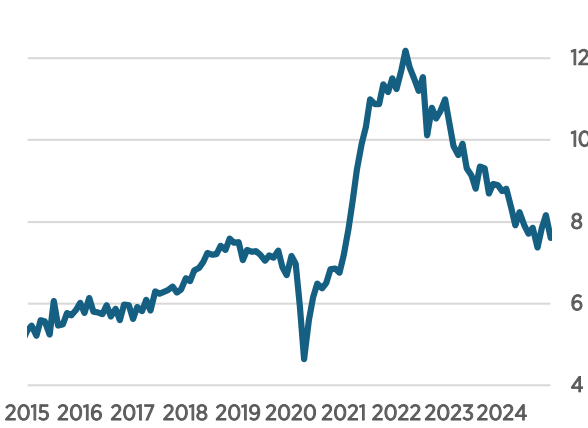
Tasarruf oranındaki gerilemede, kişisel harcamaların artmaya devam etmesine rağmen kişisel gelirlerin buna reel olarak eşlik edememesi etkili. Bu durum, harcamaların aynı tempoda sürdürülebilmesi için maaş veya borsa gelirlerinin artmasını, aksi takdirde ise ek borçlanmayı elzem kılacak. Ancak iç talepteki dayanıklılık ve çekirdek enflasyondaki gerilemenin sona ermesi ışığında Fed faiz indirimlerine ara verdiği için borçlanma koşullarında gevşeme olası durmuyor. Buna ek olarak, finansal koşullardaki sıkılık ve geçmiş yüksek değerlemeler ışığında ABD tüketicisi için önemli olan borsa getirileri de önümüzdeki dönemde devreden çıkabilir. Tüm bu tablo ekonomik güven algısına zarar verdiği ölçüde, orta vadeli talep görünümü üzerinde risk yaratabilir.

Elbette Başkan Trump'ın uygulayacağı ekonomi politikalarının da tüm bu makro değişkenlerin gidişatında belirleyici rol oynayabileceği unutulmamalı. Ticaret, enerji, kamu maliyesi ve diplomasi olarak 4 ana başlık altında gruplandırabileceğimiz bu politika seti hem ABD hem de küresel makroekonomik görünüm ve tahminler açısından çok önemli olsa da, bu konuların çoğunun ekonomik amaçlar yanında iç ve dış siyasette de pazarlık konusu haline getirilmesi itibarıyla net tahminlerde bulunmanın bu nokta da imkansız olduğunu değerlendiriyoruz.

Ancak yine de piyasalarda genel kabul gören yaklaşımın, Trump'ın ekonomi politika uygulamalarının ilk etapta büyüme üzerinde aşağı ve enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü riskler yaratabileceği yönünde olduğunu ifade edebiliriz. Ticaret kısıtları ve artan gümrük vergileri, üretimi denizaşırı ülkelerden ABD içine çekmek için yapılması gereken yatırımların maliyetleri, fosil yakıt teşvikleri, artacak bütçe açığının finansmanı için borçlanma ihtiyacı, ve jeopolitik belirsizlik fiyatlamalarının tamamının ilk etapta maliyetler ve faizler üzerindeki etkilerinin kaçınılmaz biçimde yukarı yönlü olabileceği beklenmekte.

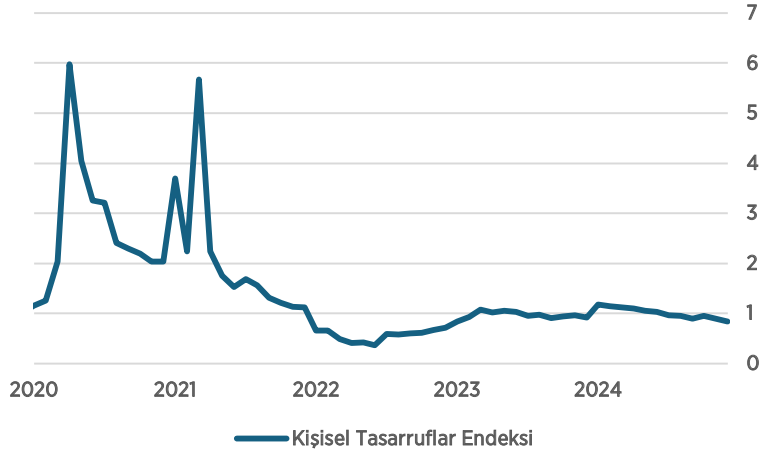
Tüm bu risklere karşı öne çıkan dengeleyici faktör ise, 2016-2020 1. Trump başkanlığı dönemi aksine bu dönemde karşı ülkelerin ticaret hamlelerine karşı kısasa-kısa tepki verme eğiliminin düşük olması. Tüm dünyada imalat sektörleri öncülüğünde büyüme kaygılarının öne çıktığı bu dönemde, ne Avrupa Birliği ne de Çin ticaret hacimlerinde daha fazla daralmaya sebep olmak istemiyor. Bu dengeleyicilere ek olarak Trump da, uyguladığı politikaların orta vadede ABD için katma değer üretimini artırarak daha kalıcı olumlu etkiler yaratacağını savunuyor.

ABD istihdam piyasası hala sağlıklı, ancak açık iş ilanlarındaki gerileme artık işsizliğe yansiyabilir:



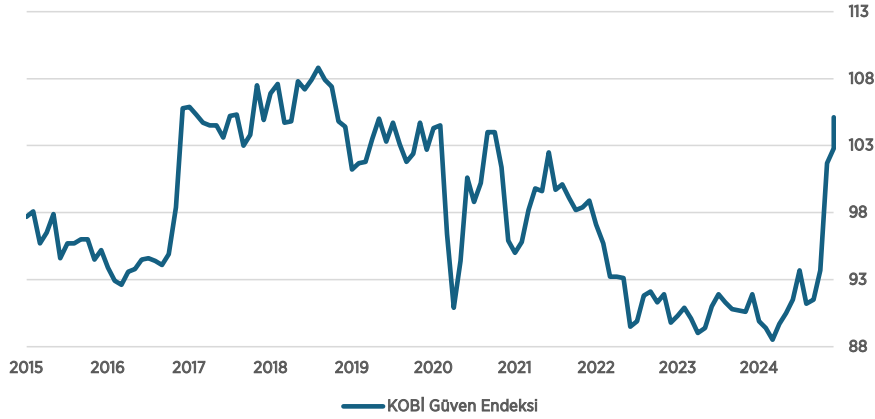
Kaynak: Bloomberg

Kişisel harcamaların yüksek seyretmesi ışığında tasarruflar dipte, bu durum hanehalkı borçlanma talebinin yeniden artmaya başlamasına sebep olabilir:



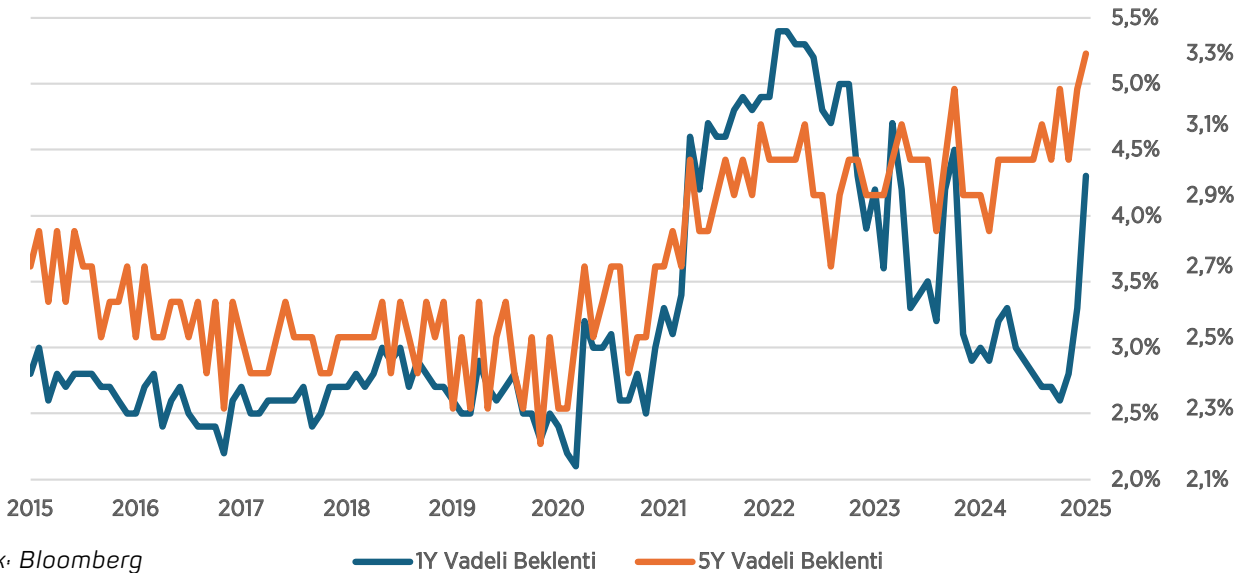
Kaynak: Bloomberg

İstihdamın %50'sini ve tüm şirketlerin %99,7'sini oluşturan KOBİ'lerin güveni seçimler sonrası zıpladı:



Kaynak: Bloomberg

Tüketici enflasyon anketlerindeki yeniden yükseliş beklentisi öne çıkıyor:



Kaynak: Bloomberg

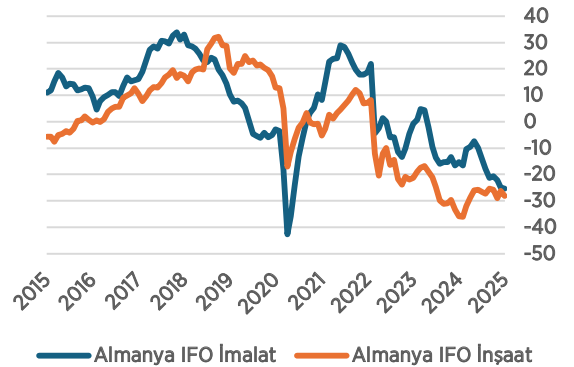
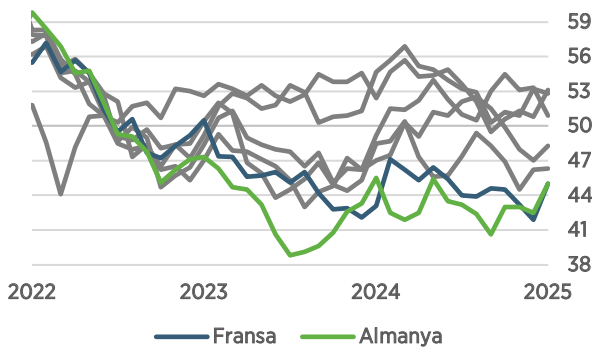
Euro Bölgesi

Euro Bölgesi ekonomisi ABD’de izlenen toparlanma ve Çin’de izlenen dengelenmenin aksine 2024 sonu itibariyle resesyon riskleri ile mücadele etmeye devam ediyor. Rusya-Ukrayna savaşı sonrası ortaya çıkan enerji tedarik kaygıları neticesinde yeşil dönüşüm hedeflerinin askıya alınması, elektrikli araçlar kaynaklı olarak otomotiv sektöründe yaşanan dönüşüm, küresel ticaret koşullarına ve navlun bedellerine yüksek hassasiyet, bölge içi sektörel ve ülke bazlı ayrışmaların çok yüksek olması, ve yapay zeka gibi yenilikçi alanlarda geri kalınması sebebiyle yatırım görünümünün ve fiyatlama beklentilerinin erozyona uğraması bu tabloda etkili olmakta.

Alt detaylara inildiğinde, bölge ekonomisi Almanya ve Fransa gibi lokomotif ülkeler etkisinde ve imalat sektörleri öncülüğünde daralma sınırında seyretmekte. Trump’ın devreye alacağı gümrük tarife adımlarının ABD-Avrupa Birliği ticareti üzerindeki doğrudan veya ABD-Çin veya ABD-Diğer ülkeler ticareti üzerindeki dolaylı etkilerine bağlı olarak bu görünüm 2025 yılında da toparlanmayabilir.

Alt detaylara inildiğinde, perakende harcamaların Euro Bölgesi ekonomilerinde Euro kullanmayan ülkelere kıyasla görece zayıf ilerlemesi, istihdamda ve maaş artışlarında iç talebi tetikleyebilecek boyutta bir toparlanma izlenmemesi, yatırım aktivitesinin sadece makine-teçhizat değil inşaat tarafında da zayıflığı, konut piyasalarında değerlemelerin iyileşmemesi, ve güven anketlerinin son derece kötümser yanıtlanması öne çıkmakta. Tüm bunlara karşın enflasyonda ise yalnızca resmi hedefe doğru olağan bir gevşeme var. Bu tabloda şimdilik bir sürpriz beklenmiyor, ancak enflasyondaki gerilemenin büyümedeki risklere kıyasla sınırlı olması, önümüzdeki dönemde arz faktörleri kaynaklı öngörülemez bir fiyat şoku yaşanması durumunda para politikası açısından ayrıca bir risk senaryosu besleyebilir.

Euro Bölgesi imalat sektörleri toparlanırken Almanya ve Fransa geriden geliyor; Almanya’da reel sektör beklentileri son derece olumsuz (IFO):



Kaynak: SPGlobal

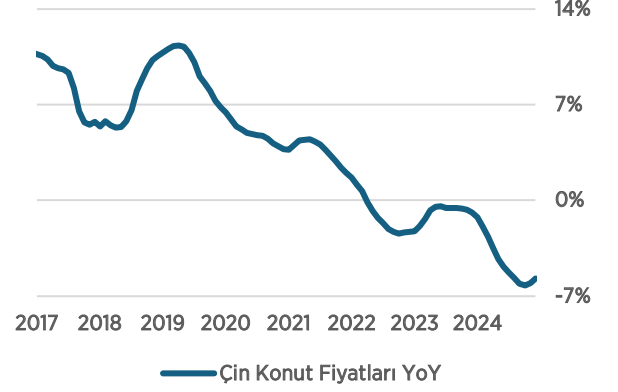
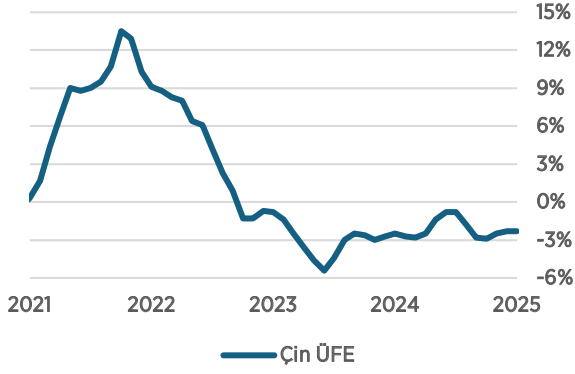
Çin

Çin’de 2024 boyunca devreye alınan parasal ve mali pek çok farklı destek ve teşvik adımı akabinde aktivite görünümdeki bozulma 2024 4. çeyrek itibarıyla sona ermiş gibi duruyor. Çin ekonomisinin 2024 yılını %5’lik resmi büyüme hedefini tutturarak sonlandırabilmesinde, ihracatın sene sonunda hızlanması ve iç talepteki bozulmanın sona ermesi etkili oldu.

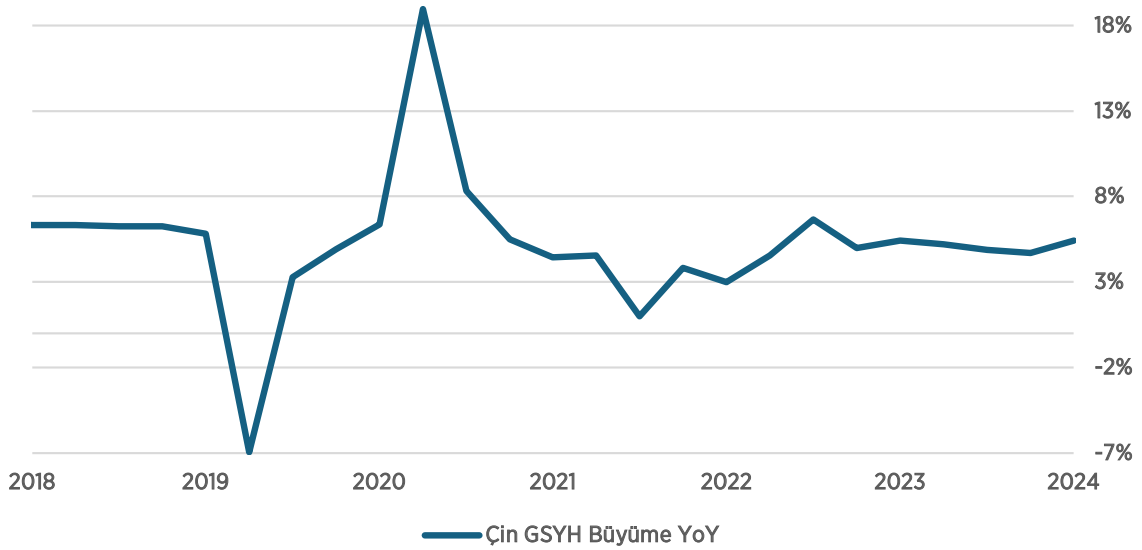
Hatırlamak gerekirse, Çin devleti faizler ve likidite tarafında 2024 boyunca attığı adımlara ek olarak Eylül ayında duyurduğu \$1,4 trilyon değerinde bir dizi Hazine ve Maliye önlemiyle yerel yönetimlerin borçlanabilmelerinin önünü açmak, konut piyasasındaki atıl stoğun eritilmesine ve fiyatların yeniden artmaya başlamasına destek olmak, ve hane halkını destekleyecek sosyal programlara kaynak yaratmak için adım atmıştı. Tasarlanan önlemlerin uzun vadeli olması ve özellikle konut piyasasındaki problemlerin büyüklüğü ışığında hızlı bir çözüm süreci beklenmese de en azından tüketici beklentilerinin ilk etapta olumlu tepki vermeye başladığı gözlemlenmekte.

Kötüye gidişin sona ermesine rağmen, Çin’de temel problemler 2025 yılında da gündemde kalmaya devam edecek: İç talepteki zayıflık büyük şehirler istihdam verilerindeki bozulma kaynaklı olup konut fiyatlarındaki düşüş ile birleşince, Çin’deki gayrimenkul şirketlerinin problemlerinin uzun bir süre daha devam edeceği düşünülüyor. Çeşitli üretim alanlarına verilen teşviklerden ve biriken atıl kapasiteden dolayı Çin ÜFE’sinin iki yıla yakın bir süredir ekşi seviyede ilerlemesi söz konusu, ancak bu durum ticaret kısıtları sebebiyle küresel tüketici enflasyon görünümüne ve talebe birebir yansıyamıyor. Devletin hem parasal hem de mali taraftan desteklerini sürdürmesi ışığında Yuan’da değer kaybı izlendiği için sermaye akımları risk altında. Nihayetinde bu tablo, Çin’in %5’lik resmi büyüme hedefine dair risklerin de canlı kalacağını düşündürüyor.

Çin'de iç talep koşulları ve devlet destekleri sebebiyle enflasyon baskıları izlenmese de, talepteki zayıflık konut piyasasını daha da baskılayarak aşağı yönlü riskleri besliyor:



Kaynak: Bloomberg



Fiyatlamalar

Küresel finansal piyasalarda 2024 boyunca en fazla belirsizlik ve fikir ayrılığı yaşanan konuların başında Fed faiz patikası geldi. Yılın ilk yarısında istihdam verileri gevşeme gösterip piyasa katılımcıları resesyon ihtimalinden endişe ederken özgüvenli mesajlar verip sıkı duruş ihtiyacının altını çizen Fed, istihdam verileri dayanıklılık sergileyip piyasa endişelerinin tam hafiflemeye başladığı dönemde ise Eylül toplantısı ile sürpriz biçimde gevşemeci bir politika yönlendirmesi verdi. Sene sonu gelip ABD başkanlık seçimleri geriden kaldıktan sonra ise yeniden sene ortasındaki göreceli sıkı yönlendirmesine geri dönen Fed, ileri vadeli swap faiz fiyatlamaları ile uzun vadeli tahvil getirilerinde belirgin oynaklıklara sebep oldu.

Fed'in bu kafa karıştıran ve eleştiri gören yönlendirme oynaklığına karşın diğer küresel merkez bankaları ise çok daha tutarlı ve dengeli bir iletişim patikası izledi. Avrupa Merkez Bankası ECB büyüme kaygıları iyice derinleşene kadar enflasyon mücadelesi mesajlarını vurgulayıp enflasyonda geri çekilme başlamasıyla beraber faiz indirim patikasını netleştirirken, İngiltere Merkez Bankası BoE de benzer şekilde maaş artışlarının ve iç talebin güçlü olduğu dönemde sıkı politikasını koruyup tüketim göstergeleri yavaşladıktan sonra faiz indirim yoluna gitti. Küresel piyasaların genelinde hakim olan bu gevşeme eğilimi yalnızca kendi enflasyon döngüsünde gecikmeli adım atan Japonya merkez bankası BoJ tarafında paylaşılmasa da, BoJ'dan bundan sonra sadece 2 adet daha faiz artışı beklenmesi ve vadeli piyasalarda oluşan faiz fiyatlamasının zaten 1 adet faiz artışını fazlasıyla içermesi sebebiyle etkinin sınırlı olacağı görüşündeyiz.

Dolayısıyla 2025 boyunca Fed'den ve BoE'den 2'şer ve ECB'den ise 3 adet daha faiz indirimi, buna karşın BoJ'dan ise 2 adet faiz artışı beklemekteyiz. Faiz beklentilerimiz üzerindeki riskler Fed'in 1 adet faiz indirimi ile yetinirken ECB'nin 4 adet faiz indirimi yapması şeklinde de evrilebilir.

İşte bu tabloda, döviz kurları tarafında hem küresel ticaret hadleri hem de Dolar endeksi üzerindeki belirleyiciliği yüksek olan EURUSD paritesi üzerindeki riskler aşağı yönlü oluşmakta. Ancak aşağı yönlü baskının hem faiz farklarının finansal akımlar, hem de büyüme farklarının ticari ve yatırım akımları üzerinden artacak olmasına rağmen, parite hareketinin "politik sebeplerle" sınırlı olacağı kanısındayız. Bu görüşümüzde, ABD'de Trump'ın ticaret odaklı politikaları hız kazanırken çok değerli Dolar'a tahammül edilmeyeceği, ve buna ek olarak Avrupa'da da Euro'nun psikolojik 1,00 eşiğine yaklaşmasının iç siyaset çalkantıları arasında arzulanmayacağı beklentimiz belirleyici.

EURGBP paritesi tarafında İngiltere'de ekonomik aktivitenin hız kesmesine rağmen enflasyonu besleyen maaş artışlarının yüksek devam etmesi sebebiyle BoE'nin yakın geçmişte varsayıldığı ölçüde faiz indiremeyeceğini yorumlamıştık. Ancak İngiltere ekonomisinden gelen son verilerin yavaşlama sinyallemesi ışığında, EURGBP paritesinde artık belirgin bir düşüş beklemiyoruz.

Emtia piyasalarında Çin ÜFE'sinin eksi olması, Çin talep görünümünün zayıf olması, küresel ticaret hacimlerinin Euro Bölgesi imalatı ve Çin talebi kaynaklı zayıf ilerlemesi, ve jeopolitik risklerin korkulan etkileri yaratmaması ışığında belirgin değer artışları beklemiyoruz. Petrol özelinde, OPEC+ tarafından fiyatları desteklemek iç gelen tüm hamlelere rağmen arz kesinti yükünün tamamının Suudi Arabistan'ın sırtına binmesi nedeniyle süreci sürdürülebilir bulmuyoruz. Bunlara ek olarak Brent petrol fiyatının Rusya-Ukrayna, Ortadoğu, ve Uzakdoğu kaynaklı tüm risk faktörlerine rağmen 2024 boyunca \$85/varil seviyesini kalıcı biçimde aşmadığını hatırlamakta fayda var. Dolayısıyla Trump döneminde jeopolitik risklerin de hafifleyeceği beklentisinden yola çıkarak, ne petrol fiyatlarında ne de yeterli büyüme baskısı oluşmadığı için endüstriyel emtialar tarafında herhangi bir ralli beklemiyoruz.

2025 boyunca Çin'de atılan parasal teşvik adımlarının gecikmeli devreye girmesi ve Trump politikalarının ilk etap yansımaları ışığında küresel enflasyon görünümü üzerinde baskı izlenebilir. Bu baskılar, Ortadoğu ve Avrasya jeopolitiğinde beklenen sakinleşme ile bir miktar dengelenebilir. Ancak herhangi bir enflatif senaryoda faiz indirimlerinin gecikmesi de gündeme gelebileceği için, emtia fiyatları konusundaki tahminlerimizden endişe etmiyoruz.

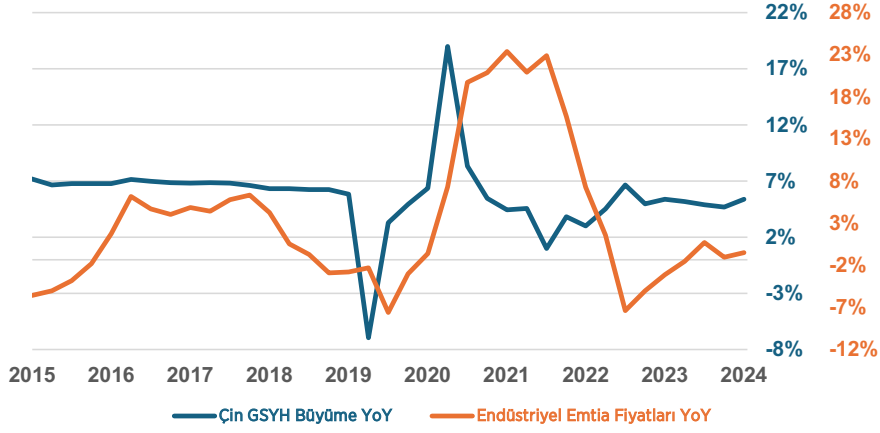
Altın tarafında küresel reel faiz getirilerinde büyük bir yükseliş beklemediğimiz için küresel jeopolitik risk unsurlarında hafiflemeye rağmen yukarı yönlü düşünmeye daha yakınız. Bu beklentimizde altın fiyatının diğer varlık sınıflarına kıyasla geciken performansı, küresel merkez bankaları alımlarının devam etmesi, Bitcoin/Altın oranının yükselmesi, ve önümüzdeki süreçte imalat sanayi talebinin dipten toparlanmaya devam etmesi etkili olmakta.

Küresel faiz farkları EURUSD paritesini aşağı bastırsa da politik sebeplerle 1,05'e yakın seyir öngörüyoruz:



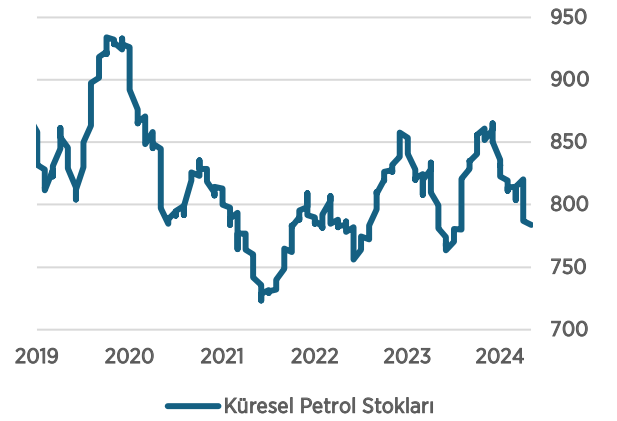
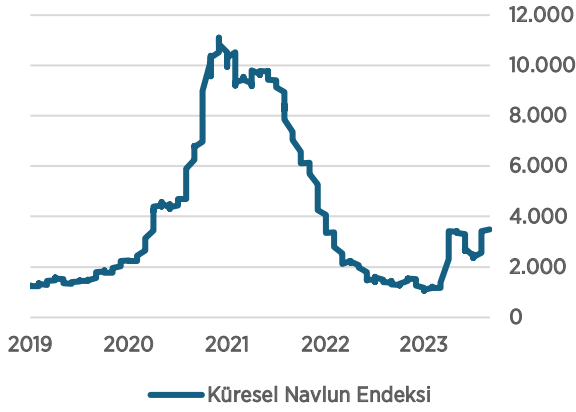
Kaynak: Bloomberg

Başta Çin olmak üzere küresel talep koşulları endüstriyel emtia fiyatlarını destekleyebilecek tempoda ilerlemiyor.



Kaynak: Bloomberg

Jeopolitik riskler navlun maliyetlerini yükseltse de, emtia fiyatları talep baskısı altında. Petrol tarafında arz-talep dengesi stokları eritememekte.



Kaynak: Bloomberg

Türkiye Makroekonomik Görünüm

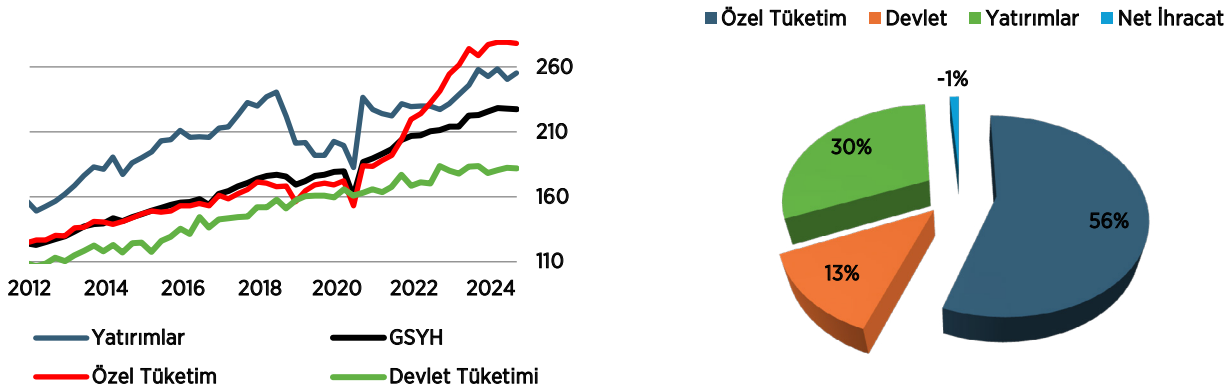
Ekonomik Aktivite

Ekonomik aktivitenin 2024 başında beklentileri aşması ardından, ikinci ve üçüncü çeyrekler itibariyle iç talep koşullarında gevşeme izlendi. Dördüncü çeyreğe dair öncü göstergeler ve açıklanan son aylık gerçekleşme verileri ise, aktivite hızında yeniden toparlanma sinyalliyor. Ancak farklı veri setleri arasındaki tutarsızlıkların giderek belirgin hale gelmesinden ötürü, bu toparlanma beklentilerine şimdilik temkinli yaklaşıyoruz.

Nitekim 2023 genel seçimleri ardından yeni ekonomi yönetiminin şekillenmesi ile birlikte devreye alınan sıkılaştırıcı adımların kredi kısıtları kaynaklı olarak finansmana hassas sektörlerde daha çok hissedilir hale gelmesi beklenir. Buna ek olarak tüketici enflasyon ve kur beklentilerinin de 2023'e kıyasla daha makul seviyelere gerilemesi, öne çekilen talebin son bulması, tasarrufların getirisinin artması, 2025 maaş artışlarının sınırlı tespit edilmesi, ve şirketlerin mali sağlığına ve dolayısıyla istihdama dair endişeler ışığında talebin gevşemesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu beklentimiz kredi piyasası ve hızlı frekanslı kredi kartı harcamaları gibi verilerde ortaya çıksa da, perakende satışlar ve sektörel güven anketleri gibi aylık verilerde tezat biçimde güçlü sonuçlar raporlanıyor.

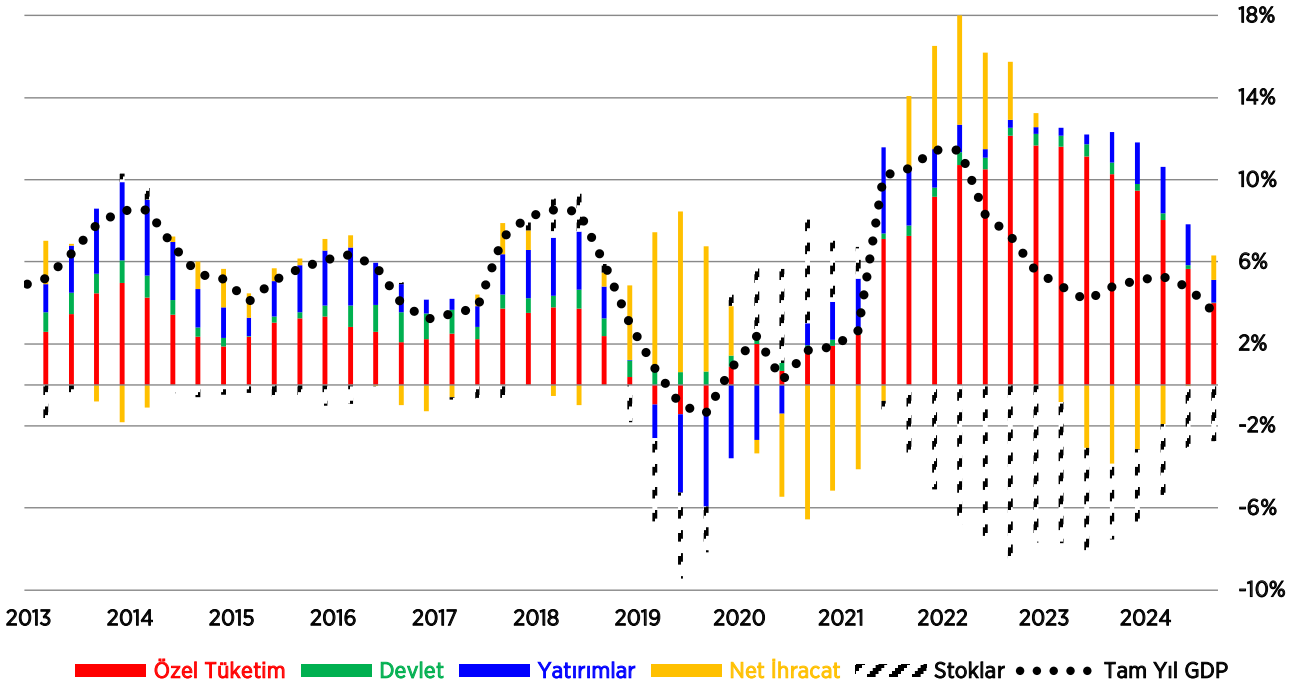
Ayrıca kısa vadeli değişkenlerin ötesinde mevcut dengelenme sürecinin devamını daha iyi analiz edebilmek için gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH) tarafında son 5+ yılda öne çıkan gelişmelere baktığımızda, en büyük değişimin büyüme kompozisyonunda yaşandığını görüyoruz. GSYH'yi oluşturan harcamaların alt kırılımlarının 2002'den bu yana son 22 senelik seyri, hanehalkı harcamalarının büyümeye hiç olmadığı kadar yüksek katkı sağladığını ortaya koyuyor. Üstelik salt katkı bir yana, yine aynı 22 yıllık tarih aralığında resesyon dönemleri hariç tutulduğunda hanehalkı tüketim artışı yatırım harcamalarının hiç olmadığı kadar önüne geçmiş durumda.

Özel tüketim pandemiden bu yana diğer harcama kalemlerinden çok fazla arttığı için, büyüme kompozisyonu da tüketim ağırlıklı olarak evrildi:



Kaynak: TÜİK

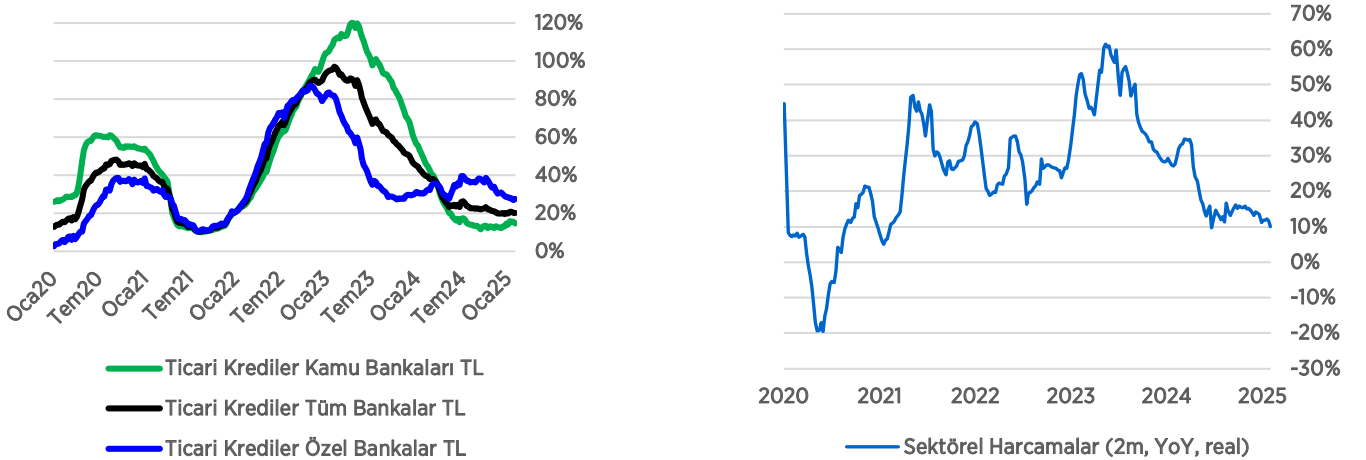
İç tüketimin büyümeye katkısı hiç olmadığı kadar yükselmiş durumda:



Kaynak: TÜİK

Büyüme kompozisyonunda oluşan bu değişimin Türkiye'nin enflasyon, dolarizasyon, dış denge, döviz rezervleri ve nihayetinde piyasa güveni görünümünde yarattığı risklere bağlı olarak, 2023 yılından bu yana devreye alınan selektif kredi kısıtları, faiz artışları, bankacılık sektör düzenlemeleri, tüketici kredili harcama düzenlemeleri, ve TL tasarrufları destekleyici adımlar hala büyük ölçüde devrede. Tüm bu uygulamaların gecikmeli de olsa hissedilir etkiler yaratmaya başladığını gözlemlemekteyiz.

Alınan dengeleyici önlemler neticesinde reel kredi büyümesi sona erdi, kredi kartı harcamalarında da gevşeme var:



Kaynak: TCMB, BDDK

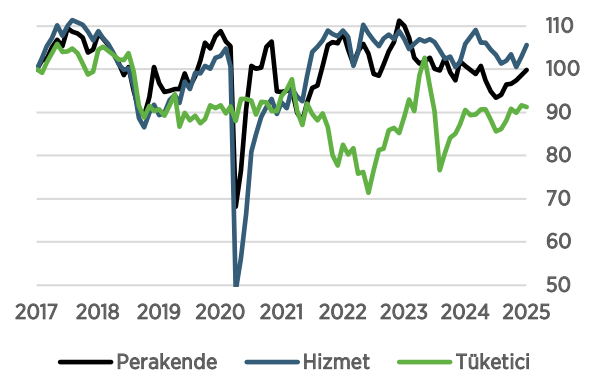
Aktivitenin gidişatını üretim üzerinden irdelemek için sektörel detaylara indiğimizde, sanayi üretiminin %90'ına yakınıni teşkil eden imalat sanayinin yıllık bazda yeniden genişleme bölgesine geçtiğini ve bunda genişlemeye katkı bazında en fazla sermaye malları üretiminin etkili olduğunu görüyoruz. Ayrıca imalat sanayi altında yer almayan enerji ve madencilik-taş ocakçılığı sektörlerinin de toplam üretimi artırdığı ancak etkilerinin görece sınırlı olması sebebiyle bu sektörler hariç tutulduğunda da sonucun değişmediğini unutmamak lazım.

Ancak sene sonuna kadar nispeten yavaş artan bu üretim artışlarının özellikle yılın son 2 ayında belirgin hızlanması, genel talep koşullarından ziyade ABD Başkanı Trump'ın gümrük tarifelerini artırması öncesi öne çekilen taleple de alakalı olabilir. Zira bu tablo yalnızca üretim tarafında değil, toptan ticaret hacimleri tarafında da benzer oluşmakta. 2024 Aralık verisinde öne çıkan detayın perakende ve otomobil satışları yerine toptan satışlar ile bilgisayar/elektronik ve gümrük tarifelerine konu olabilecek diğer ulaşım araçları üretimi olması, hareketin kalıcılığını sorgulattırıyor. Aynı etki, Çin ve ABD'nin Aralık ayı dış ticaret verilerinde de gözlemlenmişti.

Gümrük tarife etkilerinin ötesinde, imalat sanayinin alt kırılımlarında motorlu taşıt, elektrikli teçhizat, deri, ve diğer makine ekipman gibi sektörlerdeki yıllık üretim daralması özellikle öne çıkmakta. Doğrudan ihracata dönük olmayan veya yurtiçi likidite ve kredi koşullarına hassas olan bu sektörler, sene boyunca sermaye ve ara malı üretimindeki daralmayı büyük ölçüde açıklamakta.

2024 boyunca zayıflama eğiliminde olan anket göstergeleri ise TCMB'nin Aralık ayında faiz indirimlerine başlaması ile birlikte yeniden toparlanma eğilimine geçti. Reel sektöre kıyasla hizmet ve inşaat alanlarında görece daha belirgin olan bu toparlanmanın kalıcılığını da parasal ve mali koşulların faiz indirimlerine rağmen hala sıkı kalacağı yönlendirmesi ışığında sorgulamaktayız. Üstelik bu tablo, tarihi diplerine daha yakın ilerleyen tüketici güveni ile de tezat yaratmakta. Tüketicilerin gelecek döviz kuru ve enflasyon endişeleri hafifleyip tasarruf etmenin getirisi hala cazip seviyelerde bulunduğu için, tüketim talebinin öne çekilmesine gerek olmadığını düşünüyoruz.

Üretimdeki göreceli zayıflık ve tüketici güveninin tarihsel ortalamaların altındaki seyrine rağmen tüketimde sene başı itibariyle toparlanma emareleri var, bu durumun kalıcı olmasını beklemiyoruz:

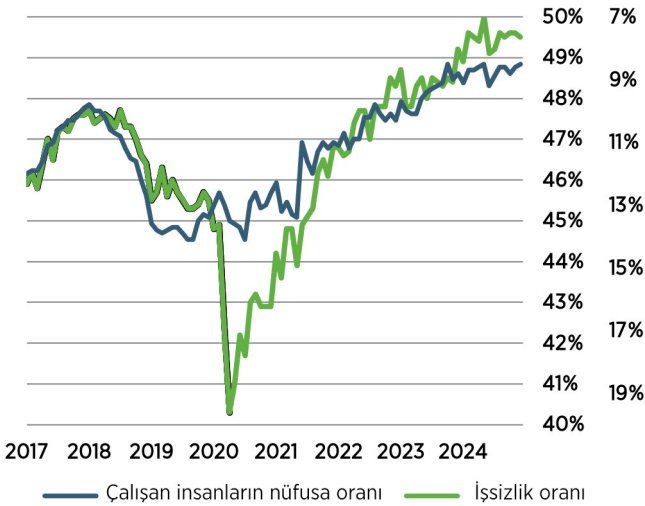


Kaynak: TÜİK

Reel sektör aktivitesinin baskı altında olduğunu ortaya koyan bu tablo istihdam tarafında da teyit edilmekte. Toplam istihdamda Covid şoku sonrası başlayan toparlanma duraksamadan devam etse de, işsizlik oranının nüfusa oranla yeteri kadar istihdam yaratılmadan gerilediğini izlemekteyiz. Normal şartlar altında işgücüne katılım oranının gerilemesi ile oluşabilecek bu durumun, mevcut dönemde nüfus artış hızındaki gerileme ile maskelendiğini izlemekteyiz. Dolayısıyla geçmişte olduğu gibi yalnızca işgücüne katılım oranına bakarak yapılan yorumlar, nüfus artış hızının gerilemesine rağmen hala nüfusa kıyasla yeterli istihdam yaratılmadığını ortaya çıkarmakta yetersiz olabilir.

Özetle, enflasyonla mücadele kapsamında büyüme kompozisyonunda dengelenmeyi sürdürme amacıyla izlenen sıkı politikaların 2025 boyunca ekonomik aktivite üzerinde baskı yaratmaya devam etmesini ve bu doğrultuda finansmana erişime ve finansman maliyetlerine hassasiyeti yüksek olan sektörler üzerindeki baskının sürmesini bekleriz. Dengelenme sürecinin maliyeti, enflasyon baskısının ön planda olduğu hizmetlerden ziyade reel sektör üzerinde ve özellikle de finansal sağlığı zayıf olan şirketlerde bu alanlardaki istihdamda daha yoğun hissedilebilir.

İşsizlik oranı yalnızca işgücüne katılım ile gerilemedi, istihdam da yaratıldı; ancak bu oranlara “nüfus artış hızının” tarihi dibe çökmesi de destek oldu:



Kaynak: TÜİK

Dış Denge

Büyüme kompozisyonunun iç tüketim aleyhine dengelenmesi için 2024 boyunca atılan tüm adımlar ve finansal koşullarda izlenen sıkılaşıma ödemeler dengesi tablosunda belirgin bir iyileşme yarattı. İyileşme beklentimize katkı sağlayan gelişmeler:

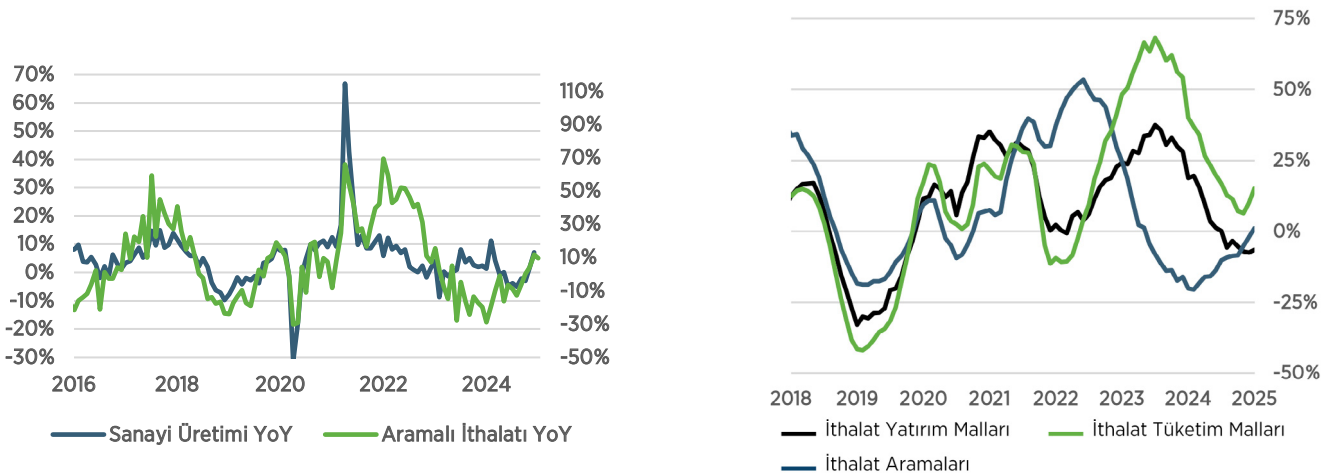
1. Mal ticareti dengesinin aramalı ithalatındaki hafifleme kaynaklı iyileşmesi,
2. Turizm gelirlerinin yüksek devam etmesi,
3. Hammadde ve enerji maliyetlerinin geçtiğimiz yıllara kıyasla gerilemesi,
4. Altın ithalatının hafiflemeye devam etmesi,
5. Finansman girişlerinin cari dengenin yaratacağı ihtiyacın üzerine çıkarak rezervlerde birikime sebep olması

Hatırlanacağı gibi, 2018 kur krizi sonrası yaşanan ekonomik daralmaya paralel biçimde fazla vermeye başlayan cari denge, Covid şoku sonrası önce iç talebin patlaması, ardından petrol ve diğer emtia fiyatlarının tüm dünyada zirveye çıkması, ve sonrasında da yurtiçinde dolarizasyon aleyhine atılan adımların şirketlerin ara malı ithalatını öne çektiği neticesinde belirgin bozulma göstermişti. Türkiye'nin yabancı sermaye ve sıcak para kaybı yaşadığı bu dönemde altın ithalatı da belirgin artış gösterince, net hata noksan girişlerinin tarihte hiç olmadığı kadar yükseldiği izlenmişti.

Önümüzdeki dönemde yurtiçi finansal koşullardaki sıkılığın devam etmesini ve başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında belirgin yükselişler öngörmediğimiz için cari dengenin yataya yakın ilerlemesini bekleriz. Bu tabloyu etkileyebilecek bir olasılık üreticilerin stok artırma meyilleri olabilir, ancak küresel ve yurtiçi gelişmeler kapsamında bu olasılığı da düşük buluyoruz.

Turizm tarafında ise hem yabancı turist giriş sayıları, hem de kişi başı net turizm gelirleri geçmiş senelere kıyasla yavaş da olsa iyileşmeye devam ediyor. Dolayısıyla hem hizmet gelirleri tarafında, hem de petrol fiyatları kaynaklı olarak enerji giderleri tarafında, herhangi bir olumsuz sürpriz oluşmayacağını varsayıyoruz.

Aramalı ithalatının sanayi üretiminin ima ettiğinin altında ilerlemesini beklemekteyiz:



Kaynak: TÜİK

Tüm bunlara ek olarak TL faizlerinin diğer gelişmekte olan ülke getirilerine kıyasla seviyesi ve döviz kurlarının istikrarlı bir şekilde yönetiliyor olması da TL cinsi varlıkları yabancı yatırımcılar için oldukça cazip kılmakta. Üstelik bu cazibe yalnızca carry kanalından sıcak para ve hisse/tahvil akımları olarak değil, Türkiye'nin kredi notunda yaşanan iyileşmeler ve diğer olumlu jeopolitik risk gelişmeleri gibi haber başlıkları üzerinden orta-uzun vadeli yatırımcılara da davetiye çıkarmakta.

Yabancı finansal yatırım akımlarının ötesinde, Dünya Bankası deprem sonrası yeniden yapılanma/proje fonlama tutarlarının artırılması ve 3. ülkeler üzerinden sağlanan karşılıklı finansman kararları da yurtiçi sisteme döviz girişlerinin artmaya devam edeceği anlamına geliyor.

Dolayısıyla TCMB döviz rezervlerinde 2023 genel seçimleri sonrası başlayan ve 2024 yerel seçimleri ardından hızlanan toparlanma sürecinin önümüzdeki dönemde de aksaklığa uğramadan ve herhangi bir makro-finansal istikrarsızlık yaratmadan devam etmesini beklemekteyiz. Bu noktada izlenebilecek bir değişim, döviz rezervlerinin yeterli ve makul bir seviyeye ulaştığına karar getirilmesine bağlı olarak geçmişteki kadar yüksek faiz uygulama ihtiyacının hafiflemesi ışığında TCMB'nin faiz politikası tarafında daha da esnek hareket edebilmesi olabilir.

Fiyat Gelişmeleri

Enflasyona dair beklentilerimiz, ekonomi yönetiminin söylemlerini ve yeni ekonomi politikalarının sürekliliğini baz alan bir dizi varsayım ışığında şekillenmekte. Bu varsayımlar:

- Genel iletişim ve yaklaşım tarafında şeffaflık, öngörülebilirlik ve hesap verebilirlikten taviz verilmeyeceği,
- Geçmiş uygulamaların ve mevcut dönüşümlerin teyit ettiği şekilde yurt içi tasarruf sahipleri ve yurt dışı yatırımcılar tarafından kabul gördüğü bilinen ve "Ortodoks" diye tabir edilen para ve maliyet politikalarından uzaklaşmayacağı,
- Para arzı gelişmeleri üzerinde belirleyiciliği yüksek olan kredi büyümesine karşı atılan kısıtlayıcı adımlardan erken vazgeçilmeyeceği,
- Yeniden dengelenme sürecinde tüketicilerden ziyade üretici kesimlerin öncelikli destekleneceği,
- Yurt içi ekonomik aktivitede beklenen yavaşlamayı dengeleme maksadıyla geçmişte uygulandığı gibi gelir dağılımını ve varlık fiyatlarını orantısız etkileyecek girişimlere başvurulmayacağı.

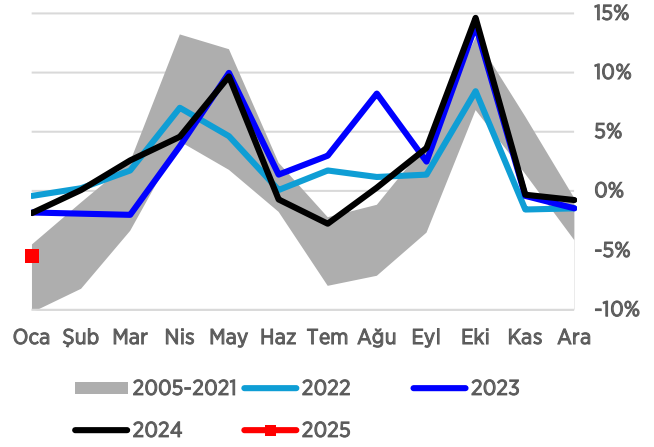
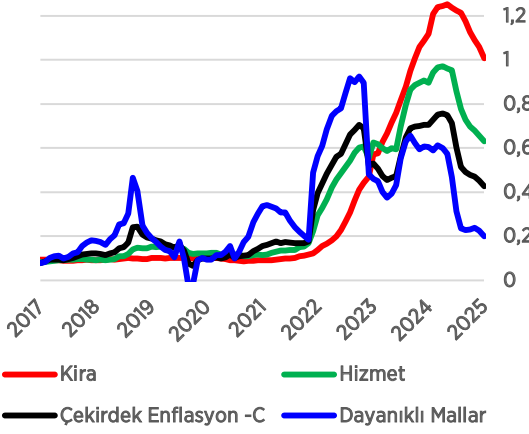
Varsayımlarımızdan herhangi bir sapma yaşanmaması durumunda, enflasyonun 2025 yılının genelinde geçtiğimiz seneki öngörülerimize paralel gerilemeye devam etmesini beklemekteyiz.

Bu gerilemede döviz kurlarından geçişkenliğin giderek daha da sınırlanması, ücret artışlarının sınırlı olması ışığında iç talep koşullarının özellikle ürün ve mal grupları özelinde fiyat artışı beslemeyecek seviyelerde oluşması, hizmet sektöründe fiyatlama davranışlarının tüketici lehine düzelme göstermesi, başta petrol olmak üzere küresel emtia fiyatları kaynaklı riskler öngörmememiz, ve devreden çıkmaya devam edecek baz etkilerinin etkili olmasını beklemekteyiz.

Ürün ve mal gruplarında izlenecek fiyat dinamiklerinde, kredi kısıtlarının dayanıklı tüketim malı talebini ve stok finansman maliyetine maruz kalan reel sektör şirketlerini etkilemesi belirleyici olmaya devam edecektir. Tüketicilerin beyaz eşya, elektronik, mobilya gibi yüksek etiket fiyatlı ürünlere kredisiz ulaşmasının zorluğu ve üreticilerin de kredi yokluğunda işletme sermayesi ihtiyacını hafifletmek için stok eritmeye zorlanarak fiyatlarda indirim gitme ihtiyacı, bu gerilemeyi 2025 yılında da desteklemeye devam edecektir.

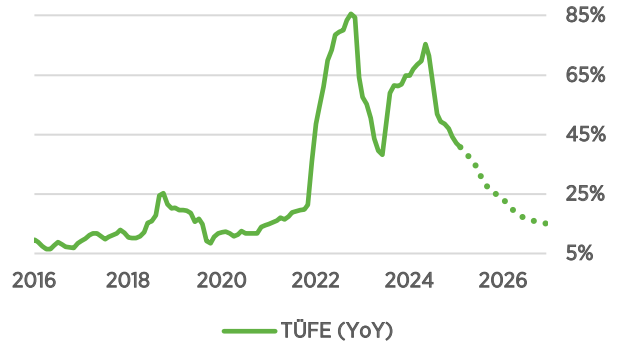
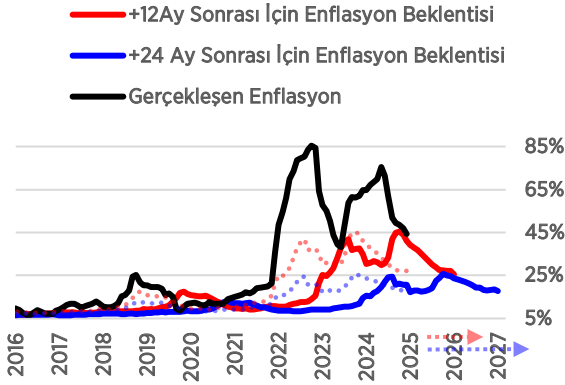
Ürün ve mal grupları hariç tutulduğunda çekirdek endekste ağırlığı yüksek olan hizmetler tarafında ise yapışkanlık kira öncülüğünde şekillenmekte. Merkez bankasının para politikası uygulamalarının doğrudan etki alanının dışında kalan ve geçmişe endeksleme ile pandemi sonrası izlenen %25 kira zam sınırı gibi uygulamalardan etkilenen kira enflasyonunda iyileşmenin zamana yayılmasını beklemekteyiz. Ancak burada oluşan tutarsızlık, enflasyonun kira gibi yapısal bir sebepten etkilenirken enflasyon mücadelesinin yüksek faizler ve kredi kısıtları üzerinden reel sektöre kesilmesi olarak öne çıkmakta. İlerleyen dönemlerde, arsa rayiç bedellerini hafifletecek, dış göç ve yabancı talebini denetim altına alacak, yurtiçi talebi barınma krizine en fazla maruz kalan ve gençler ağırlığından oluşan kesim lehine seçici destekleyecek, ve konut arzının sağlıklı artabilmesi için inşaat sektörüne gerekli teşvikleri sunacak adımlar izlersek şaşırmayacağız.

Enflasyonun seyrinde kira etkisi öncülüğünde hizmet enflasyonu belirleyici. Giyim fiyatlarında mevsimsel etkilerin ötesinde bir sürpriz izlenmiyor.



Kaynak: TÜİK, GCM Yatırım

Piyasanın +12 ve +24 ay ileri vadeli enflasyon beklentisi geriliyor. Bizim de beklentimiz normalleşme yönünde.



Kaynak: TÜİK, GCM Yatırım

Kamu Maliyesi

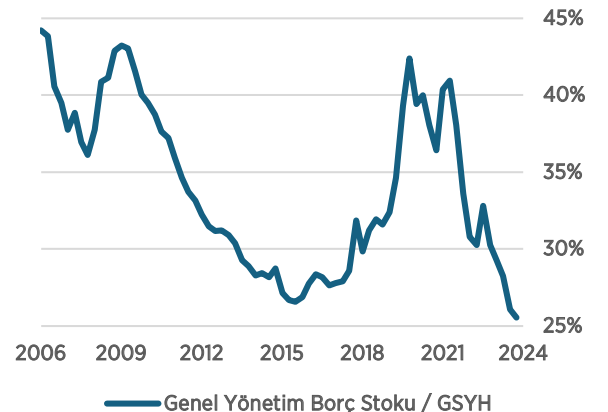
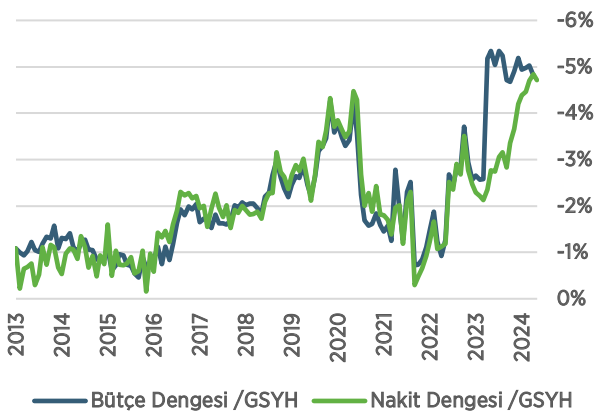
Merkezi Yönetim bütçe dengesinin 2024 yılında -%4,8 açık vermesi ardından, 2025 yılına dair resmi OVP yönlendirmesi -%3,1 seviyesinde. Mali performansın 2024 yılında düzelmeye başlamasında, 2023 yılında deprem felaketi sonrası ortaya çıkan alt ve üst yapı inşaat maliyetleri ve sosyal yardım ihtiyaçlarının bütçelenmiş olması büyük ölçüde etkili oldu. Bu sürecin üstüne 2024 Mart ayındaki yerel seçimler sürecinde de bozulma izlenmemesi ve bütçe açığının 2024 OVP öngörüsüne denk gerçekleşmesi, ekonomi yönetiminin bütçe performansında kontrolü kaybetmek istemediğini ortaya koyuyor.

Elbette, 2024 performansının resmi yönlendirme sınırları içerisinde kalmasında yönetilen-yönlendirilen fiyatların ve vergi oranlarının enflasyon pahasına güncellenmesi de etkili oldu. Zaten bu durum, yerel seçimler öncesinde bile popülizm uğruna enflasyon mücadelesinden taviz verilmezken (faizlerin belirgin artırılması ile eş zamanlı olarak reel sektörün krediye erişiminin kısıtlanması), bütçe performansının kontrolsüz bozulmasına da aynı şekilde tahammül edilmediğini açıkça ortaya koyuyor. Dolayısıyla ekonomi yönetiminin ve siyasi erkin kamu maliyesinde kontrolsüz açılmaya karşı katı duruşunun devam edeceğini varsayarak, bütçe açığının 2025 yılında da resmi yönlendirme sınırları içerisinde kalmasını bekleyeceğiz.

Bu beklentinin şekillenmesinde, bütçe dengesini oluşturan 3 ana grup olan gelirler, faiz dışı harcamalar ve faiz giderleri arasında yalnızca faiz dışı harcamalar tarafında hareket alanı oluşabilir. Zira yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve vergi oranlarında bir miktar ek düzenlemeler gündemde olsa da, son iki yılda izlenen olumsuz enflasyon yansımalarının ardından 2025 yılında kamu maliyesi kaynaklı ek baskı yaratılmayacağı açıkça beyan edilmiş durumda. Faiz giderleri tarafında ise hem iç borç çevirme oranlarının yükselmesi hem de faiz oranlarının sıkı para politikası duruşu ışığında artmasına bağlı olarak toplam borç servisindeki faiz yükü giderek arttı. Önümüzdeki dönemde merkez bankasının faiz indirimlerinin de etkisiyle bu yükte azalma beklessek de, kamu maliyesinde hareket alanı büyük ölçüde faiz dışı harcamalarda oluşabilir. Dolayısıyla beklentimiz, personel giderleri, SGK primleri ve SGK kaynaklı cari transferler gibi katılık içeren kalemler hariç tutulduğunda geriye kalan mal ve hizmet alımları, sermaye giderleri, sermaye transferleri ve diğer cari transferler üzerinden tasarruf hedeflenmesi yönünde.

Bütçe açığına 2023 Aralık ayında tahakkuk edip nakit transferi 2024 yılında gerçekleşen deprem kaynaklı harcamalar da devreden çıktığı için, bütçe-nakit dengesi tarafında herhangi bir belirsizlik öngörmüyoruz. Tüm bunlara ek olarak, bütçe açığında izlenen ve büyük ölçüde deprem kaynaklı olan bozulmanın sona ermesi ardından borç stoku / milli gelir oranında da herhangi bir ek bozulma beklemiyoruz.

Kamu maliyesinde 2023-2024 açılması ardından 2025 itibariyle yeniden dengelenme bekliyoruz:



Kaynak: HMB, TÜİK, GCM Yatırım

Tahminler

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
GSYH Büyüme	10,5%	5,3%	4,0%	3,0%	3,5%	4,0%
GSYH (mia)	\$808	\$906	\$1.119	\$1.307	\$1.613	\$1.581
GSYH (mia)	₺7.256	₺15.012	₺26.276	₺45.606	₺64.525	₺79.051
TÜFE Yılsonu	36,0%	64,3%	64,8%	44,4%	25,0%	15,0%
TÜFE Ortalama	19,6%	72,3%	53,9%	58,5%	31,7%	17,8%
Cari Denge (mia)	-\$6	-\$46	-\$45	-\$9	-\$20	-\$35
Cari Denge (% GSYH)	-0,8%	-5,1%	-4,0%	-0,7%	-1,2%	-2,2%
Bütçe Açığı	3,0%	-1,0%	-5,4%	-4,8%	-4,0%	-3,0%
USDTL Yılsonu	13,3	18,7	29,4	35,4	45,0	55,0
USDTL Ortalama	8,9	16,6	23,8	34,9	40,0	50,0
EURTL Yılsonu	15,2	20,0	32,7	36,7	48,2	61,6
EURTL Ortalama	10,4	17,4	25,7	36,6	43,7	55,6
EURUSD Yılsonu	1,14	1,07	1,11	1,04	1,07	1,12
TCMB PPK Faizi Yılsonu	14,0%	9,0%	42,5%	47,5%	29,0%	20,0%

Piyasa Stratejisi

2025 yılına dair yurtiçi piyasa beklentilerimizin temelinde, Türkiye'nin diplomatik ilişkilerinin, yeni ekonomi yönetimi yaklaşımlarının ve yurtiçi makroekonomik dengelerin olası gelecek seyrine dair bir dizi varsayım yer almakta.

Diplomatik tarafta son bir yılda öne çıkan uzlaşmacı nitelikteki gelişmelerin, öngörülebilir gelecekte kayda değer bir değişime veya bozulmaya uğramayacağını varsayıyoruz:

Suudi Arabistan ve BAE ile normalleşen ilişkiler ve bu kapsamda gündeme gelen finansman mutabakatları

- **Ortadoğu:** Suudi Arabistan, BAE, Mısır ile normalleşen ilişkiler ve bu kapsamda gündeme gelen finansman mutabakatları
- **Avrupa:** Avrupa Birliği sürecinin yeniden kamuoyu gündemine taşınması, Yunanistan ile diplomatik normalleşme sinyalleri
- **ABD:** Trump döneminde ABD ile ilişkilerde sıfırdan yeni sayfa açılması, ABD'nin bölgesel jeopolitik hamlelerinde Türkiye ile işbirliği fırsatlarının oluşması
- **Uluslararası:** NATO ve diğer kurumlar ile ilişkilerin normalleşmesi

Ekonomi yönetiminin yaklaşımlarında, piyasalarda ortodoks diye tabir edilen genel kabul görmüş aşağıdaki uygulamalardan vazgeçilmeyeceğini varsayıyoruz:

- Resmi iletişimlerin ve sözlü yönlendirmelerin şeffaflık, öngörülebilirlik ve hesap verilebilirlik ilkelerini öne çıkartacak biçimde kurulması
- Para politikası ve düzenleyici makroihtiyati önlemler tarafında enflasyon hedefi ile tutarlı adımlar atılması, ve özellikle politika faizindeki indirim sürecinin yurtiçi Liralaşma tercihinin ve yurtdışı sermaye girişlerini sürdürecektir seviyelerde korunarak yürütülmesi
- Likidite yönetiminin Liralaşma hedefiyle tutarlı ve TL mevduat tercihinin olumsuz etkilemeyecek biçimde yürütülmesi ve bu doğrultuda mevduat getirilerinin enflasyona kıyasla cazibesinin korunması

Yurtiçi makroekonomik dengeler tarafında ise, sürdürülemez olan başlıklarda başlayan zorunlu düzeltme süreçlerini aksatacak nitelikte kararlar ve sürpriz gelişmeler izlenmeyeceğini varsayıyoruz:

- Kredi büyümesine karşı atılan kısıtlayıcı adımların, enflasyon görünümünde kalıcı bir iyileşme oluşana kadar devrede kalması, ve bu yolla para arzından iç talebin öne çekilmesine, fiyatlama davranışlarından cari açık ve döviz kuru beklentilerine ve nihayetinde döviz rezervlerindeki erimeye kadar pek çok problem başlığında başlayan iyileşme sürecinin pekişmesi
- 2023 genel seçimlerinin hemen öncesinde risk yaratacak kadar düşük seviyelere gerileyen kullanılabilir brüt döviz rezervlerinde oluşan toparlanma sürecinin, ortodoks politika söylemleri, reel faiz desteği ve TL'nin reel değerlendirme süreci ile desteklenmeye devam edilmesi
- Enflasyon görünümünü düzeltme hedefinin TL'de reel değer kaybına izin vermeyecek olmasına rağmen, reel değer kazancına 2024 yılında olduğu kadar ihtiyaç duyulmaması
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının not artırımlarının devam etmesi, bu esnada Dünya Bankası'nın Türkiye fonlamasını artırma kararı gibi haber başlıklarının hisse, tahvil ve swap kaynaklı sıcak para girişlerini sürdürmesi, ve ekonomi yönetiminin küresel yatırımcı toplantılarında verdiği mesajlar ile bu süreci desteklemesi

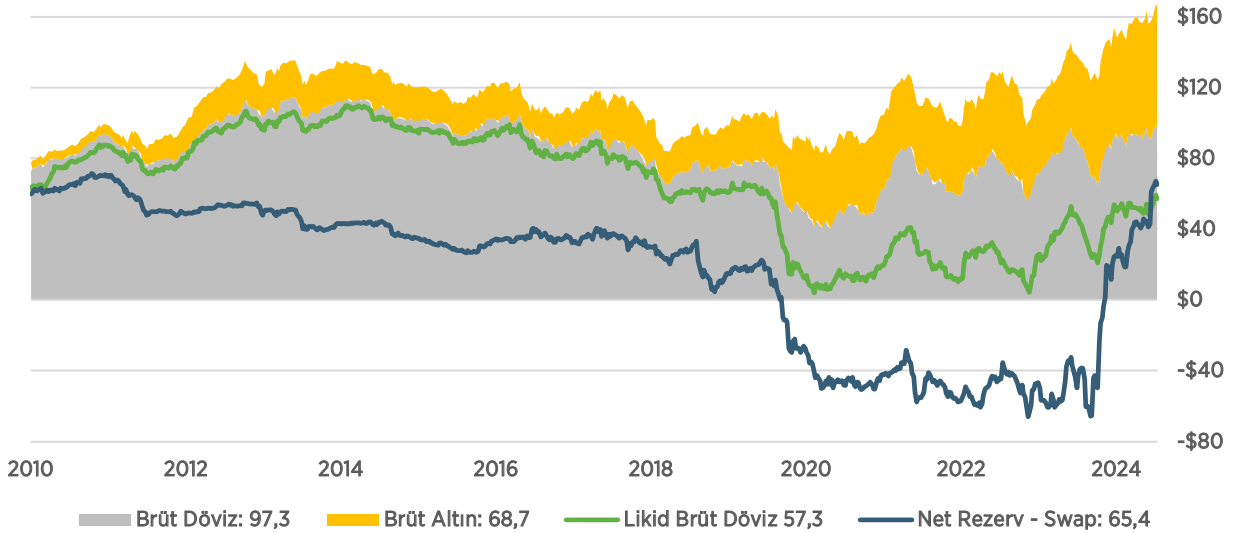
TCMB Döviz Rezervleri ve Kurlar

TL'de 2024 yılında izlenen reel değerlenme sürecinin aynı ölçekte devam etmesine ihtiyaç kalmaması ışığında, 2025 yılı boyunca enflasyon görünümüne denk ve reel seviyeyi koruyacak biçimde ılımlı kur yükselişi izlenebileceğini bekliyoruz. Enflasyonun seneyi %25 seviyesindeki tahminimize denk bir şekilde sonlandırması durumunda, para politikası duruşunun 2026'dan itibaren göreceli gevşetilmesi de söz konusu olabilir. Bu doğrultuda, döviz kurlarının enflasyon farkları ile tutarlı ve istikrarlı bir biçimde yükselmesine izin verileceğini varsayıyoruz.

Tüm bu süreçte, TCMB kullanılabilir likit brüt döviz rezervlerinin sıcak para ve dış finansman yenilemeleri ile toparlanmaya devam etmesini, net rezervlerin ve döviz pozisyonunun ise dış girişlere ek olarak sistem içerisindeki pozisyon transferleri ile daha da toparlanmasını bekliyoruz. TL'deki reel değerlenme sürecinin 2024'e kıyasla hafiflemesini beklesek de, bu durumun yurtdışı sıcak para ve yurtiçi TL mevduat, likit fon, vb. tasarruf araçlarına ilgiyi terse çevirmesini değil, tam aksine hisse senetlerini daha cazip kılmasını bekliyoruz.

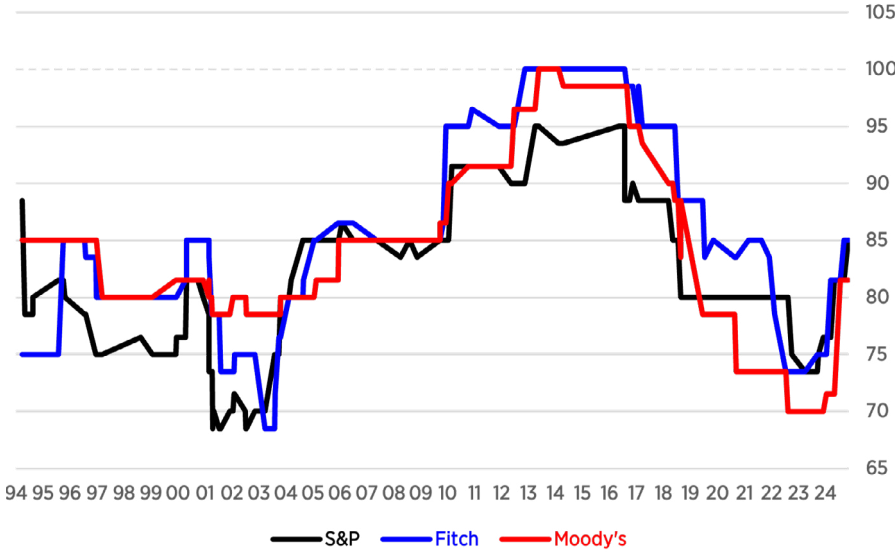
TCMB döviz rezervlerinin detayına indiğimizde, kullanılabilir likit brüt rezervlerin 2024 dibi olan Nisan ayından bu yana sistem dışından sisteme nette \$36+ milyar üzerinde giriş olduğunu, ve buna ek olarak yurtiçi yerleşiklerin Liralaşma tercihine bağlı olarak yaklaşık \$100 milyarlık pozisyon transferi olduğunu hesaplıyoruz. Dolayısıyla kamuoyunda "eksi rezerv" olarak bilinen swap hariç net rezerv pozisyonu, bu girişlerin etkisinde artık net biçimde pozitif dönmüş durumda. Beklentimiz, reel faizlerdeki yükseklik ve TL'deki reel değer koruma beklentisinin carry akımlarını ve Liralaşma sürecini devam ettirmesi ışığında rezerv pozisyonunun da iyileşmeye devam etmesi yönünde.

Kullanılabilir likit brüt döviz rezervler artmaya devam ediyor (milyar \$):



Kaynak: TCMB, GCM Yatırım

Türkiye'nin kredi notu yeniden artıyor:

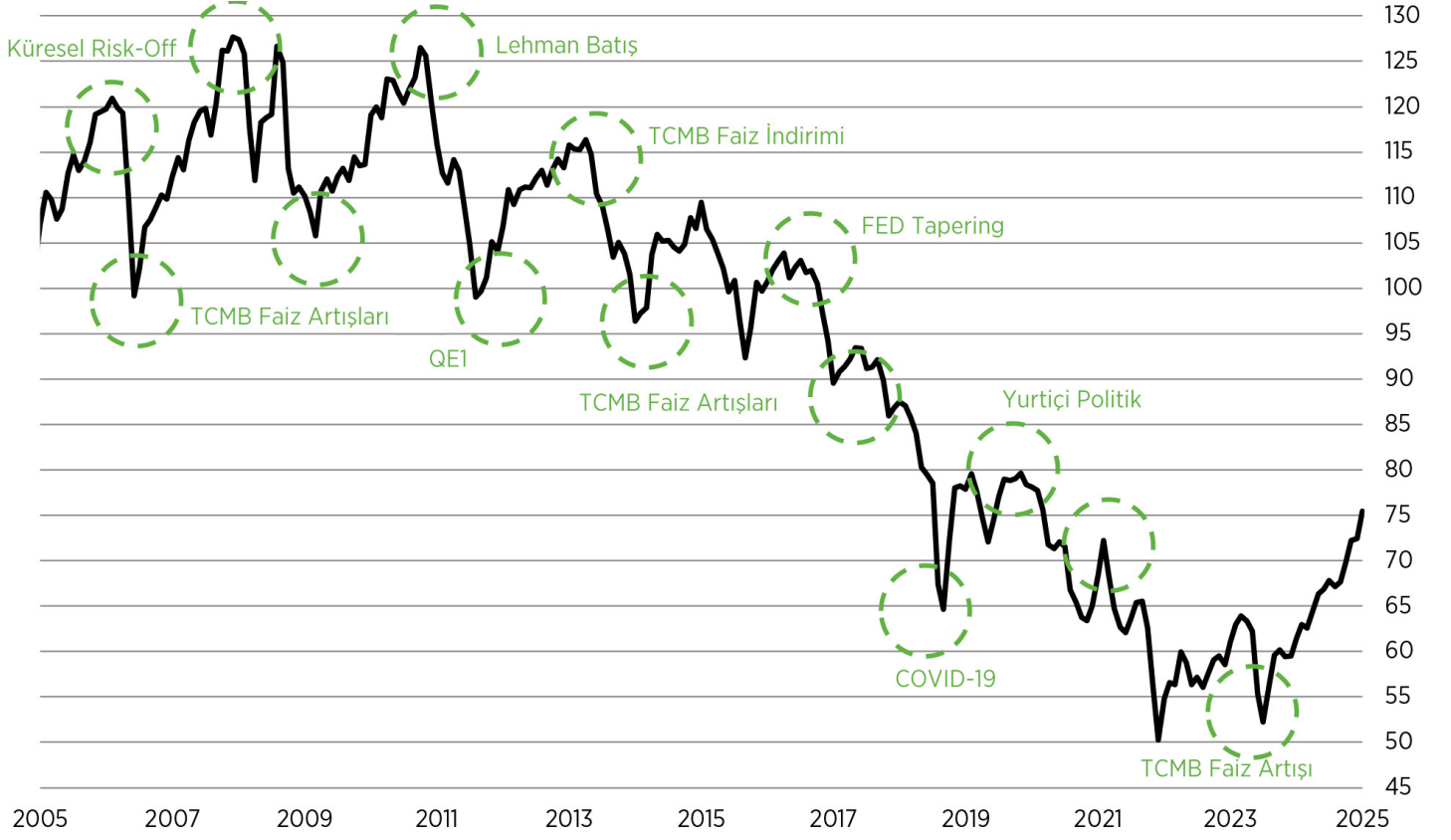


S&P/Fitch	Moody's
BBB	Baa2
BBB-	Baa3
BB+	Ba1
BB	Ba2
BB-	Ba3
B+	B1
B	B2
B-	B3
CCC+	Caa1

S&P	Moody's	Fitch		Tanım
AAA	Aaa	AAA	145	En yüksek kredi kalitesi
AA+	Aa1	AA+	140	Çok yüksek kredi kalitesi
AA	Aa2	AA	135	
AA-	Aa3	AA-	130	
A+	A1	A+	125	Yüksek kredi kalitesi
A	A2	A	120	
A-	A3	A-	115	
BBB+	Baa1	BBB+	110	Yüksek kredi kalitesi
BBB	Baa2	BBB	105	
BBB-	Baa3	BBB-	100	
BB+	Ba1	BB+	95	Önemli kredi riski ve spekülasyon seviyesi
BB	Ba2	BB	90	
BB-	Ba3	BB-	85	
B+	B1	B+	80	Yüksek kredi riski ve yüksek spekülasyon seviyesi
B	B2	B	75	
B-	B3	B-	70	
CCC+	Caa1	CCC	65	Temerrüd riski
CCC	Caa2		60	Yüksek temerrüd riski
CCC-	Caa3		55	Temerrüde düşmüş ve yüksek kurtulma riski
CC	Ca		50	
C	C		45	
D	/	DDD	40	Temerrüt ve batık
		DD	35	
		D	30	

Kaynak: Bloomberg

Reel efektif döviz kuru yeniden toparlanma sürecinde:



Kaynak: TCMB, GCM Yatırım

Faizler ve Sabit Getirili Menkul Kıymetler

Yukarıda detaylandırdığımız makroekonomik görünüm ve finansal piyasa varsayımları altında, enflasyonun yılsonunda %24 seviyesindeki resmi tahmine yakın gerçekleşmesini, TL'deki istikrarlı seyrin korunmasını, buna bağlı olarak ilk etapta mevduat ve likit fonlar ve yılı ikinci yarısında da hisse senetleri olmak üzere TL cinsi varlık tercihinin devam edeceğini öngörüyoruz.

Dolayısıyla TCMB'nin mevcut oyun planından sapmama adına likidite koşullarını TL mevduat tercihinin DTH tercihinin karşı olumsuz etkilemeyecek biçimde yöneteceğini varsayarak, TL mevduatın ve özellikle de likit fonların yılın ilk yarısında cazip birer alternatif olmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Enflasyon görünümü ve diğer makroekonomik dengeler ile finansal piyasalardaki istikrarı koruyacak reel faiz varsayımlarımız ışığında, TCMB'nin 2025 boyunca her toplantıda faiz indirimini gerçekleştireceğini değerlendiriyoruz. Buradaki reel faiz ve diğer dengeler ışığındaki eşliğimizi, sadece tüketicilerin tasarrufa yöneleceği değil, tasarrufların da döviz yerine TL cinsi kalmasının cazip olacağı seviye olarak tanımlıyoruz. Bu tanımımızda ABD tahvil faizleri, Türkiye CDS seviyeleri, enflasyon primi, eurobond getirileri ve USDTL döviz kur beklentilerimiz belirleyici. Dolayısıyla bu beklentilerimiz ışığında TCMB'den beklediğimiz "olabilecek en hızlı" faiz indirim patikası ve ilgili tarihlere denk gelen manşet enflasyon seviyeleri:

PPK Tarih	Faiz	Enflasyon
23.01.2025	45,0%	42,1%
6.03.2025	42,5%	39,1%
17.04.2025	40,0%	37,9%
19.06.2025	37,5%	34,5%
24.07.2025	35,0%	31,7%
11.09.2025	33,0%	27,2%
23.10.2025	31,0%	26,7%
11.12.2025	29,0%	25,0%

Tahvil piyasasında ise temel belirleyicinin yabancı sermaye akımları olmaya devam etmesine rağmen, içeride para piyasası fonlarına getirilen tahvil taşıma yükümlülüklerinin ve tasarruf sahiplerinin fon tercihlerinin tahvillere kaymaya başlamasının da etkili olabileceğini izlemekteyiz. Yakın geçmişe kadar süregelen yurtiçi bankaların menkul kıymet tesis yükümlülüklerinin kaldırılması sonrası tahvil faiz fiyatlamaları TCMB politika faizi ile enflasyon beklentileri ışığında daha sağlıklı oluşmaya başladığı için, enflasyondaki gerileme ve politika faizindeki indirimler, tahvillerde pozisyon alma iştahını artırmakta. Bu kapsamda, BDDK swap kısıtlarında izlenebilecek sınırlı gevşetmelerin de benzer şekilde piyasaya yabancı ilgisini daha da artırabileceğini değerlendiriyoruz. Verim eğrisinde kısa vadeli tahvil faizinin politika faizi beklentimize paralel işlem görmesini, uzun vadeli tahvillerde ise Hazine ihraç takvimi ile fonlama maliyetlerinin ve yabancı iştahının daha belirleyici olmasını bekleriz.

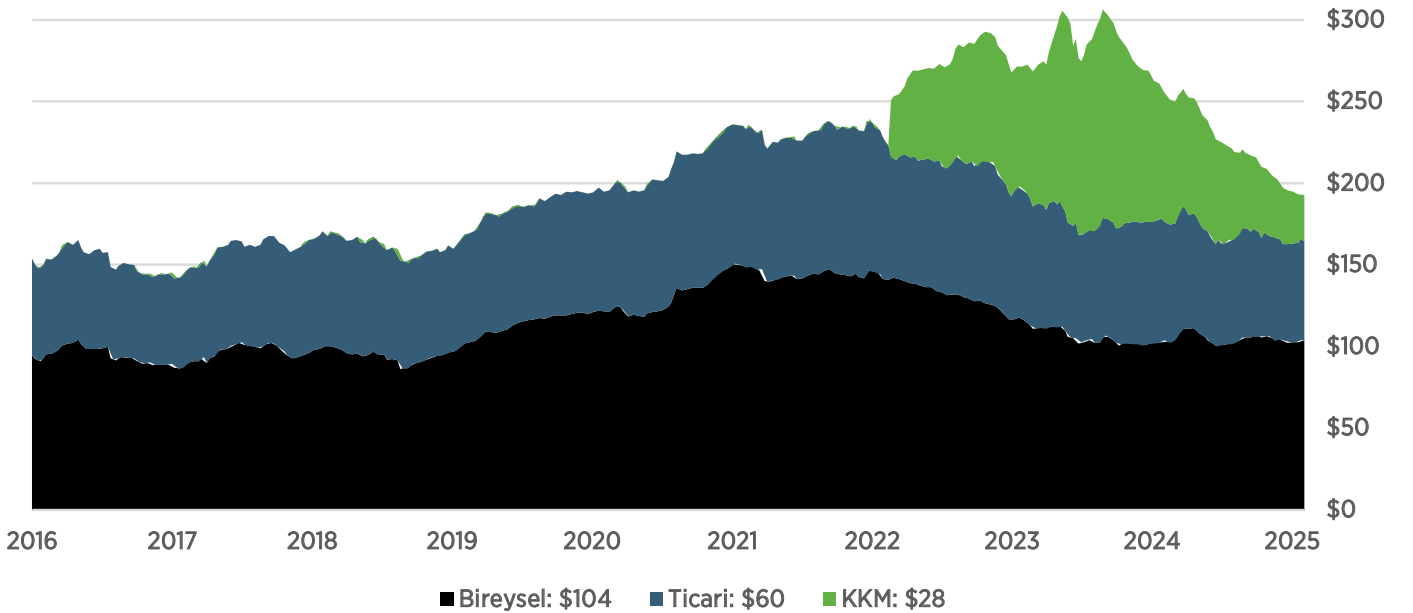
Oluşabilecek dönemsel piyasa oynaklıklarında, kredi notu ve diplomatik gelişmeler gibi başlıklar ışığında uzun vadeli tahvillere fonlama maliyeti yüksek kalsa bile kur riski alınarak girişler izlenebileceği unutulmamalı. Zira TCMB'nin yurtiçi enflasyon beklentilerini ve Liralaşma sürecini desteklemek için döviz kurlarını dengeli yönetmesi, yabancı yatırımcılar için de faizler üzerinden ciddi bir getiri potansiyeli oluşmasına ve bu doğrultuda Hazine ihraçlarına yoğun talep oluşmasına sebep olmakta.

Hazine iç borç çevirme oranının önümüzdeki dönemde TL likidite yönetimine katkı sunma maksadıyla da yüksek kalmaya devam etmesini beklemekteyiz. Ancak oluşacak bu arz yüküne rağmen, bankaların bilançolarında düşük faiz durumu ile taşıdıkları ve menkul kıymet tesis yükümlülükleri döneminde kalan tahvil stoğu büyük ölçüde vadeye kadar tutulacak nitelikte olduğu için, bu arz yükünün piyasayı olumsuz etkilemesini beklememekteyiz. Kaldı ki kredi büyüme kısıtları devam ettiği sürece bankaların Hazine ihraçlarına yönelik talebinin de güçlü kalmaya devam etmesi beklenebilir. Ayrıca mevduata alternatif olarak para piyasası ve sabit getirili fonlara olan ilginin son dönemde artması da, aynı şekilde tahvillerin enflasyon beklentisine kıyasla makul faiz seviyelerinden düzenli ilgi görebileceğini düşündürüyor. Dolayısıyla tahvil faizlerinde yaşanabilecek her türlü konjonktürel piyasa gelişmesinde, alım yönlü düşünmekte fayda olacağını değerlendiriyoruz.

Kıymet seçiminde, sabit kuponlu kıymetlerin yakın vadeli sektörlerinin bu raporun yazıldığı tarih itibarıyla %40 civarındaki seviyelerini nispeten cazip buluyoruz. İleri vadelerde, fonlama maliyetlerinden bağımsız olarak faiz oynaklığı yaşanabilecek dönemlerdeki işlem fırsatları daha ön plana çıkabilir. Bu bağlamda, enflasyon görünümünün ve faiz indirim fiyatlamalarının netleşeceği sene sonundan önce %30'a yakın faiz seviyeleri cazip bulunabilir.

TÜFE endeksli tahviller tarafında TCMB politika faizi %45'ten %29'a gerilerken kıymetlerin reel faizi %5,2 seviyesinden işlem gördüğü sürece, enflasyon fiyatlamasının göreceli yüksek kaldığını değerlendiriyoruz. Enflasyon beklentimiz piyasa fiyatlamasının altında kaldığı için, fonlama maliyetlerinde de belirgin gerileme oluşana kadar, TÜFE tahvillerini cazip bulmayacağız.

Faiz hadleri, mevduatta döviz tercihinin zayıflamasına sebep oluyor (milyar):



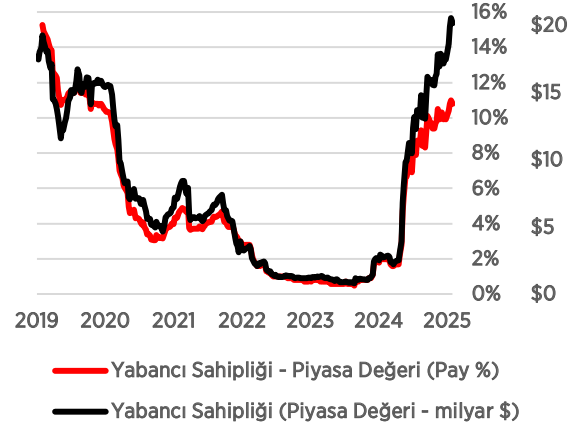
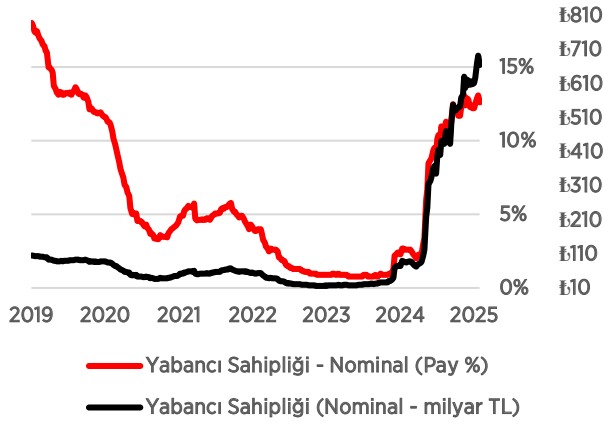
Kaynak: BDDK, TCMB

KKM duyurulmasından bu yana kurumsal ve bireysel döviz mevduatlarındaki gerileme (milyar):



Kaynak: BDDK, TCMB

Tahvil piyasasına yabancı girişleri sürüyor:



Kaynak: TCMB

Hisse Senetleri

Küresel ve yurtiçi makroekonomik görünüm ile finansal piyasaları etkileyebilecek olası gelişmeler ışığında, Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetleri için olumlu ve olumsuz tarafta farklı faktörlerin öne çıkacağını düşünüyoruz. Bu faktörlerin gündemde ön plana çıkma ve risk iştahında baskın gelme zamanlamasına bağlı olarak, fiyatlamalar tarafında stratejik beklentilerimize ek olarak taktiksel işlem fırsatları da oluşabilir.

Olumlu faktörler tarafında:

- Yabancı yatırımcı pozisyonlanmasının düşük olması
- Değerlemelerin geçmiş ortalamalara ve yurtdışı muadillere kıyasla ucuz olması
- Döviz yükümlülüğe sahip şirketler açısından döviz likiditeye erişim ve kur risklerinin düşük olması
- Kredi derecelendirme kuruluşlarından birkaç adet daha not artışı beklentilerinin yabancı yatırımcı algısını desteklemesi
- Yabancı yatırımcıları yurtiçi piyasalara cezbedebilecek BDDK swap kısıtlarının gevşetilmesi vb. gibi ek düzenleme gelme ihtimali
- Açığa satış düzenlemelerinin daha da rahatlatılma ihtimali
- Varlık etkisi yaratan yüksek mevduat faizlerinin gerilemeye başlayacağı süreçte portföy dengeleme ihtiyacının hızlıca devreye girecek olması
- Uzun vadeli teknik analiz göstergelerinden gelebilecek destekleyici sinyaller

Olumsuz faktörler tarafında:

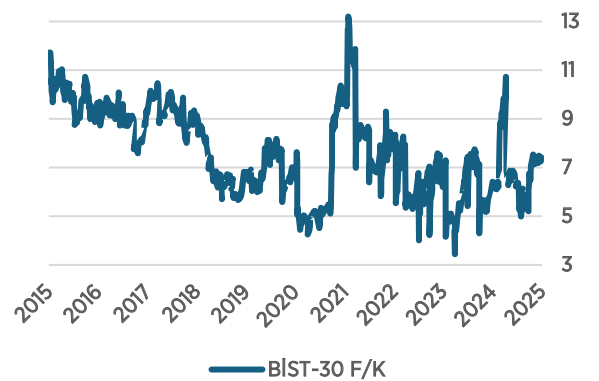
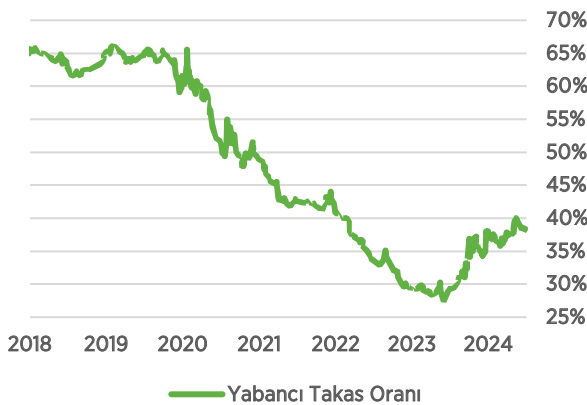
- Yurtiçi talep koşullarının beklenenden dayanıklı ilerlemesi ve enflasyon görünümündeki iyileşmenin gecikmesi ışığında finansal koşulların beklenenden daha uzun süre daha sıkı kalma ihtimali
- Özellikle yılın ilk yarısında TL mevduat tarafındaki yüksek faizlere kıyasla hisse senedi yatırımlarının getiri beklentisinin fiyatlama risklerine değmeyebileceği endişesi
- Artarak devam eden kredi kısıtları ışığında toplam borç yükü ve kısa vadeli borç oranı yüksek olan, finansmana erişimi nispeten kısıtlı, stok yükü ve taşıma maliyeti ile işletme sermayesi ihtiyacı yüksek, ve müşterileri hedeflenen tüketici kredileri yavaşlamasından doğrudan etkilenen şirketlerde izlenebilecek mali sıkışmalar
- Kamu maliyesi tarafında açıklanan tasarruf tedbirlerinin ve vergiler tarafında gündeme gelebilecek ek yüklerin yaratacağı olumsuz talep ve kar etkileri
- Halka arzların devam etmesinin endeks üzerinde yarattığı fiyatlama baskısı
- Avrupa aktivite görünümünün Almanya öncülüğünde ve imalat ile inşaat sektörleri özelinde daralmaya devam etmesi
- Trump politikaları ışığında küresel enflasyon tahminlerinin yukarı revize edilmesi sebebiyle küresel merkez bankalarının görece sıkı duruşta karar kılma ihtimalleri

BİST-100 endeksi önceki 2 seneye damga vuran düşük faiz – yüksek enflasyon sürecinde bazı ara oynaklık dönemleri hariç neredeyse tüm sektörler ve hisselerin katkısıyla belirgin olumlu performans göstermiş, ve bu süreçte hisse/sektör seçimine atfedilen önemin hafiflediği izlenmişti. Önümüzdeki dönemde ise, yukarıda detaylandırılan olumlu ve olumsuz tüm faktörlerin yaratacağı dengede yalnızca belirli bir grup kıymetin öne çıkabileceğini değerlendiriyoruz. Dolayısıyla son iki senenin aksine, hisse seçimi yeniden önemli hale gelmiş durumda; bu dönemde avantajlı olacağını değerlendirdiğimiz şirketler:

1. **BANKALAR:** Normalleşme ve yabancı sermaye akımı beklentileri ışığında bu girişleri kaldırabilecek nitelikte tahta derinliğine sahip ve borsa işlem likiditesi yüksek hisseler
2. **HOLDİNGLER:** Devam eden kredi kısıtları ışığında, toplam borç yükü ve kısa vadeli borç oranı düşük ve finansman kaynaklarına erişimi, sektörel ve finansman çeşitlendirme imkanı ve sermaye yeterliliği yüksek olan nitelikli hisseler
3. **İNŞAAT, YAPI, BEYAZ EŞYA, MOBİLYA:** Kredi faizlerinin gerilemesi akabinde yurtiçinde, küresel konjonktürün olanak sağlaması durumunda da Suriye’de izlenebilecek olan talepten olumlu etkilenme potansiyeli olan hisseler
4. **MODEL PORTFÖY:** Değerleme tarafında endeksin geri kalanına ve küresel muadillere kıyasla ucuz kalmış olan ve bu sebeple mevduat getirisiyle mukayesede öne çıkabilecek şirketler

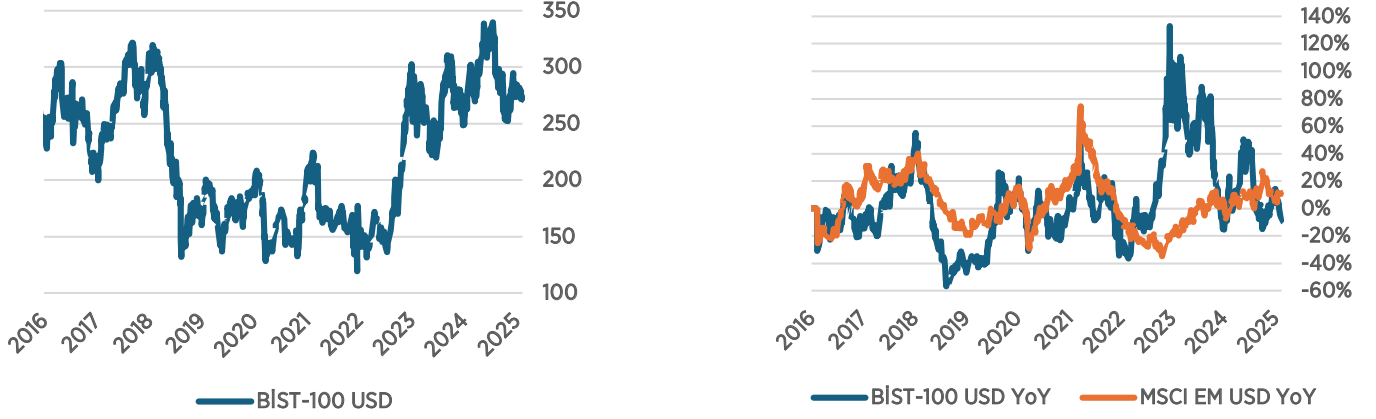
Endekste ki yükseliş beklentimiz yurtiçi enflasyon, GSYH büyüme ve değerleme çarpanları ışığında baz senaryomuzda 15.000 seviyesi civarına işaret etmekte. Bu yükselişte yurtiçi ekonomi politika adımlarına bağlı olarak kredi notu iyileşme süreci ve değerleme çarpanlarının küresel muadillere kıyasla ucuz kalması gibi faktörler etkili olabilecek olsa da şirket karlılıklarında ilk yarıda beklediğimiz gevşemeler ışığında değerlenme zamanlaması ikinci yarıda yoğunlaşabilir. Şirket karlılıklarının tahminlerden dayanıklı kalabileceği ve küresel konjonktüre bağlı olarak sermaye akımlarının da olanak sağlayabileceği iyimser senaryomuzda ise, endekste sene sonunda 17.500 seviyesine kadar potansiyel olabileceğini düşünüyoruz.

BİST hisse senetleri yabancı takas oranı ve BIST30 F/K oranı geçmiş ortalamaların altında:



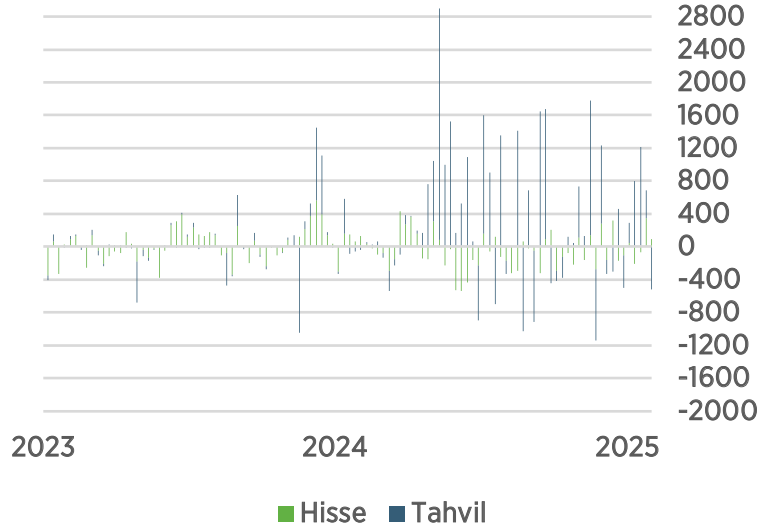
Kaynak: TCMB, Bloomberg

BİST-100 endeksi USD bazında yabancı ağırlığının yüksek olduğu geçmiş yılların ve değerlemelerin ima ettiği seviyelerin altında:



Kaynak: Bloomberg

Hisse senetlerine haftalık yabancı girişleri tahvillere kıyasla beklentilerin altında kaldı:



Kaynak: TCMB

MODEL PORTFÖY

GCM Yatırım olarak hazırladığımız model portföyümüz, size güvenli bir finansal gelecek sunmak amacıyla titizlikle seçilmiş ve özenle çeşitlendirilmiş varlıklarla oluşturulmuştur. Yatırım yolculuğunuzda size rehberlik edecek bu portföy, piyasa dalgalanmalarına karşı dayanıklılığı artırmak ve getirilerinizi optimize etmek için dikkatle tasarlanmıştır.

Kod	Şirket	Son Fiyat	Hedef	Yükseliş Pot. %	Portföye Giriş Tarihi	Portföye Giriş Fiyatı	Kar / Zarar	Geçen Süre (Gün)	Sermaye (mn TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn \$)	F/K	PD/DD	Temettü Verimi %
SISE	ŞİŞE CAM	37,54	61.35	%63	06-05-2022	17,71	111,97%	1019	3.063	114.993	3.195	6,23	0,64	1,72
AKBNK	AKBANK	64,85	87.62	%35	06-05-2022	5,13	1.164,13%	1019	5.200	337.220	9.371	7,96	1,40	2,66
THYAO	THYAO	317,00	424	%34	16-06-2022	48,44	554,42%	978	1.380	437.460	12.156	2,40	0,71	0,00
TUPRS	TUPRS	134,30	248.47	%85	08-03-2023	71,55	87,70%	713	1.927	258.769	7.191	4,11	1,07	14,97
TCELL	TURKCELL	106,30	153.90	%45	08-11-2023	53,10	100,19%	468	2.200	233.860	6.498	5,40	1,34	2,42
BUCIM	BUCIM	7,84	11.58	%48	15-11-2023	8,58	-8,62%	461	1.500	11.760	327	3,51	0,95	0,77
TURSG	TÜRKİYE SİGORTA	17,61	24.23	%38	27-11-2024	13,00	35,46%	83	5.000	88.050	2.447	6,92	3,06	1,02

⌚ Son Güncelleme:2025-02-17 12:59:46 (Pay Piyasası verileri BIST kaynaklı en az 15 dakika gecikmeli verilerdir.)

Güncel model portföy tablosu için [buraya](#) tıklayabilirsiniz.

UYARI NOTU

Risk Açıklaması; Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri “Yatırım Danışmanlığı” kapsamında değildir. Bu sayfanın içerdiği materyaller sadece örnek piyasa bilgisi iletebilmek ve reklam amaçlıdır. Yatırım danışmanlığı hizmeti, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. “VIOP, Opsiyon, Borsa, Forex ve CFD (contracts for differences) ticareti yüksek oranda kayıp riski içerir ve her yatırımcı için uygun olmayabilir.

GCM Yatırım Strateji Raporundaki Veri ve grafikler, güvenilir kaynaklardan alınmış olup, yorumlar sadece GCM Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin görüşlerini yansıtmaktadır. Bu bilgilerle yapılan yatırımların sonuçlarından şirketimiz sorumlu değildir. Ayrıca, GCM Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan bu içeriğin kısmen veya tamamen başka kişiler tarafından yayımlanması, kullanılması veya alıntılanması yasaktır. Bu mesaj, gönderilen kişiye özeldir. Ek olarak, bu raporun gönderildiği ülkelerdeki yasal düzenlemelere uygun olarak tüm haklarımız saklıdır.