



STRATEJİ RAPORU

2024



İÇİNDEKİLER

• YÖNETİCİ ÖZETİ	3
• KÜRESEL GÖRÜNÜM	4
o ABD	5
o Euro Bölgesi	7
o Çin	8
o Fiyatlamalar	9
• TÜRKİYE MAKROEKONOMİK GÖRÜNÜM	11
o Ekonomik Aktivite	11
o Dış Denge	15
o Fiyat Gelişmeleri	17
o Kamu Maliyesi	19
• TAHMİNLER	21
• PİYASA STRATEJİSİ	22
o TCMB Döviz Rezervleri ve Kurlar	24
o Faizler ve Sabit Getirili Menkul Kıymetler	27
o Hisse Senetleri	30
• MODEL PORTFÖY	33
• UYARI NOTU	34

Yönetici Özeti

Küresel enflasyon görünümünde baz etkilerinin de ötesinde düzelme emareleri belirdi. Ancak bu düzelme, beraberinde ekonomik aktivitelerde yavaşlama maliyeti ile birlikte geliyor. ABD'nin son 2 seneye damga vuran olumlu ayrışması önümüzdeki dönemde daha da hafifleyebilir. Çin'de gayrimenkul sektöründeki problemler ışığında devreye alınan mali desteklerin yetersiz görülmesine ek olarak, küresel ticaret ortaklarının Çin'den ucuz ithalata karşı atacakları adımlar risk yaratmakta. Euro Bölgesi'nde ise öncü aktivite göstergeleri dipten toparlanmaya başladı, ancak lokomotif Almanya'nın imalat sektörleri olumsuz ayrışarak daralmaya devam ediyor.

Küresel talep görünümü başta endüstriyel emtialar olmak üzere emtia fiyatlarını destekleyici nitelikte değil. Ancak tüketiciler tarafında enflasyon beklentileri hala çok kırılğan olduğu için küresel merkez bankalarının fiyatlandığı kadar faiz indiremeyebileceğini değerlendiriyoruz. Faizden daha da belirleyici olabilen bilanço varlıkları tarafında ise, 2023'te yaşanan makrofinansal riskler ve bankacılık sektörü endişeleri ışığında ne Fed'in ne de ECB'nin varlık portföylerini Covid öncesi seviyelere geri indirebilmesini olası bulmuyoruz. Dolayısıyla likidite tarafında rahat, ancak maliyet tarafında görece yüksek bir tablo olası duruyor.

Yurt içi görünümde öne çıkan ana temalar:

- ▶ Enflasyon ile mücadele kapsamında atılan tüm adımlara rağmen tüketim talebinin hala varsayılandan çok dayanıklı kalabilmesi,
- ▶ Bu doğrultuda başta kredi kısıtları ve yüksek faizler olmak üzere finansal koşullardaki sıkılığın sürececek olması,
- ▶ İç talebin para politikasında atılan adımlara rağmen dayanıklı kalması ve 2023 depremi ve seçim süreçleri sonrası yaşanan bozulmalar ışığında kamu maliyesi üzerinden de dengeleyici önlemlerin devreye alınması,
- ▶ Enflasyon resminin dayanıklı tüketim ürün ve mal grupları üzerinden düzelmeye başlaması, ancak asıl risklerin giderek daha fazla hizmet kalemleri kaynaklı belirginleşmesi; enflasyonla mücadelede hizmet enflasyonuna odaklanma ihtiyacının öne çıkması,
- ▶ Varlıklar tarafında talepteki soğuma ile yabancı girişlerinin dengesinde finansmana erişimi görece rahat olan, yabancı akımlarını kaldıracabilecek derinliğe sahip, riskleri çeşitlendirebilmiş ve makroekonomik normalleşmeden istifade edebilecek hisse senetlerinin öne çıkması,
- ▶ Enflasyonla mücadele kapsamında TL'nin değer kaybına da izin verilemeyeceği için TL cinsi reel getirilerin yüksek seyretmesi, bu durumun yabancı portföy akımlarını faiz piyasaları üzerinden desteklemesi, ve bunların sonucunda TCMB döviz rezerv birikiminin sürmesi,
- ▶ Küresel konjonktür ve uluslararası ilişkiler kapsamında son bir senede daha belirgin hale gelen uyum ve işbirliği havasının desteklenerek sürmesi, bu kapsamda izlenebilecek diplomatik gelişmelere ve FATF Gri Listedden çıkış haberlerine ek olarak kredi not artışı, uluslararası kredi limitleri ve finansman paketleri gibi haberler ile yatırımcı algısının desteklenmesi, bu kanallardan olumsuz sürpriz beklenmemesi.

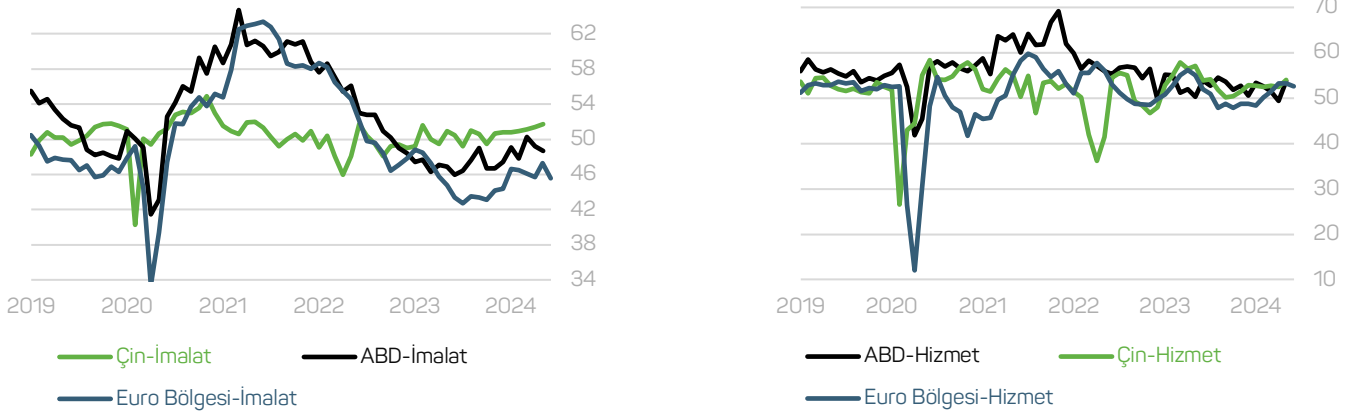
Bu doğrultuda, 2024 yılsonunda %3,0 GSYH büyümesi ve %39 enflasyon ile 35 USDTL kuru, ve 2025 yıl sonunda %4,0 GSYH büyümesi ve %25 enflasyon ile 45 USDTL kuru beklemekteyiz.

Küresel Görünüm

Küresel makroekonomik görünüm ve finansal piyasa dinamiklerinde 2024 ortası itibariyle öne çıkan ana temalar:

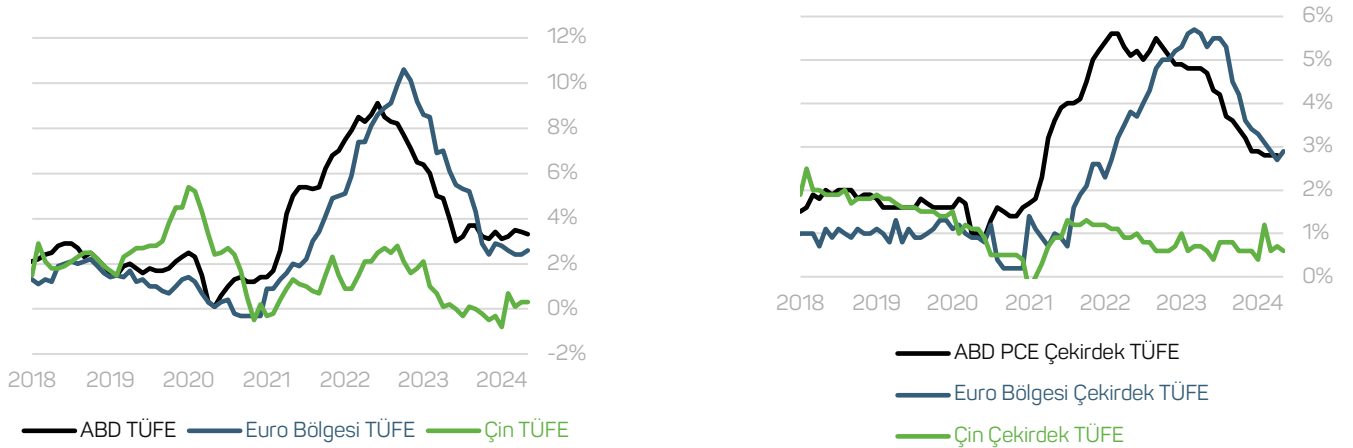
1. Aktivitenin tüm dünyada imalattan ziyade hizmet sektörleri üzerinden dayanıklı kalması,
2. Coğrafi bazda ABD'nin hem Euro Bölgesi hem de Çin'den olumlu ayrışması,
3. Küresel merkez bankalarından beklenen faiz indirimlerinin gecikmeli olarak devreye girmesi,
4. Finansal piyasalarda enflasyon bahanesinin faizlerdeki, ve jeopolitik bahanelerin de emtia fiyatlarındaki yükseliş senaryolarını destekleyememesi.

Küresel bölgeler arası ayrışma: İmalat ve Hizmet PMI Endeksleri



Kaynak: SPGlobal

Küresel bölgeler arası ayrışma: Manşet ve Çekirdek Enflasyonlar



Kaynak: Bloomberg

ABD

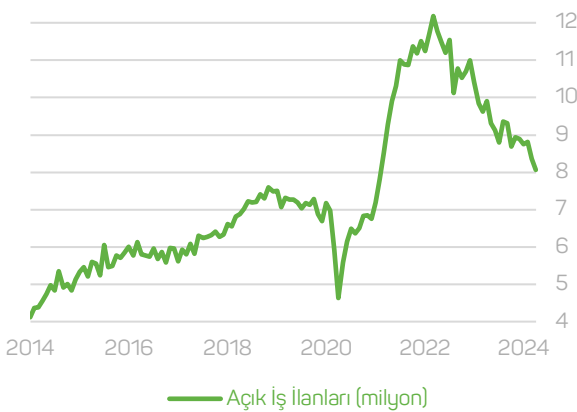
ABD özelinde, dünyanın geri kalanına kıyasla uzun bir süredir izlenen olumlu ayrışmada ABD ekonomisinin iç tüketim odaklı olması, üretim ve istihdamda hizmet sektörlerinin ağırlıklı olması, ve başta enerji bağımsızlığı olmak üzere dış risk faktörlerinden geçişkenliğin Euro Bölgesi ve Çin'e kıyasla düşük olması etkili olmuştur.

Bu faktörlerin tamamı hala geçerli olsa da son iki ayda açıklanan güncel verilerde artık aşağı yönlü dengelenme emareleri başlamış durumda. Ortaya çıkan bu "yorgunlukta", kişisel tasarruf oranının giderek tarihi dip seviyelere gerilemesi, ABD istihdam piyasasının en önemli özelliklerinden biri olan taşınma esnekliğinin kaybolması, borsadaki büyük şirketlerin olumlu performansına tezat biçimde KOBİ'lerin güveninin iyice erozyona uğraması, ve tüketici enflasyon beklentileri ile alım gücü endişelerinin yeniden yükselmeye başlaması etkili olmaktadır.

Bu durum, ABD talep koşullarındaki gevşeme emareleri ile aynı anda enflasyon beklentilerinin yükselmesi sebebiyle Fed'in normalleşme sürecine dair belirsizlik yaratabilir. Piyasadaki tüm iyimser fiyatlama ve umursamazlığın aksine, Fed'in enflasyon tarafında son bir yıldır defalarca vurguladığı gibi hiç risk almak istemeyeceği mesajlarını ciddiye alarak, politika faizinin şu an fiyatlanana kıyasla daha sınırlı indirileceğini düşünmeye devam ediyoruz.

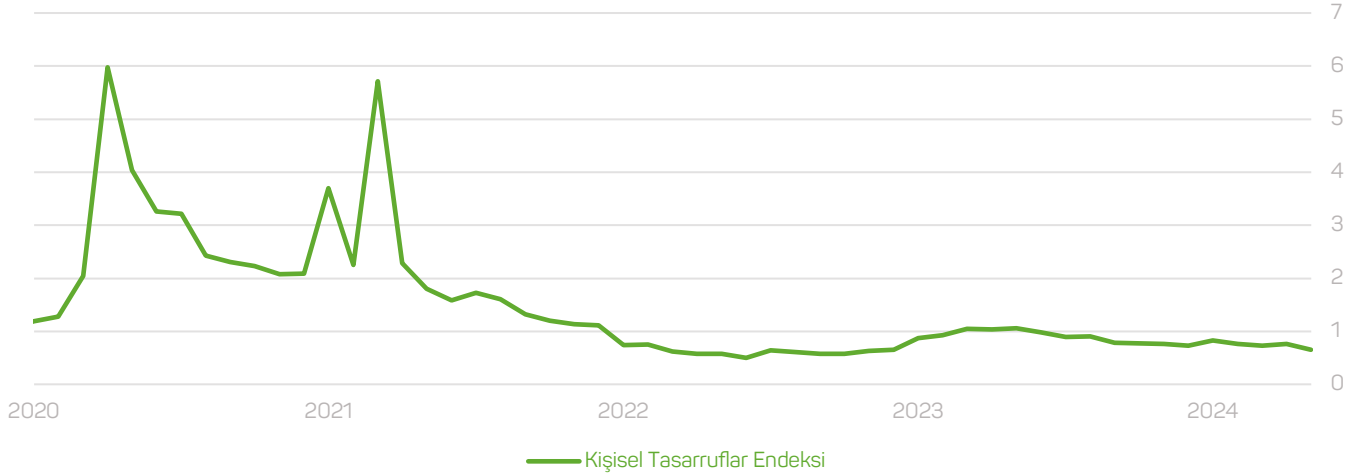
Finansal piyasalar açısından bu durum, ekonomik aktivitenin gerilemesine rağmen enflasyon beklentileri yüzünden kısa vadeli faizler yüksek tutulacağı için tahvil verim eğrisinin ters eğimde kalmaya devam etmesi, uzun vadeli faizlerde aşağı yönlü ihtimallerin yukarı yöne kıyasla öne çıkması, riskli borçlanma ve kredi piyasasındaki makasların açık kalması, ve hisse senetlerinde endeksin genelinden ziyade değerlendirme bazlı seçici olma ihtiyacının artacağı anlamına gelebilir.

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



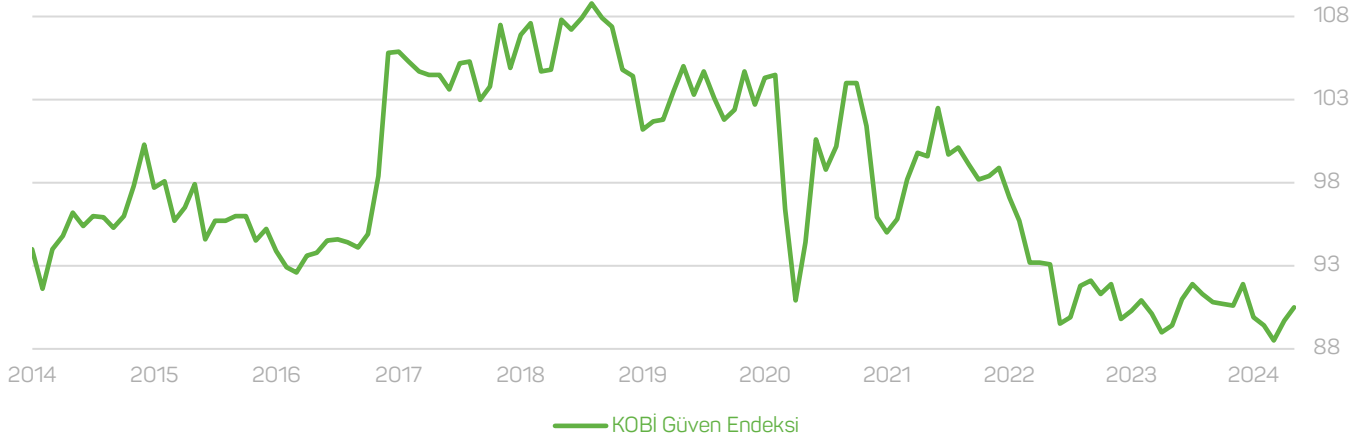
Kaynak: Bloomberg

Tüketim harcamalarının uzun süre yüksek seyretmesi neticesinde kişisel tasarruflar dipte:



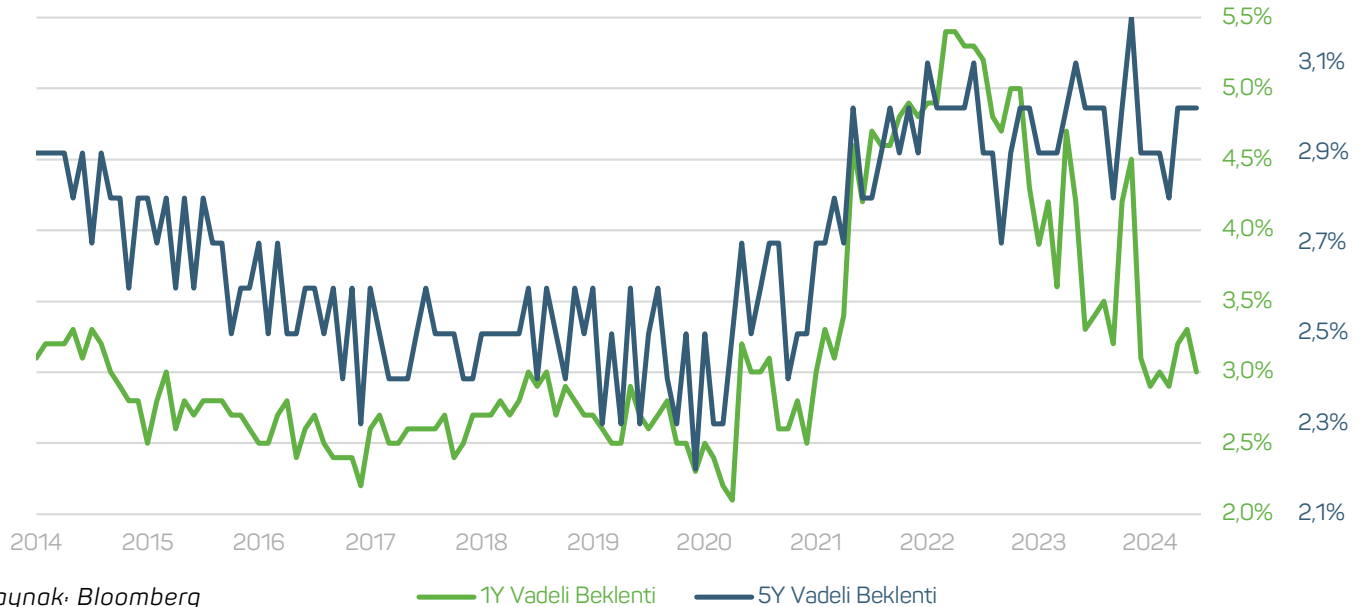
Kaynak: Bloomberg

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



Kaynak: Bloomberg

Tüketici enflasyon anketlerindeki gerileme son aylarda yavaşladı:



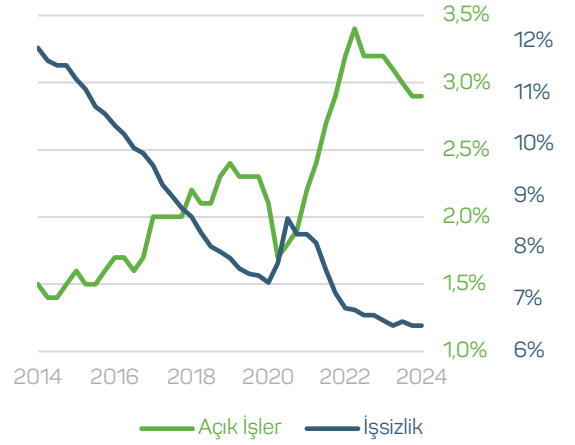
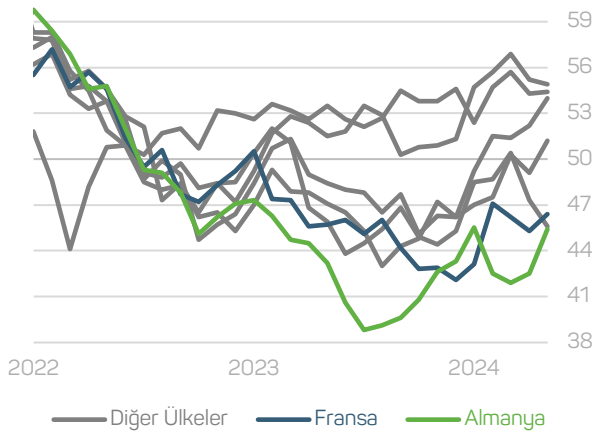
Kaynak: Bloomberg

Euro Bölgesi

Euro Bölgesi özelinde, Rusya-Ukrayna savaşına yakınlık, enerji bağımlılığı ve emtia tedarik riskleri, ABD aksine küresel ticaret koşullarına ve navlun bedellerine yüksek hassasiyet, ve bölge içi sektörel ve ülke bazlı ayrışmaların çok yüksek olması etkili olmaktadır. Euro Bölgesi ekonomik aktivitesindeki lokomotif ülkelerin Almanya öncülüğünde imalat odaklı olması ve imalat sektörlerinin küresel çapta yavaşlayan seyri, bu tabloyu bozan ana etmendi.

Ancak son aylarda öne çıkan olumlu haber, imalat sektör görünümünün pek çok Avrupa ülkesinde yeniden toparlanmaya geçmesi ve Almanya ile Fransa gibi geride kalan ekonomilerin de daralma hızlarının yavaşlamaya başlaması. Aktivitedeki bu dengelenme emarelerine enflasyonun aşağı gelmeye başlaması, istihdamda kayıplar olmaması, ve ECB'nin de faiz indirim sürecini ekleyince, Euro Bölgesi'nde en kötünün geride kaldığı fikri pekişmeye başlıyor.

Euro Bölgesi imalat sektörleri toparlanırken Almanya ve Fransa geriden geliyor; aktivitedeki toparlanma Euro Bölgesi istihdam göstergelerine de yansıyor:

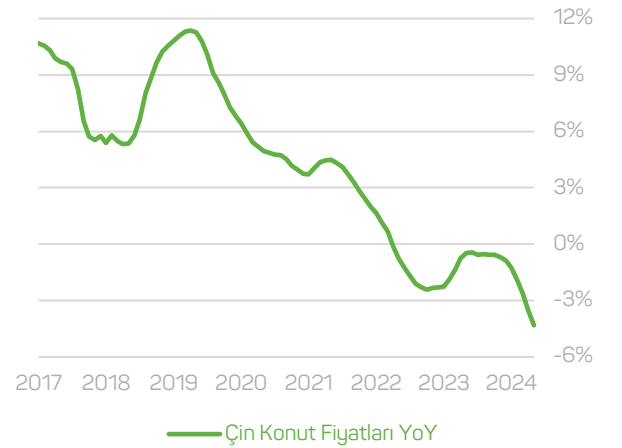
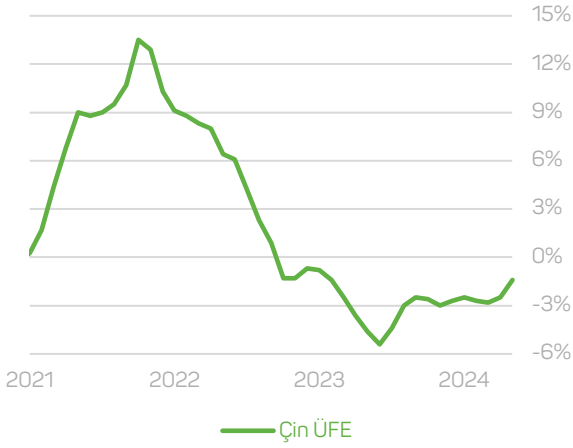


Kaynak: SPGlobal

Çin

Çin'de ise uzun zamandır süregelen konut piyasası ve gayrimenkul şirketleri kaynaklı riskler devletin hem parasal hem de mali taraftan desteklerini sürdürmesine ve bunun neticesinde Yuan'ın değer kaybı baskısı altına girmesine sebep oldu. Ancak süregelen destek adımları kapsamında solar panel, elektrikli araç, batarya, vb. çeşitli üretim alanlarına verilen teşviklerden dolayı, Çin ÜFE'sinin iki yıla yakın bir süredir eksi seviyede ilerlemesi söz konusu. Çin üretici enflasyonunun eksi olması, küresel tüketici enflasyon görünümü açısından olumlu bir faktör olarak öne çıkmakta. Ancak Çin açısından düşünüldüğünde iç talebin zayıf ilerlediği bir süreçte dış piyasalardaki görünümün de zayıf olması %5'lik resmi büyüme hedefi üzerinde risk yaratıyor. 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 anlamına gelmekte. Bu bağlamda Çin devletinin en son açıkladığı \$42 milyarlık konut stoğu eritme fonlamasının beklentilere kıyasla çok düşük kaldığını hatırlatalım (temerrüde düşen borç \$124 milyar, boş stok için tahmini destek ihtiyacı \$300+ milyar).

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

Finansal piyasalar tarafında Euro Bölgesi özelinde öne çıkacak ana başlıklar, EURUSD ile EURGBP paritelerinin seyirleri olacak. EURUSD paritesi özelinde, hem Euro Bölgesi ekonomik aktivitesinin göreceli zayıf olması hem de Fed'in faiz indirimleri tarafında ECB kadar acele etme ihtiyacı bulunmaması sebebiyle görünüm yakın geçmişe kıyasla aşağı yönlü. Bu durum Euro'nun arkasında ne sermaye akımları ne de faiz desteği bulunmamasıyla alakalı. Ancak geçmişte paritenin 1,05 altına gerilediği noktalarda Euro Bölgesi enflasyon görünümünün bozulması sebebiyle ECB'den temkinli açıklamalar geldiğini de unutmamak lazım.

EURGBP paritesi tarafında ise İngiltere'de ekonomik aktivitenin hız kesmesine rağmen enflasyonu besleyen maaş artışlarının yüksek devam etmesi sebebiyle BoE'nin yakın geçmişte varsayıldığı ölçüde faiz indiremeyeceği yorumlanıyor. Yani özetle Dolar endeksi bileşenleri açısından düşünüldüğünde genele yayılmıştan ziyade Euro özelindeki bir zayıflığın yansımaları söz konusu.

Emtia piyasalarında Çin ÜFE'sinin eksi olması, Çin talep görünümünün riskli 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 için gelen tüm hamlelere rağmen arz kesinti yükünün tamamının Suudi Arabistan'ın sırtına binmesi nedeniyle süreci sürdürülebilir bulmuyoruz. Zaten son OPEC+ toplantısından gelen arz mesajları da Covid sonrası kısıntıların aynı şekilde devam etmeyeceğini ortaya koyuyor. Üstelik Brent petrol fiyatının Rusya-Ukrayna, Ortadoğu, ve Uzakdoğu kaynaklı tüm risk faktörlerine rağmen \$85/varil seviyesini kalıcı biçimde aşamadığını hatırlamakta fayda var. Dolayısıyla ABD zayıflamakta, Euro Bölgesi gecikmeli toparlanmakta, ve Çin de kendi makrofinansal sıkıntılarıyla uğraşmaktayken, endüstriyel emtialarda herhangi bir ralli beklemeyeceğiz.

Bu durum, Çin'de atılan parasal teşvik adımlarının gecikmeli devreye girmesi, ve Ortadoğu sıkıntıları kaynaklı olarak Kızıldeniz gemi hatlarının kapanması ışığında navlun endekslerinin yükselmesi kaynaklı olarak küresel enflasyon görünümü üzerinde baskı yaratabilir. Ancak bu senaryoda da faiz indirimlerinin gecikmesi gündeme gelebileceği için, emtia fiyatları konusundaki tahminlerimizden endişe etmiyoruz.

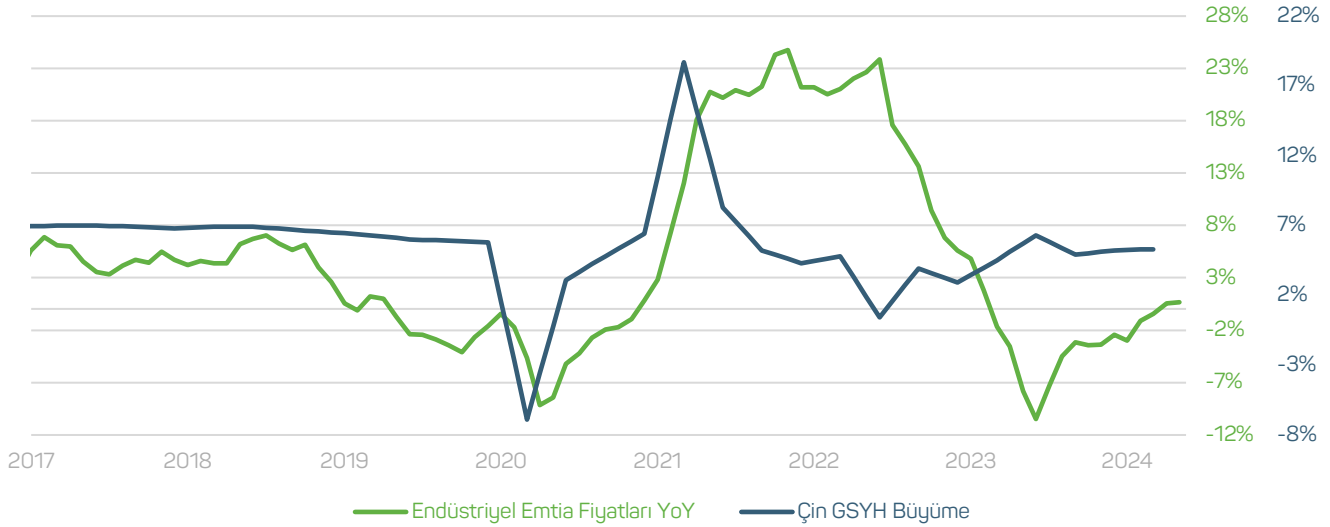
Altın tarafında küresel reel faiz getirilerinde büyük bir yükseliş beklemediğimiz ve küresel jeopolitik risk unsurları devam ettiği için yukarı yönlü düşünmeye daha yakınız. Bu beklentimiz, küresel merkez bankaları alımlarının devam etmesi, Bitcoin/Altın oranının yükselmesi, ve önümüzdeki süreçte imalat sanayi talebinin dipten toparlanmaya devam etmesi durumunda da pekişebilir.

Küresel faiz farkları EURUSD paritesini 1,05-1,10 bandında koruyacak şekilde gelişiyor.



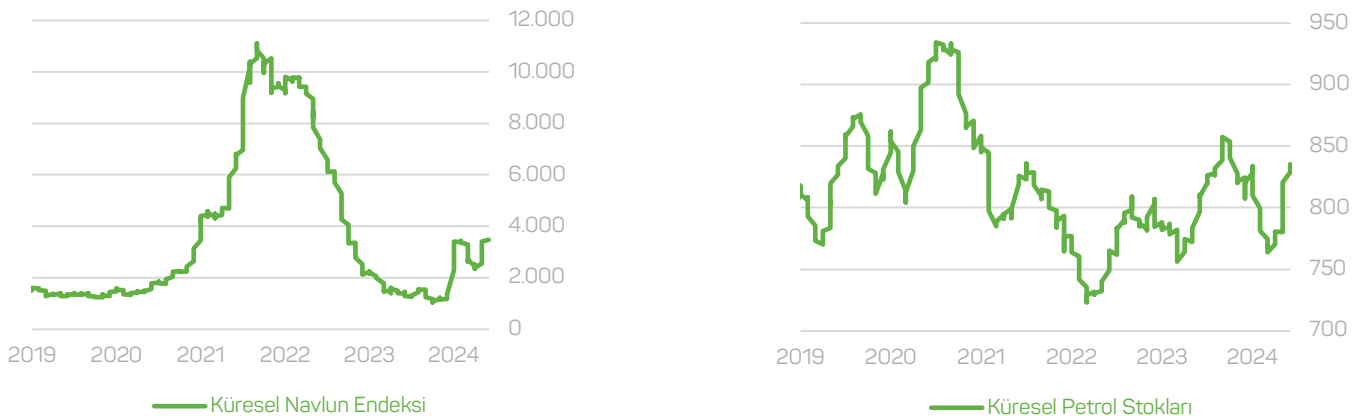
Kaynak: Bloomberg

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

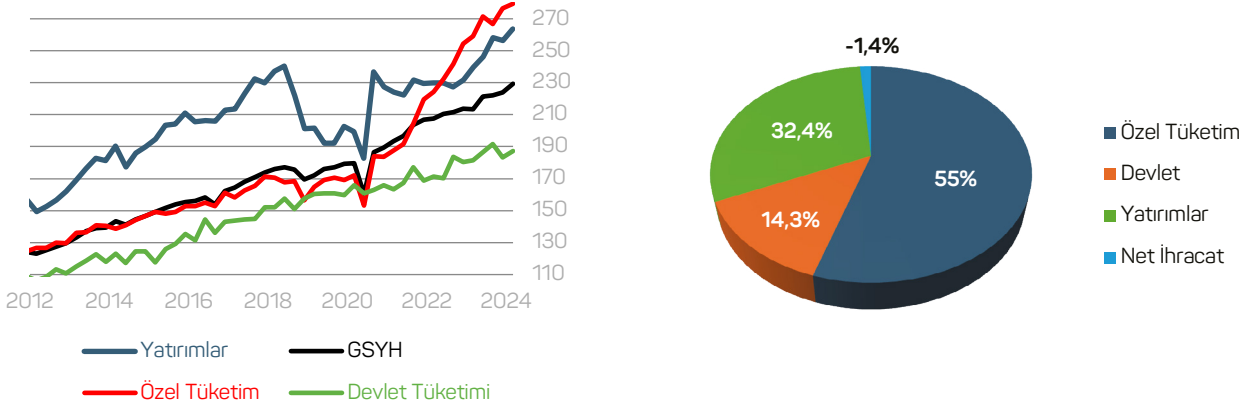
Türkiye Makroekonomik Görünüm

Ekonomik Aktivite

Ekonomik aktivitenin 2024'ün ilk yarısında hedeflerin ve beklentilerin üzerinde performans göstermesi ardından, iç talebe dair öncü göstergelerde yılın ikinci yarısına girerken gevşeme emareleri belirlemekte. 2023 genel seçimleri ardından yeni ekonomi yönetiminin şekillenmesi ile birlikte devreye alınan sıkılaştırıcı adımların gecikmeli etkilerini yansıtan bu durumun, kredi kısıtları kaynaklı olarak finansmana hassas sektörlerde daha çok hissedilir hale gelmesi beklenir.

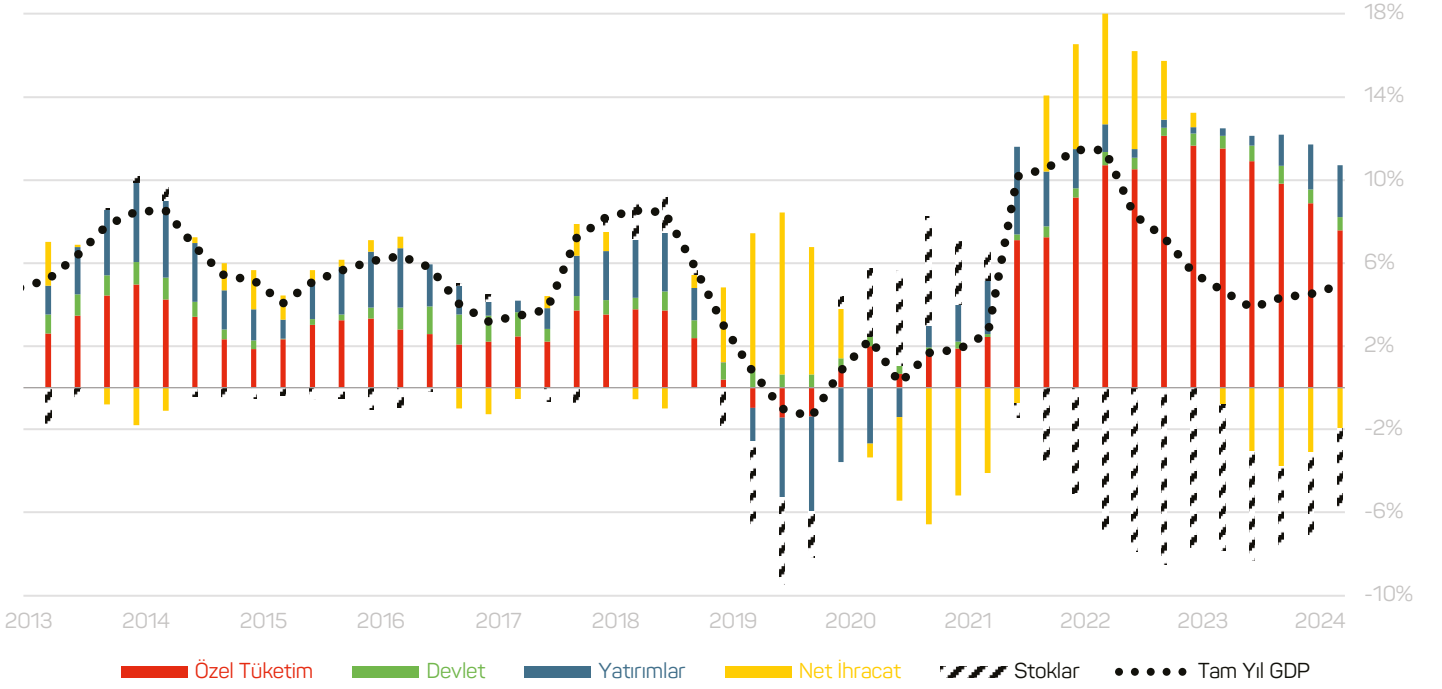
Bu dengelenme sürecinin devamını daha iyi analiz edebilmek için gayri safi yurt içi hasıla (GSYH) tarafında son 5+ yılda öne çıkan gelişmelere baktığımızda, en büyük değişimin büyüme kompozisyonunda yaşandığını görüyoruz. GSYH'yi oluşturan harcamaların alt kırılımlarının 2002'den bu yana son 22 senelik 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:



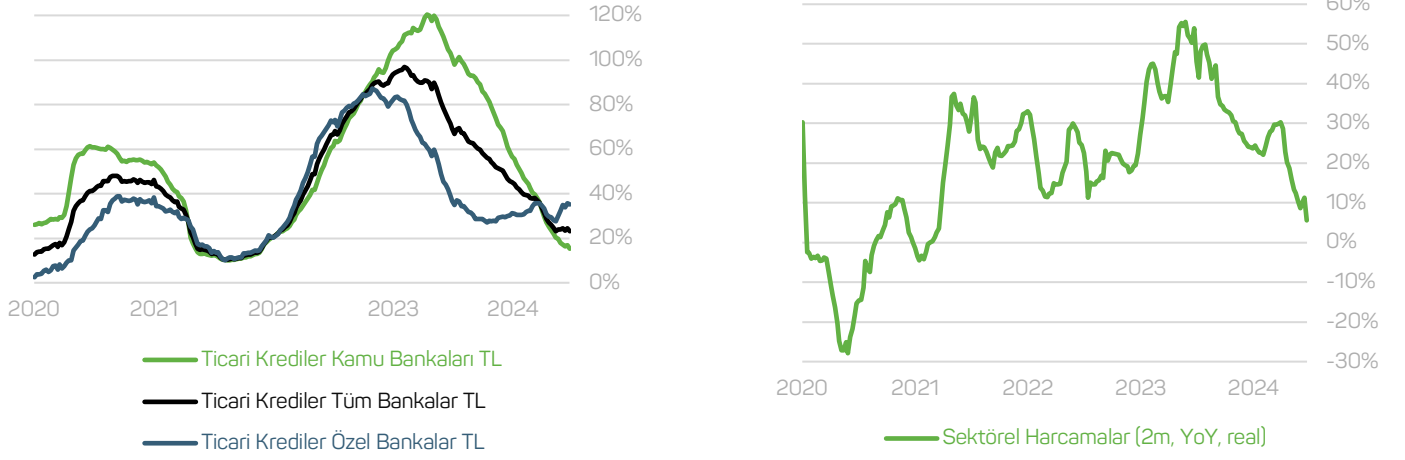
Kaynak: TÜİK

Büyüme kompozisyonunda oluşan bu değişimin Türkiye'nin enflasyon, dolarizasyon, dış denge, döviz rezervleri ve nihayetinde piyasa güveni görünümünde yarattığı risklere bağlı olarak, geçtiğimiz yıldan bu yana hem geleneksel para politikası araçları hem de makroihtiyati düzenlemeler üzerinden bir dizi sıkılaştırıcı önlem devreye alındı:

- ▶ Selektif sektörler üzerinden başlayan kredi kısıtlarının giderek ihracatçı istisnaları hariç tüm sektörler ve KOBİ gibi kredi segmentlerine yayılması,
- ▶ Eşanlı olarak TCMB'nin faiz artışları ve bu faiz artışlarının reel piyasaya sağlıklı aktarımı için bankacılık sektörüne aktif-pasif yönetimi üzerinden getirilen yaptırımlı düzenlemeler,
- ▶ Tüketiciler tarafında genel ihtiyaç ve kredi kartı gibi kredi kanallarında şartların sıkılaştırılması,
- ▶ Yurt içi tasarruf sahiplerini harcamalarını kısırarak TL cinsi tasarruf birikimlerini tercih etmeye teşvik eden uygulamalar ve piyasa yönlendirmeleri.

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

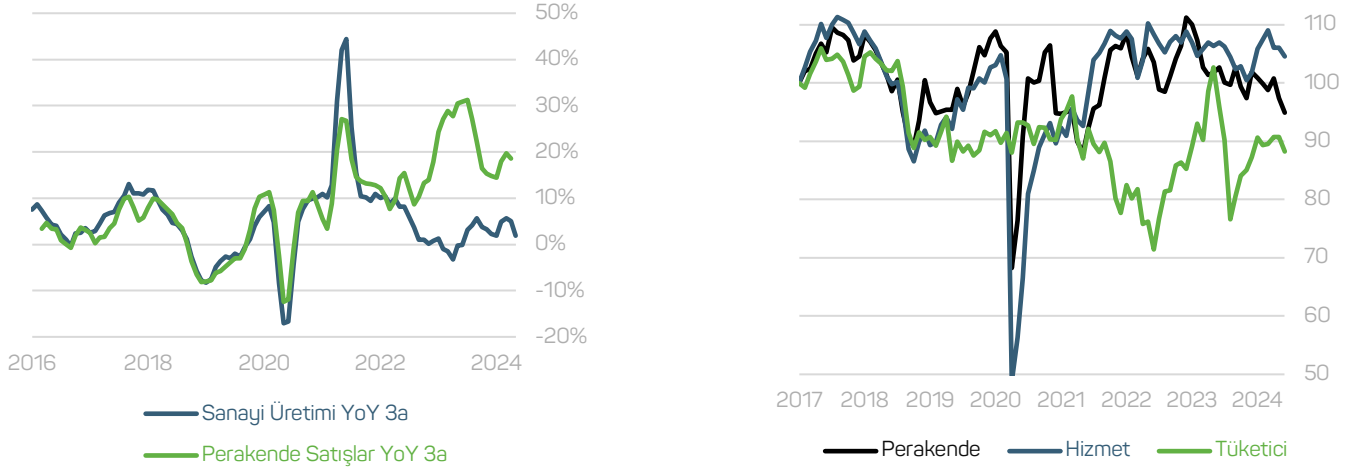
Aktivitenin gidişatını üretim üzerinden irdelemek için sektörel detaylara indiğimizde, sanayi üretiminin %90'ına yakınıni teşkil eden imalat sanayinin yıllık bazda daralma bölgesine düştüğünü ve bunda daralmaya katkı sırasına göre sermaye malları ile dayanıksız tüketim malı üretimindeki daralmaların etkili olduğunu görüyoruz. Ancak imalat sanayi altında yer almayan madencilik ve taş ocakçılığı sektörlerinin toplam ara malı üretimini artırdığı ve dolayısıyla bu sektörler hariç tutulduğunda ara malı kategorisinin de aslında yıllık bazda daralmaya başladığı unutulmamalı.

İmalat sanayinin alt kırılımlarında giyim, deri, fabrikasyon metal, ulaşım araçları, mobilya, ve diğer makine ekipman gibi sektörlerdeki yıllık üretim daralması özellikle öne çıkmakta. Doğrudan ihracata dönük olmayan veya yurt içi likidite ve kredi koşullarına hassas olan bu sektörler, sermaye ve ara malı üretimindeki daralmayı büyük ölçüde açıklamakta.

Sanayi üretimindeki bu tablo reel sektör üretici anketlerine makul biçimde yansırken, reel sektör harici hizmet, perakende ve inşaat alanlarındaki göstergelerin aynı şekilde bozulmaması dikkat çekiyor. Bu tablo, son 3 yılda tarihi diplerini kaydeden tüketici güveni ile büyük bir tezat yaratmakta. Üretim sektörlerinin aktivitesinde daralma izlenirken tüketici güveninin tarihi diplere gerilemesine rağmen tüketim harcamalarının zirveye çıkmasına getirilebilecek en iyi açıklama, tüketicilerin gelecek döviz kuru ve enflasyon endişeleri ile her türlü tüketim talebini öne çekmiş olmaları.

İşte bu durum hanehalkı harcamalarının yukarıda özetlediğimiz biçimde rekor düzeye yükselmesinin, ve bu esnada fiyatlandırma davranışları ile dış dengenin bozulmasının temel sebebi. "Yeteri kadar üretmeden tüketme" olarak özetlenebilecek bu tabloda dış denge ve dolayısıyla rezerv yeterliliği sürdürülebilir olamayacağından, iç talebi kontrol altına amacıyla atılan mevcut para politikası adımlarının dengelenme sağlanana kadar kalıcı olacağını öngörüyoruz.

Üretimin yavaşlaması ve tüketici güveninin tarihi diplerle gerilemesine rağmen, tüketim aktivitesi belirgin artış gösterdi, bu durum öne çekilen talebi yansıtıyor:



Kaynak: TÜİK

Reel sektör aktivitesinin baskı altında olduğunu ortaya koyan bu tablo normal şartlar altında istihdam tarafında gerileme ima etse de, toplam istihdamda Covid şoku sonrası başlayan toparlanmanın duraksamadan devam ettiği, ancak bunda imalat dışı sektörlerin giderek daha etkili hale geldiği gözlenmektedir. Yani gelecek alım gücü kaygılarıyla öne çekilen talep perakende ve hizmetler gibi alanlarda istihdam artışını desteklerken, üretimin baskı altına girdiği imalat sektörlerinde ise beklentilere paralel biçimde istihdam daralması yaşanmaktadır. Ancak bu durumun işsizlik oranına yansımaması, bütünüyle nüfus artış oranının tarihi diplerle gerilemesi ve yavaş artan bu nüfus içerisindeki işgücüne katılım oranının yeteri kadar artmaması ile alakalı.

Özetle, büyüme kompozisyonunda yeniden denge sağlama amacıyla izlenen tüm sıkılaştırıcı politikaların 2024'ün ikinci yarısında ekonomik aktivite üzerinde daha fazla baskı yaratmasını ve bu doğrultuda finansmana erişime ve finansman maliyetlerine hassasiyeti yüksek olan sektörler üzerindeki baskının artmasını bekliyoruz. 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 atılan tüm adımların ve finansal koşullarda izlenen sıkılaştırmanın ödemeler dengesi tablosunda belirgin bir iyileşme yaratacağını öngörüyoruz. İyileşme beklentimizin temelinde yer alan varsayımlar:

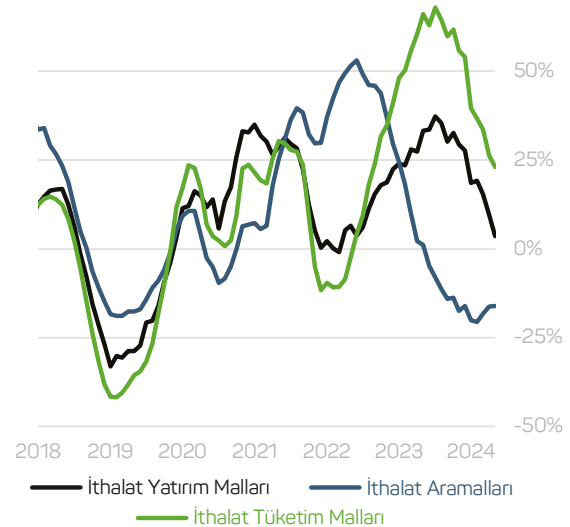
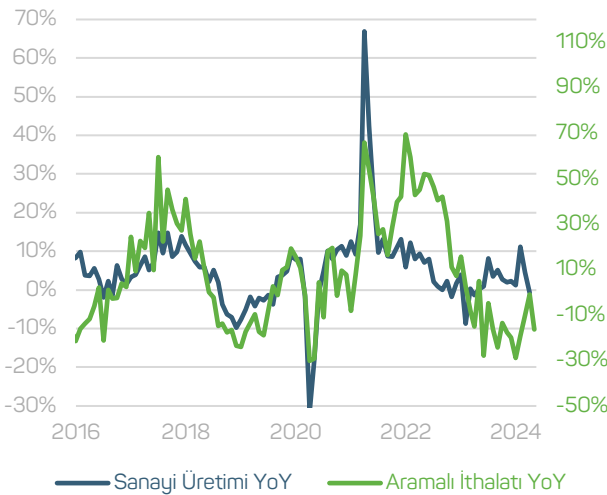
1. Mal ticareti dengesinin aramalı ithalatındaki hafifleme kaynaklı iyileşmesi,
2. Turizm gelirlerinin yüksek devam etmesi,
3. Hammadde ve enerji maliyetlerinin geçtiğimiz yıllara kıyasla gerilemesi,
4. Altın ithalatının hafiflemeye devam etmesi,
5. Finansman girişlerinin cari dengenin yaratacağı ihtiyacın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

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 yurt içinde 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 yurt içi kredi kısıtlarının sebep olacağı talep dengelenmesi ile birlikte üreticilerin stok eritme meylinin artacağını değerlendirdiğimiz için, dış ticaret dengesinin geçtiğimiz seneye kıyasla gerilemeye devam etmesini bekleriz. Şu ana kadar ara malları üzerinden şekillenen bu süreç, bundan sonra tüketim malları üzerinden devam edecektir.

Turizm tarafında ise hem yabancı turist giriş sayıları, hem de kişi başı net turizm gelirleri geçmiş senelere kıyasla iyileşme kaydederek ilerlemeye 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:



Tüm bunlara ek olarak TL faizlerinin ulaştığı seviyeler 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 FATF gri listesinden çıkma 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 yurt içi 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.

Fiyat Gelişmeleri

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

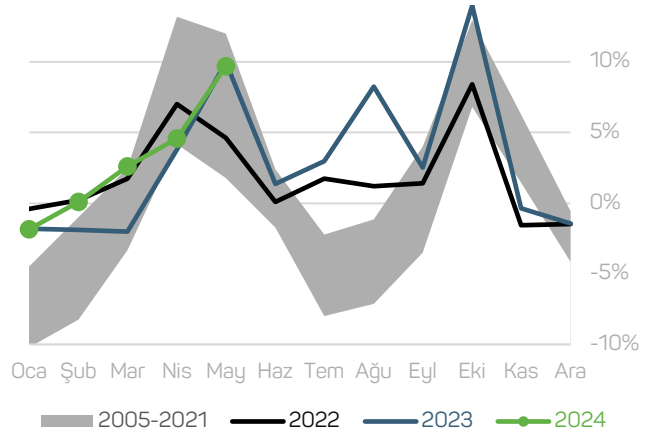
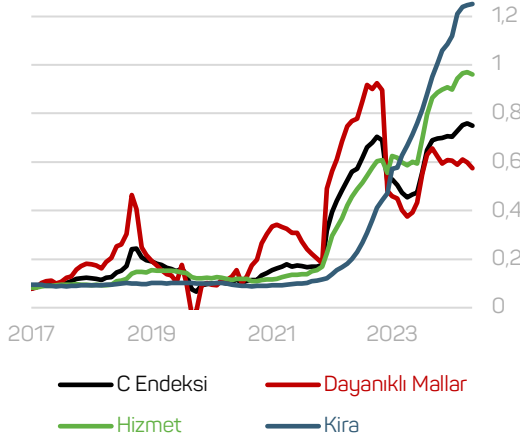
- Genel iletişim ve yaklaşım tarafında şeffaflık, öngörülebilirlik ve hesap verebilirlikten taviz verilmeyeceği,
- Geçmiş uygulamaların ve mevcut dönüşümlerin teyit ettiği şekilde yurt içi tasarruf sahipleri ve yurt dışı yatırımcılar tarafından kabul gördüğü bilinen ve "Ortodoks" diye tabir edilen para 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 yılın kalanında baz etkisi öncülüğünde ve baz etkisine ek olarak alt kırımlarda da özellikle ürün ve mal grupları desteğiyle gerilemesini beklemekteyiz.

Enflasyonun baz etkisinin ötesinde gerilemesinde ürün ve mal gruplarının ön planda olmasını beklememiz, büyük ölçüde kredi kısıtlarının hizmet sektörlerinden ziyade dayanıklı tüketim malı talebini ve stok finansman maliyetine maruz kalan reel sektör şirketlerini etkilemesiyle alakalı. 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, enflasyonun ürün ve mal grupları öncülüğünde gerilemesine baz oluşturacaktır.

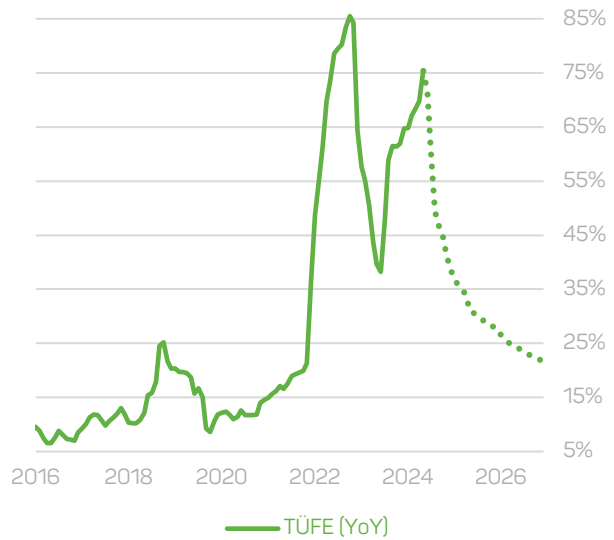
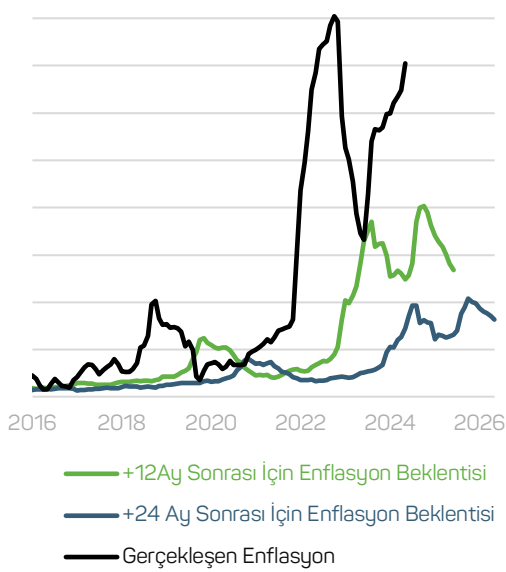
Ürün ve mal grupları hariç tutulduğunda çekirdek endekste ağırlığı yüksek olan hizmetler tarafında ise henüz arzu edilen boyutta bir iyileşme gözlemlenmemekte. Kredi büyümesine nispeten daha duyarsız olan ve büyük ölçüde beklentiler ile servis sağlayıcıların fiyatlama gücünden ve davranışından etkilenen hizmet fiyatlarının mevcut dayanıklı seyrini koruması, hem genel koşulların olması gerekenden daha uzun süre sıkı kalmasına, hem de ekonomi yönetiminden bu alanlarda farklı düzenlemelerin gelmesine sebep olabilir. Zira hizmetler grubunda ağırlığı yüksek olan kira, eğitim, yemek servis ve konaklama gibi geçmişe endeksli fiyatlama eğilimi yüksek olan alanlarda düzenleme ve denetimlerin devreye alınabildiğini hatırlamak gerekmektedir. Hizmet fiyatlarının gidişatı bu anlamda tahminlerimiz üzerindeki temel risk faktörü.

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

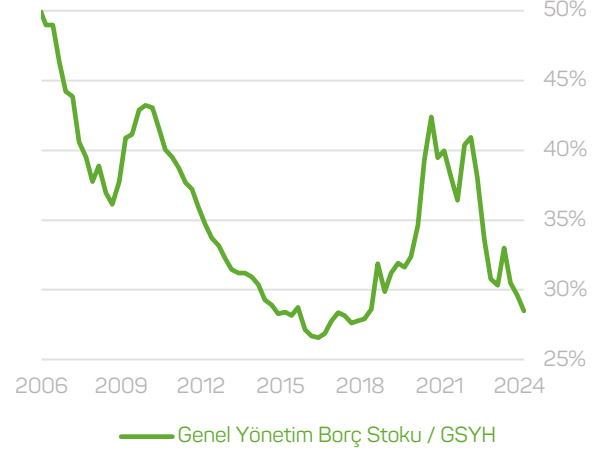
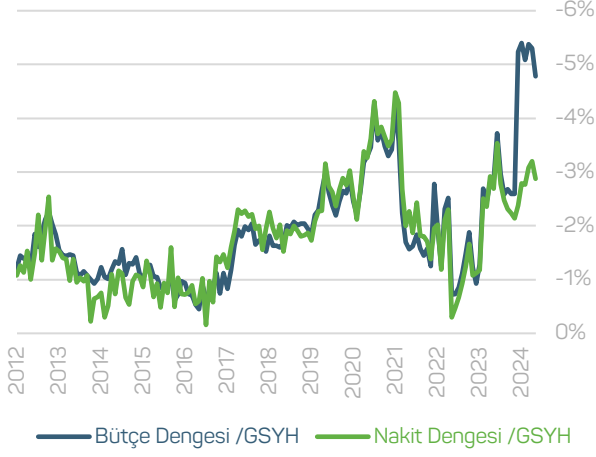
Merkezi Yönetim bütçe dengesinin 2023 yılında $-5,4$ açık vermesi ardından, 2024 yılına dair resmi OVP yönlendirmesi $-6,4$ seviyesinde. 2023 yılındaki performansın bozulmasında sırasıyla Şubat ayındaki deprem felaketi sonrası ortaya çıkan alt ve üst yapı inşaat maliyetleri kadar sosyal yardım ihtiyaçları da etkili olmuştu. Üstelik bu sürecin Mayıs ayındaki genel seçimlere denk gelmesi de dikkate alındığında, bütçe açığındaki bozulmanın herşeye rağmen 2023 OVP'sindeki $-6,5$ 'lik resmi yönlendirmenin altında kalması ekonomi yönetiminin bütçe performansında kontrolü kaybetmek istemediğini ortaya koyuyor.

Elbette, 2023 performansının resmi yönlendirme sınırları içerisinde kalmasında seçimler sonrasında vergi oranlarının enflasyon pahasına güncellenmesi de etkili olmuştu. Ancak 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 yine de hiç tahammül edilmediğini açıkça ortaya koyuyor. Dolayısıyla ekonomi yönetiminin ve siyasi erkin kamu maliyesinde kontrolsüz açılmaya karşı katı duruşunun devam edeceğini varsayarak, bütçe açığının 2024 yılında da resmi yönlendirmenin altında 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, 2023 yılında yaşanan olumsuz etkinin ardından 2024 yılında enflasyon üzerinde 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 artmakta. Dolayısıyla kamu maliyesinde hareket alanı yalnızca faiz dışı harcamalarda kalmış olup, Hazine ve Maliye Bakanı tarafından açıklanan son Tasarruf paketi de yaklaşımın bu olduğunu teyit ediyor. Dolayısıyla beklentimiz, personel giderleri, SGK primleri ve SGK kaynaklı cari transferler gibi 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 etse de henüz nakit transferi gerçekleşmediği için Hazine nakit pozisyonunu bozmayan deprem kaynaklı harcamaların bir kısmı için yurt dışından ek finansman ve kredi de sağlanacağını dikkate alarak, nakit dengesi tarafında herhangi bir belirsizlik öngörmüyoruz. Tüm bunlara ek olarak, bütçe açığında yaşanacak 2 yıllık deprem kaynaklı bozulmanın da ülkenin toplam yaşayan borç stoku / milli gelir oranını belirgin etkilemesini beklemiyoruz.

Kamu maliyesinde 2023 deprem kaynaklı bozulma ardından 2024 itibariyle harcama kısıntılarının ve vergi uyarlamalarının da etkisiyle dengelenme bekliyoruz. Toplam borç oranı dengede:



Kaynak: HMB, TÜİK, GCM Yatırım

Tahminler

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
GSYH Büyüme	10,5%	5,3%	4,0%	3,0%	4,0%	4,0%
GSYH (mia)	\$808	\$906	\$1.119	\$1.372	\$1.592	\$1.609
GSYH (mia)	₺7.256	₺15.012	₺26.276	₺44.927	₺63.685	₺80.472
TÜFE Yılsonu	36,0%	64,3%	64,8%	39,0%	25,0%	18,0%
TÜFE Ortalama	19,6%	72,3%	53,9%	56,0%	31,3%	21,5%
Cari Denge (mia)	-\$6	-\$46	-\$45	-\$20	-\$40	-\$40
Cari Denge (% GSYH)	-0,8%	-5,1%	-4,0%	-1,5%	-2,5%	-2,5%
Bütçe Açığı	3,0%	-1,0%	-5,4%	-5,4%	-4,0%	-3,0%
USDTL Yılsonu	13,3	18,7	29,4	35,0	45,0	55,0
USDTL Ortalama	8,9	16,6	23,8	32,8	40,0	50,0
EURTL Yılsonu	15,2	20,0	32,7	37,8	49,5	61,6
EURTL Ortalama	10,4	17,4	25,7	35,2	43,7	55,6
EURUSD Yılsonu	1,14	1,07	1,11	1,08	1,10	1,12
TCMB PPK Faizi Yılsonu	14,0%	9,0%	42,5%	45,0%	30,0%	20,0%

Piyasa Stratejisi

2024 yılının kalanına ve 2025 yılını kapsayan öngörülebilir geleceğe dair yurt içi piyasa beklentilerimizin temelinde, Türkiye'nin diplomatik ilişkilerinin, yeni ekonomi yönetimi yaklaşımlarının ve yurt içi 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

- Mısır ile diplomatik normalleşme sinyalleri,
- Yunanistan ile diplomatik normalleşme sinyalleri,
- Türkiye'nin Avrupa Birliği sürecinin yeniden kamuoyu gündemine taşınması,
- Mülteciler konusunda izlenen tutum,
- ABD ile askeri ilişkilerin yeniden iyileşme emareleri,
- NATO ile ilişkilerin yeniden iyileşmesi ve İsveç'in katılımında izlenen süreç,
- FATF Gri Liste'den çıkış.

2023 genel seçimleri sonrasında göreve gelen yeni ekonomi yönetiminin yaklaşımlarında, piyasalarda ortodoks diye tabir edilen genel kabul görmüş aşağıdaki uygulamalardan erken vazgeçilmeyeceğini varsayıyoruz:

- Resmi iletişimlerin ve sözlü yönlendirmelerin şeffaflık, öngörülebilirlik ve hesap verilebilirlik ilkelerini öne çıkartacak biçimde kurulması,
- Sözlü yönlendirmeyi destekleyecek biçimde somut para politikası ve düzenleyici makroihtiyati adımların atılması:
 - Politika faizinin yurt içi Liralaşma tercihini ve yurt dışı sermaye girişlerini tetikleyebilecek seviyeye yükseltilmesi ve bu seviyede korunması,
 - Zorunlu karşılıkların yurt içi talep ve dolarizasyon kaynaklı dengesizlikleri besleyen kredi büyümesini kısıtlayacak ve bankaların bilanço yönetimini bu hedefler doğrultusunda etkileyebilecek şekilde düzenlenmesi,
 - Menkul kıymet tesisi uygulamalarının kaldırılması ardından komisyon uygulamalarının da hem döviz cinsi tevdiat hesaplarından TL mevduata geçişi destekleyici, hem de vadesi dolan KKM hesaplarının taze döviz talebi yaratmasını engelleyici biçimde düzenlenmesi ve güncel piyasa ihtiyaçlarına göre aktif yönetilmesi,
- Likidite yönetiminin Liralaşma hedefiyle tutarlı ve TL mevduat tercihini desteleyecek biçimde yürütülmesi ve bu doğrultuda mevduat getirilerinin cazibesinin korunması.

Yurt içi makroekonomik dengeler tarafında ise, sürdürülemez olan başlıklarda başlayan zorunlu düzelme 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 değerlenme süreci ile desteklenmeye devam edilmesi,
- ▶ Enflasyon görünümünü düzeltme hedefinin TL'nin reel değerlenme ihtiyacından ayrı tutulamayacağı görüşünün muhafaza edilmesi,
- ▶ 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

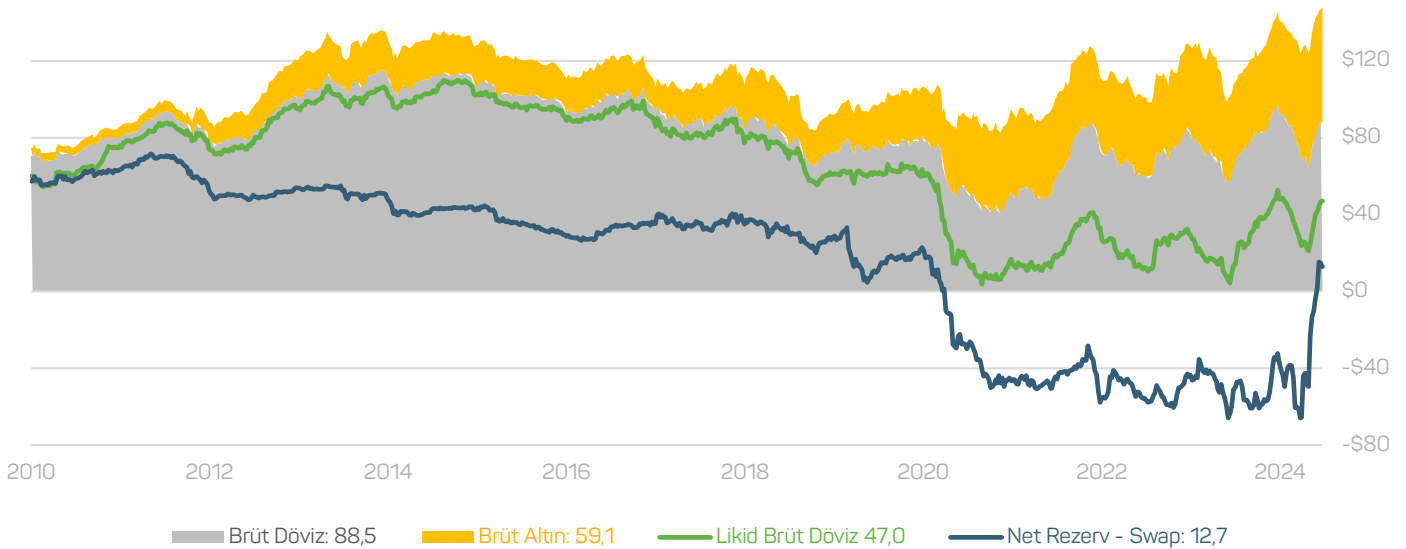
TL' de reel değerlenme sürecinin enflasyon görünümüne olumlu geri besleme yapacak biçimde 2024 sonuna kadar devam etmesini bekliyoruz. Enflasyonun seneyi %38 seviyesindeki resmi tahmine denk bir şekilde sonlandırması durumunda ise, hem para politikasındaki duruşun yeniden gevşetilmeye başlamasının gündeme gelmesini, hem de buna paralel olarak 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 nominal değer kaybı beklentisinin düşük ve reel değer kazancı beklentisinin yüksek olmasının, yurt içi TL mevduat, likit fon, vb. tasarruf araçlarına ilgiyi artıracaklarını düşünüyoruz.

Dolayısıyla döviz kurları üzerinde yabancı yatırımcı, yerli birikimci, veya TCMB rezerv yönetimi kaynaklı bir yukarı yönlü baskı beklentimiz yok.

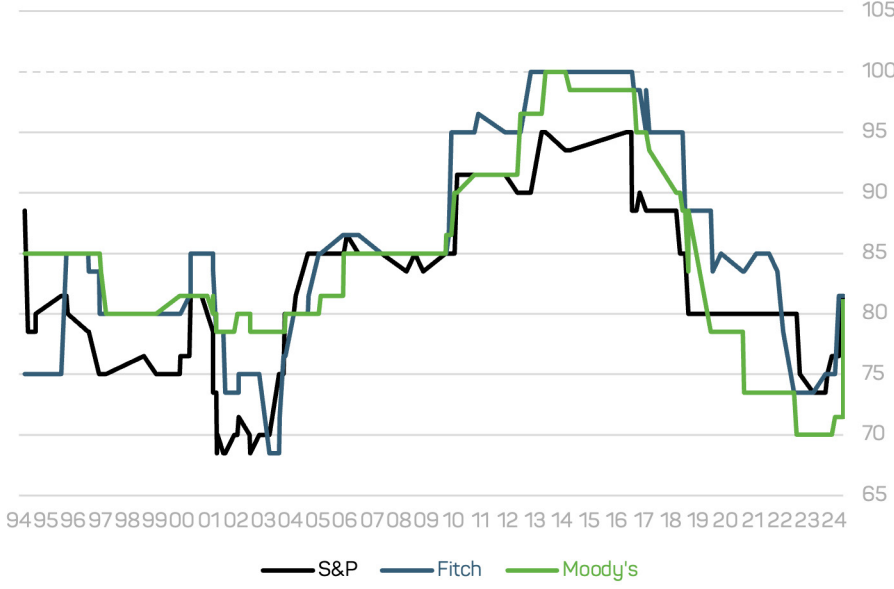
TCMB döviz rezervlerinin detayına indiğimizde, kullanılabilir likit brüt rezervlerin 2024 dibi olan Nisan ayından bu yana sistem dışından sisteme nette \$23+ milyar üzerinde giriş olduğunu, ve buna ek olarak yurt içi yerleşiklerin Liralaşma tercihiyle yaklaşık \$30 milyarlık pozisyon transferi olduğunu hesaplıyoruz. Dolayısıyla kamuoyunda "eksi rezerv" olarak bilinen swap hariç net rezerv pozisyonu, bu girişlerin etkisinde Haziran itibarıyla yeniden pozitif dönmüş durumda. Beklentimiz, reel faizlerdeki yükseklik ve TL'deki reel değerlenme 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	Temerrüt riski
CCC	Caa2		60	Yüksek temerrüt 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 %38 seviyesindeki resmi tahmine yakın gerçekleşmesini, TL'deki istikrarlı seyrin OVP öngörülerinden sapmayacak biçimde korunmasını, buna bağlı olarak başta mevduat ve likit fonlar olmak üzere TL cinsi varlık tercihinin güçleneceğini öngörüyoruz.

Dolayısıyla TCMB'nin mevcut oyun planından sapmama adına likidite koşullarını TL mevduatı destekleyecek biçimde yöneteceğini varsayarak, TL mevduatın ve özellikle de likit fonların yılın kalanında cazip birer alternatif olmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Enflasyon görünümü ve diğer makroekonomik dengeler ile finansal piyasalardaki istikrarı koruyacak reel faiz varsayımlarımız ışığında, TCMB'nin ilk faiz indirimini Aralık ayı itibarıyla gündeme alabileceğini değerlendiriyoruz. Buradaki reel faiz eşliğimizi, reel faizin 12 aylık beklenen ortalama enflasyonu aşmayacağı seviye olarak tanımlıyoruz.

Tahvil piyasasında ise temel belirleyici yabancı sermaye akımları olmaya devam edecektir. Yurt içi bankaların menkul kıymet tesis yükümlülüklerinin kaldırılması sonrası tahvil faiz fiyatlamaları TCMB politika faizi ile enflasyon beklentileri ışığında daha sağlıklı oluşmaya başladığı için, kısa vadeli gösterge tahvil faizinin politika faizi beklentimize paralel işlem görmesini, uzun vadeli tahvillerde ise Hazine ihraç takvimi ile fonlama maliyetlerinin ve yabancı iştahının belirleyici olmasını bekleriz.

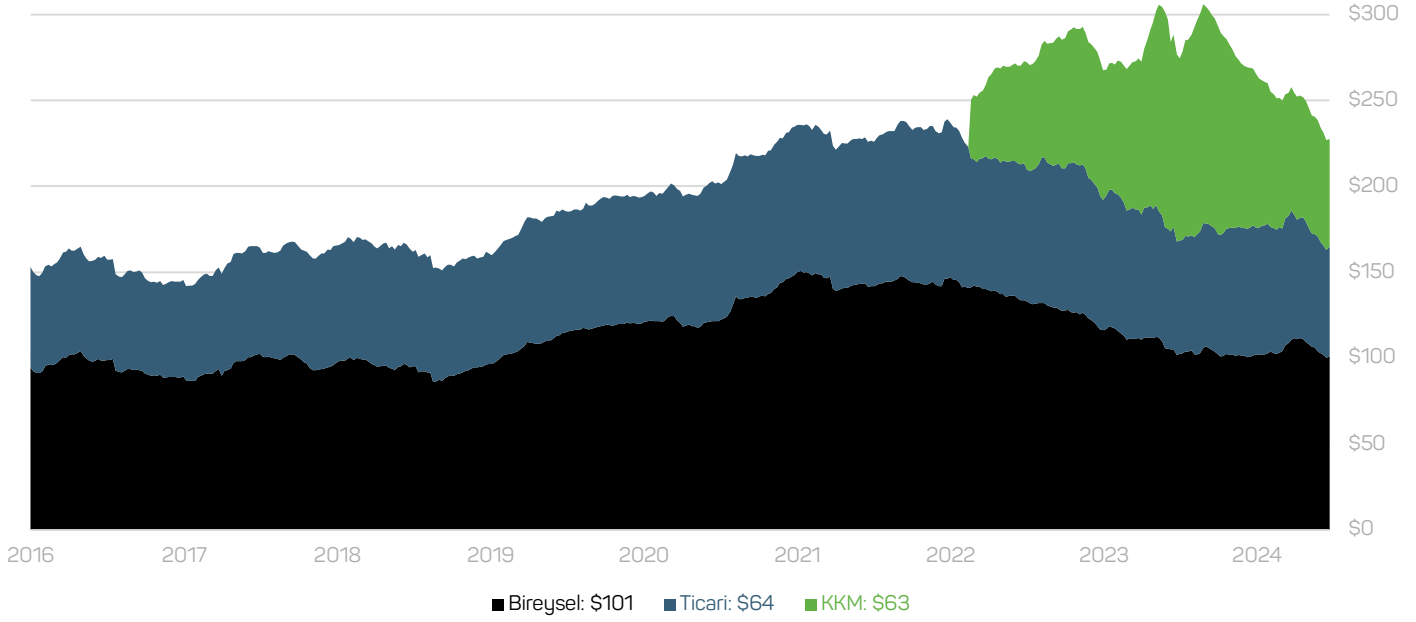
Oluşabilecek dönemsel piyasa oynaklıklarında, kredi notu ve FATF Gri Liste gelişmeleri gibi başlıklar ışığında uzun vadeli tahvillere fonlama maliyeti yüksek kalsa bile kur riski alınarak girişler izlenebileceği unutulmamalı. Zira TCMB'nin yurt içi enflasyon beklentilerini ve Liralaşma sürecini desteklemek için döviz kurlarını sabit 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 %43+ üzerindeki seviyelerini 6 aylık perspektifte nispeten cazip buluyoruz. İleri vadelerde, fonlama maliyetlerinden bağımsız olarak faiz oynaklığı yaşanabilecek dönemlerdeki işlem fırsatları daha ön plana çıkabilir. Bu bağlamda, enflasyon görünümünün netleşip faiz indirimlerinin radara gireceği sene sonundan önce %30'a yakın faiz seviyeleri cazip bulunabilir.

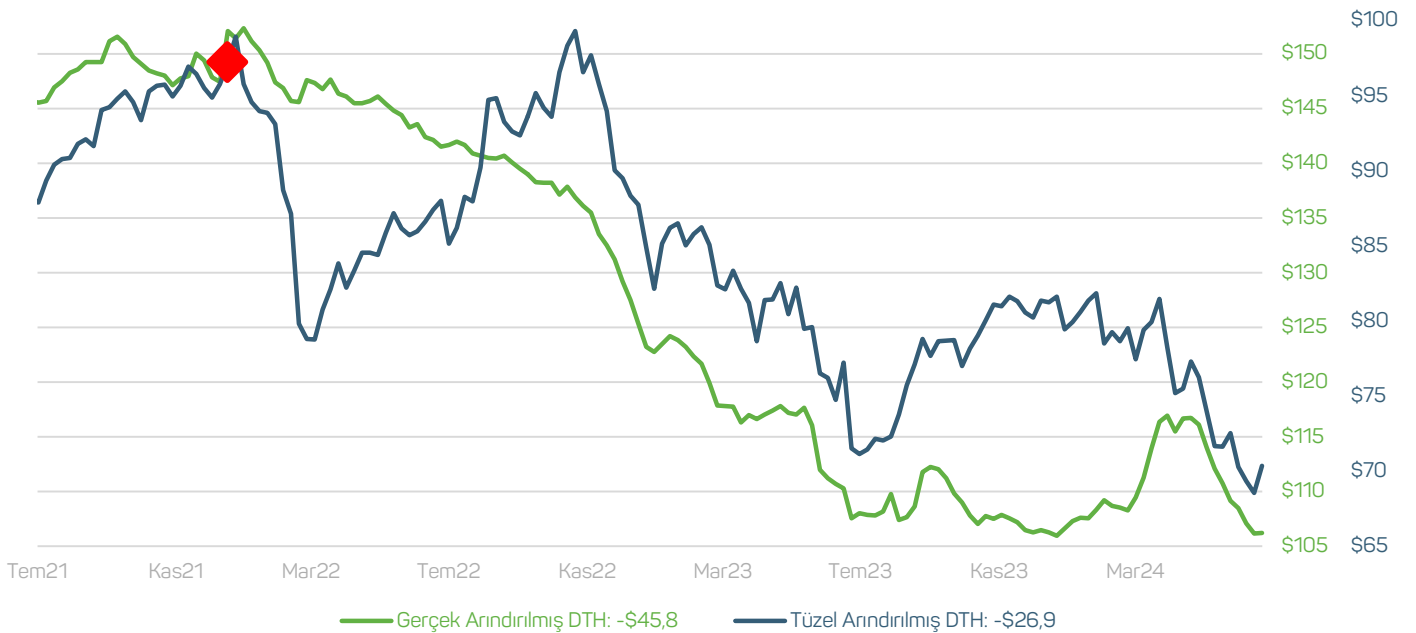
TÜFE endeksli tahviller tarafında TCMB politika faizi %50 olup kıymetlerin reel faizi %3,5 seviyesinden işlem gördüğü sürece, yüksek enflasyondan istifade edilecek dönem giderek sınırlı hale gelmekte. Dolayısıyla enflasyonda gerileme beklenen bu süreçte fonlama maliyetlerinde de belirgin gerileme oluşana kadar, TÜFE tahvillerini cazip bulmayacağız.

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



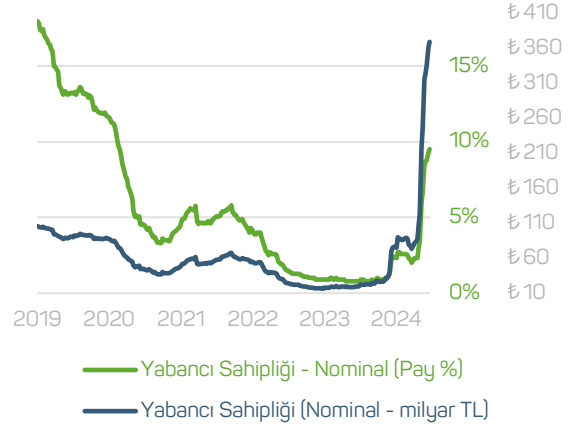
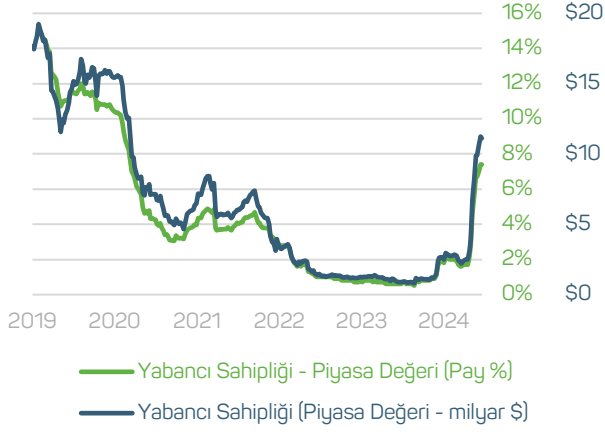
Kaynak: BDDK, TCMB

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 yurt içi 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, fiyatlama tarafında stratejik beklentilerimize ek olarak taktiksel işlem fırsatları da oluşabilir.

Olumlu faktörler tarafında:

- ▶ Yurt içi talep koşullarının sene başında varsayılabilecek kısımlara kıyasla daha dayanıklı kalma ihtimali,
- ▶ Döviz yükümlülüğe sahip şirketler açısından döviz likiditeye erişim ve kur risklerinin düşük olması,
- ▶ Kredi derecelendirme kuruluşlarından birkaç adet daha not artışı ve FATF Gri Liste'den çıkma beklentilerinin yabancı yatırımcı algısını desteklemesi,
- ▶ Yabancı yatırımcı pozisyonlanmasının düşük olması,
- ▶ Yabancı yatırımcıları yurt içi piyasalara cezbedebilecek BDDK swap kısıtlarının gevşetilmesi vb. gibi ek düzenleme gelme ihtimali,
- ▶ Yerli yatırımcı sayısındaki artış, hisse senedi sınıfının yurt içi yerleşik portföylerindeki ağırlığının artmakta olması.
- ▶ Değerlemelerin geçmiş ortalamalara ve yurt dışı muadillere kıyasla ucuz olması,
- ▶ Varlık etkisi yaratan yüksek mevduat faizlerinin gerilemeye başlayacağı süreçte portföy dengeleme ihtiyacının hızlıca devreye girecek olması,
- ▶ Uzun vadeli teknik analiz göstergelerinden gelebilecek destekleyici sinyaller.

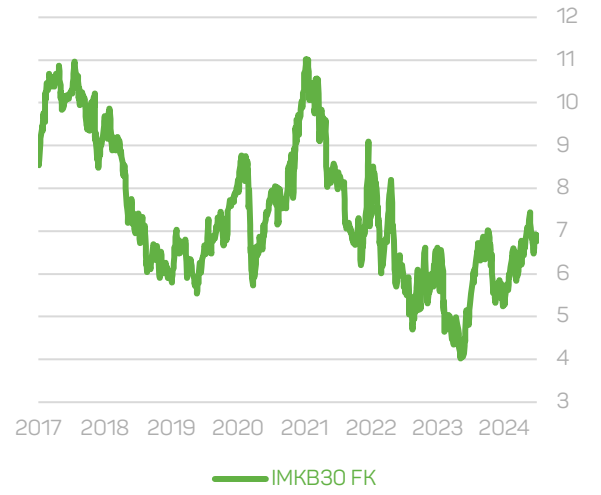
Olumsuz faktörler tarafında:

- ▶ TL mevduat tarafındaki yüksek faizlere kıyasla hisse senedi yatırımlarının getiri beklentisinin fiyatlama risklerine değmeyebileceği endişesi,
- ▶ Yurt içi talep koşullarının beklenenden dayanıklı ilerlemesi ve enflasyon görünümündeki iyileşmenin gecikmesi durumunda finansal koşulların beklenenden daha uzun süre daha sıkı kalma ihtimali,
- ▶ 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 son tasarruf tedbirlerinin ve vergiler tarafında gündeme gelebilecek ek yüklerin yaratacağı olumsuz talep ve kar etkileri,
- ▶ Halka arzların devam etmesinin endeks üzerinde yarattığı fiyatlama baskısı,
- ▶ Küresel aktivite görünümünün Almanya öncülüğünde Avrupa'da, konut piyasası ve yerel yönetim borçlulukları kaynaklı olarak Çin'de, ve tüketici güveni kaynaklı olarak ABD'de yeniden yavaşlama eğilimine girmesi,
- ▶ Buna karşın son dönem açıklanan enflasyon göstergelerinin hedefleri aşması sebebiyle küresel merkez bankalarının umulduğu düzeyde faiz indirimi yapamayabilecek olma ihtimalleri.

BİST-100 endeksi son 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:

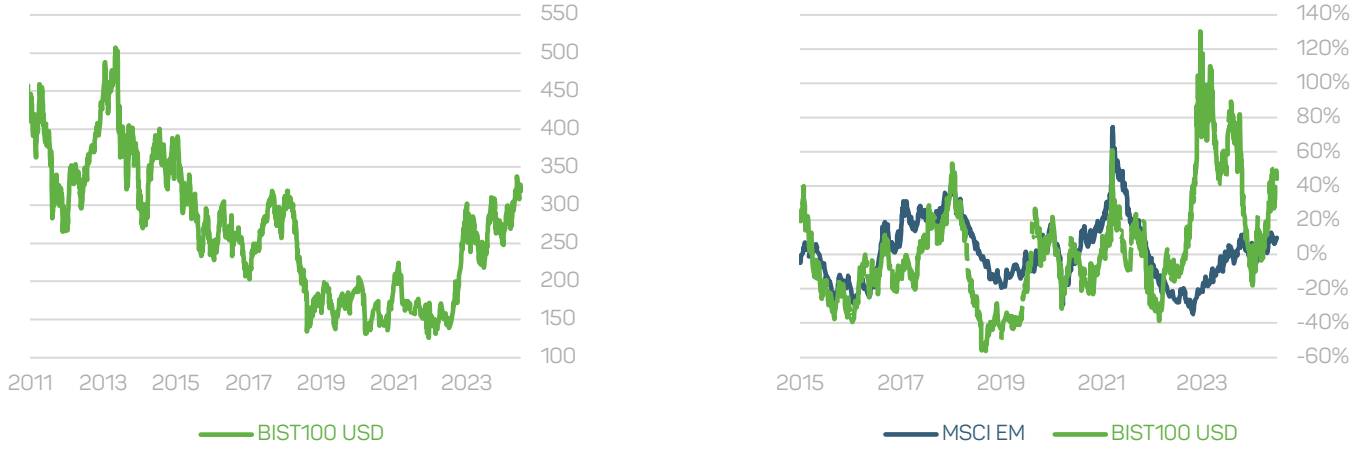
- HOLDINGLER:** Devam eden kredi kısıtları ışığında, toplam borç yükü ve kısa vadeli borç oranı düşük ve finansman kaynaklarına erişimi, sektörel ve finansman çeşitlendirme imkanı ve sermaye yeterliliği yüksek olan nitelikli hisseler,
- İHRACATÇILAR ve HAVACILIK:** Döviz cinsi finansmana ve gelire erişimi kolay olabilecek şirketler,
- BANKALAR:** Normalleşme ve yabancı sermaye akımı beklentileri ışığında bu girişleri kaldıracabilecek nitelikte tahta derinliğine sahip ve borsa işlem likiditesi yüksek hisseler,
- MODEL PORTFÖY:** Değerleme tarafında endeksin geri kalanına ve küresel muadillere kıyasla ucuz kalmış olan ve bu sebeple mevduat getirisiyle mukayesede öne çıkabilecek şirketler.

BİST hisse senetleri yabancı takas oranı ve IMKB30 F/K oranı geçmiş ortalamaların altında:



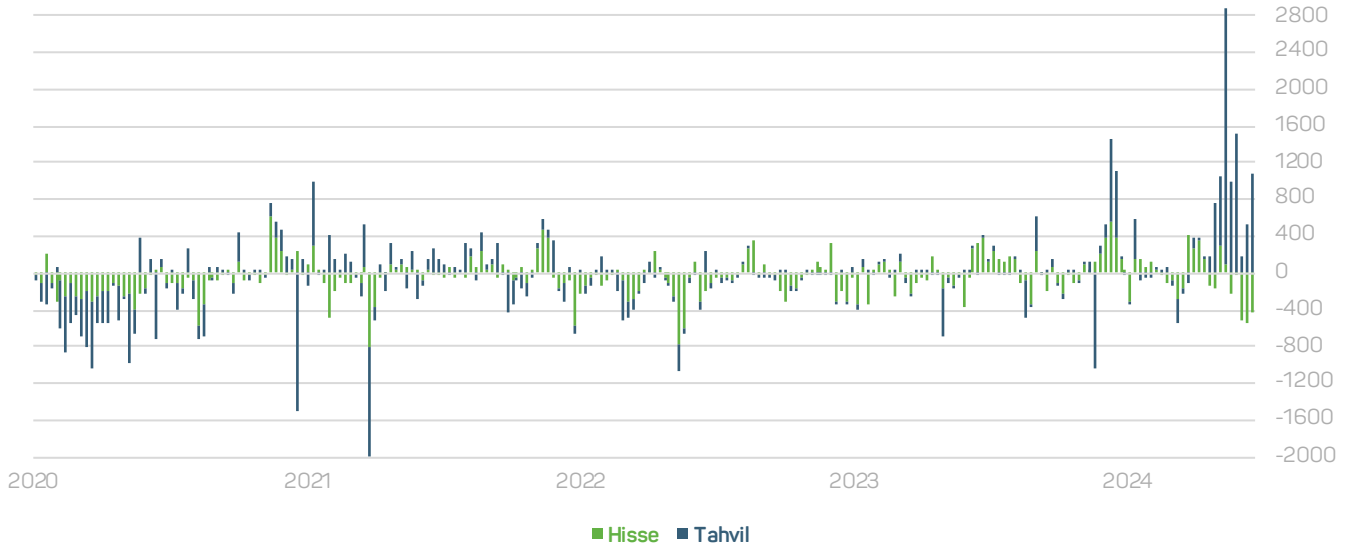
Kaynak: TCMB, Bloomberg

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	49,74	67	%35	06-05-2022	17,71	180,86%	809	3.063	152.364	4.601	9,10	0,97	1,30
AKBNK	AKBANK	69,75	86.65	%24	06-05-2022	5,13	1.259,65%	809	5.200	362.700	10.953	5,26	1,70	2,47
THYAO	THYAO	313,00	345.34	%10	16-06-2022	48,44	546,16%	768	1.380	431.940	13.044	2,61	0,84	0,00
TUPRS	TUPRS	164,80	248	%50	08-03-2023	42,72	285,77%	503	1.927	317.536	9.589	5,37	1,40	5,67
TCELL	TURKCELL	114,50	146.36	%28	08-11-2023	53,10	115,63%	258	2.200	251.900	7.607	14,51	1,75	2,24
BUCIM	BUCIM	8,72	11.58	%33	15-11-2023	8,58	1,63%	251	1.500	13.080	395	4,94	1,31	0,69

© Son Güncelleme:2024-07-22 14:44:08 (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 dayanılarak 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.