

Bu makro görünüm raporumuzda, son makro gelişmeler ışığında yatırımcılarımızdan gelen sorulara cevaplar verirken, olası gelişmelere ilişkin bir perspektif sunmayı ve öngörülerimizi paylaşmayı amaçlıyoruz.

1) Yerel seçim sonuçlarının ardından sıkılaştırıcı ekonomi politikalarından geri dönüş ihtimalini nasıl değerlendiriyorsunuz?

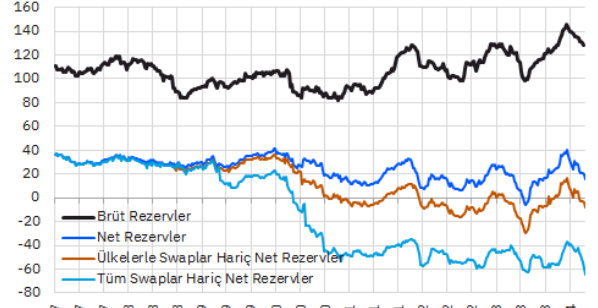
Yerel seçim sonuçlarının mevcut iktidarın istediği şekilde sonuçlanmaması nedeniyle **mevcut ekonomi politikalarından geri döneceğini düşünüyoruz**. Bunun en önemli nedenini de, mevcut sıkılaştırıcı politikalarla bile resmi rezervlerde son dönemde ciddi bir erime görüldüğü bir ortamda, genişleyici politikaların sürdürülebilir olamayacağı yönündeki düşüncemiz olarak özetleyebiliriz, ki zaten genel seçimler öncesinde uygulanan heterodoks politika seti sürdürülemez için ortodoks politikalara geri dönmüştü. Biz aksine, yerel seçim sonuçlarının mevcut politikalara devam etme motivasyonunu arttıracaklarını düşünüyoruz. Bununla beraber, yerel seçim sonuçlarının mevcut politika seti altında alınacak kararlarda, özellikle de maliye politikasında bazı yumuşamalara neden olması ihtimalini de dışlamıyoruz; beklenen kamusal fiyat ayarlamalarının miktarının düşürülmesi/ötelenmesi, emekli ve memur maaş artışlarının yükseltilmesi gibi. Bu da ilerleyen süreçte enflasyondaki düşüşü sınırlandırabilir.

2) Kurlarda seçimlerin ardından geçen yıl olduğu gibi sert bir yükseliş olabileceği endişeleri hakkında ne düşünüyorsunuz?

Ekonomi yönetimi ilk çeyrekte öngördüğümüz gibi TL'de reel değerlenme öngören ve kurların tedrici şekilde yükseldiği stratejisine bağlı kalmaya devam etti. Ancak, bu stratejinin sene başında düşünülen daha fazla rezerv kaybederek sürdürülebildiği ve bu kayıpların son haftalarda iyice güçlendiği görülüyor. Brüt döviz rezervlerimizde Aralık'ın son haftasından bu yana yaşanan kayıp 20 milyar \$'a ulaşmış durumda. İlgili dönemde TCMB'nin bankalarla swap pozisyonlarındaki artış da dikkate alınırsa, rezervlerdeki düşüşün 29 milyar \$'a ulaştığı söylenebilir, ki bunun 17 milyar \$'lık kısmı sadece Mart ayı içinde gerçekleşti. Rezerv kayıplarının son dönemde yoğunlaşmasının arkasındaki ana neden de pek tabii kurlarda seçimlerin ardından sert bir yükseliş olacağı beklentisiyle artan döviz talebi oldu. Buna dövizden dönüşümlü KKM hesaplarının tasfiyesi süreci ve de portföy girişlerindeki yavaşlama da eşlik edince rezervlerdeki erime güçlendi.

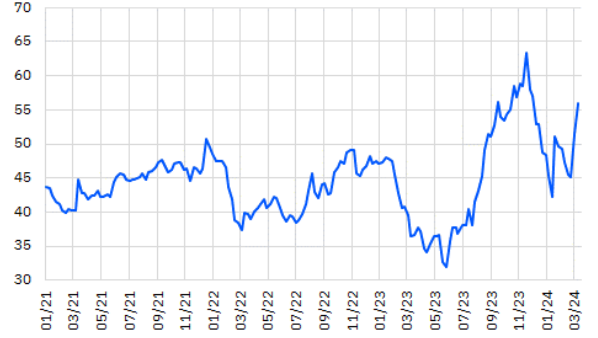
20 Aralık 2023'te yayınladığımız Strateji Raporumuzda, dış ticaret dinamiklerini, reel kur seviyelerini ve potansiyel bireysel döviz talebini göz önünde bulundurarak kurlarda yıl içinde (seçimlerin ardından) %10-15'lik bir yükseliş potansiyeli olabileceğini ifade etmiştik. Ancak, rezervlerdeki kayıpların hızlanmasına ek olarak iç talepte düşündüğümüz ölçüde bir yavaşlama olmaması, aksine son dönemde yeniden ivmelenmesi, ilk 2 aydaki enflasyon rakamları sonra beklentilerin bozulması ve en önemlisi dövizde artış olacağı yönünde artan spekülasyonların "kendi kendini gerçekleştiren kehanete" dönüşme riski yaratması nedeniyle, açıkçası TL'nin daha sert bir değer kaybına maruz kalabileceğinden endişe etmeye başlamıştık. TCMB'nin mart PPK toplantısında gerçekleştirdiği 500 baz puanlık faiz artışı bu endişelerimizi önemli ölçüde törpüledi. Seçimlerin hemen öncesinde gerçekleştirilen bu faiz artışının, mevcut politikaların devamlılığına ilişkin güçlü bir sinyal olarak algılanması bu görüşümüzdeki temel etken oldu.

Grafik 1: Uluslararası Döviz Rezervleri (Milyar \$)



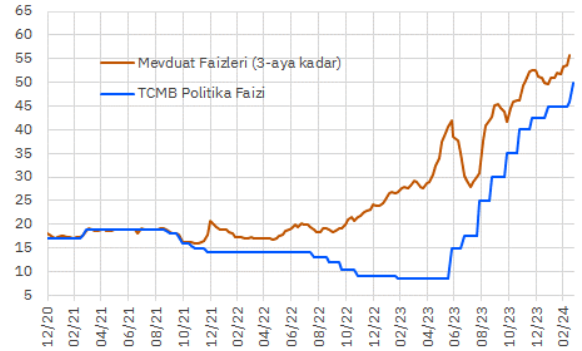
Kaynak: TCMB

Grafik 2: TCMB'nin Bankalarla Swap Pozisyonu (Milyar \$)



Kaynak: TCMB

Grafik 3: Politika Faizi - Mevduat Faizleri (%)



Kaynak: TCMB

Serkan Gönençler
Başekonomist

serkan.gonencler@gedik.com
+90 216 453 00 00 / 2841

Dolayısıyla, kurların seyrine ilişkin sene başındaki öngörülerimize bağlı kalmaya devam ediyoruz. Buna göre, ekonomi yönetiminin dezenflasyon için Türk Lirası'ndaki reel değerlenme hedeflemeye devam etmesini bekliyoruz. **Kurlarda yaz aylarına kadar sınırlı bir düzeltme (yükseliş) potansiyeli görmekle birlikte, 3. çeyrekte itibaren cari açığı iyileşmenin desteği ve sermaye girişlerinde beklediğimiz güçlenmeyle beraber, TL'nin reel değerlenme sürecine devam edebileceğini düşünüyoruz. Bu durumda, sene sonu \$/TL kurunu 40.0 civarı seviyelerde beklemeye devam ediyoruz.**

3) TCMB'nin faiz artışları bitti mi?

Piyasada politika faizinde tepe seviyeye ulaşıldığı yönündeki genel algının aksine, önümüzdeki 1-2 aylık süreçte gelişmelere göre ek politika faizi artışlarına ihtiyaç olabileceğini değerlendiriyoruz. Bu düşüncemizin arkasındaki nedenleri şöyle özetleyebiliriz:

TCMB son PPK metninde net bir sinyal vermemekle birlikte, "enflasyonda belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda para politikası duruşu sıkılaştırılacaktır" ifadesini koruyarak ek faiz artışlarına kapıyı açık bıraktı. TCMB'nin bekle-gör stratejisine geçerek gelişmelere göre aksiyon alacağını düşünmekle beraber, ek faiz artış potansiyelinin halen güçlü olduğunu düşünüyoruz. Bu beklentimizin temel nedenini de, enflasyonda atalet katkısı yapan belki de en önemli unsur olan tüketici davranışlarındaki bozulmayı, yani talebi öne çekme eğilimini tersine çevirmenin zor olacağı ve bunun başarılması için mevduat faizlerinde ek artışlara (örneğin %60 üzeri seviyelere oturmasına) ihtiyaç olabileceği yönündeki düşüncemiz olarak özetleyebiliriz. TCMB'nin politika faizine ilişkin karar fonksiyonunda iç talepteki olası yavaşlamanın gücü dışında, uluslararası döviz rezervlerinin seyri de önemli bir yer tutacaktır. Bu açıdan, döviz rezervlerindeki düşüş trendinde bir yavaşlama hatta tersine dönüş olmaması da ek faiz artışlarını gerekli kılabilir.

Özetle, TCMB politika faizine ilişkin kararlarını şekillendirmeden önce, öncelikle döviz rezervlerinin durumunu ve iç talebe ilişkin gelişmeleri izlemek isteyecektir. Bunlar dışında, aylık enflasyon eğilimi, TL mevduat faizleri, KKM hesapları ve döviz mevduatlarının seyri ve dış ticaret dinamikleri (özellikle de tüketim malları ithalatının seyri) de yakından takip edilecektir. Tüm bunları birlikte değerlendirdiğimizde, **seçim sonuçlarından bağımsız olarak politika faizinde ikinci çeyrek içinde 500-750 baz puan artış ihtiyacı olabileceğini değerlendiriyoruz.** Yukarıda da belirttiğimiz gibi, başta döviz rezervlerinin gelişimi ve iç talep gelişmeleri olmak üzere çeşitli verilere bağlı olarak bu görüşümüzü yeniden değerlendirebiliriz.

4) Bu sene içinde faiz indirimlerinin başlaması mümkün mü?

Ek faiz artışı düşüncemiz dışında, bu sene yılın son aylarında bir faiz indirim potansiyeli de pek tabii oluşabilir. Ancak, bunun için öncelikle iç tüketimdeki (sert) yavaşlamayı ve talebi öne çekme eğilimindeki kırılmayı görmek gerekecek. Böyle bir kırılmayı da, TÜFE enflasyonunun 2024 sonunda piyasanın %40-45 beklentilerine doğru düşmesi için değil, 2025 ve sonrasında daha makul seviyelere ve nihayetinde de tek haneli seviyelere gerilemesi için gerekli bir ön koşul olarak görüyoruz. Bu sene faiz indirimi olması bir ölçüde de önümüzdeki birkaç aylık süreçte ek sıkılaşma olup olmasına bağlı olacaktır. **Olası bir sıkılaşmayla hem faiz bazı yükseleceğinden dolayı, hem de iç talepteki geri çekilme potansiyeli artacağından TCMB son çeyrekte (yılın son iki ayında) sınırlı faiz indirimlerini hayata geçirebilir.** Bunun için de, TCMB'nin daha önce piyasa yönlendirmesini de yaptığı üzere, aylık enflasyon eğiliminin (mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon) %1,5-2,0 gibi bir seviyeye (mevcutta %4,0'ün biraz üzerinde) gerilemesi gerekiyor. Bu şartın gerçekleşmesi halinde (ki bu da talepteki yavaşlamaya paralel olarak gerçekleşebilir), 2025 yılı içinde seri halde ve artan bir hızda faiz indirimleri görebiliriz.

5) TCMB'nin son adımının ardından tahvil piyasasına yatırımcı ilgisi artar mı ve ne gibi yatırım tavsiyelerinde bulunursunuz?

Bu soruya kademeli olarak evet cevabını verebiliriz. Açıkçası, tahvillere artan yatırımcı ilgisini zaten TL tahvil faizlerinde Haziran'dan itibaren yaşanan normalleşmeyle birlikte uluslararası yatırım bankalarının tahvil piyasasına ilişkin yayınladığı raporlardaki ve bize gelen yurtiçi ve yurtdışı kurumsal yatırımcı sorularındaki artışlardan görüyoruz. Öte yandan, DİBS piyasasında Haziran 2023'ten bu yana yaşanan yabancı girişlerinin 2 milyar \$ gibi çok sınırlı bir miktarda kaldığını söylemek lazım. Kıyaslama açısından hatırlatmak gerekirse, yabancı yatırımcının DİBS piyasasında en aktif olduğu 2010-2012 yılları arasında kümülatif yatırım tutarı 40 milyar \$'ı aşmıştı. Yabancıların bu süreçte DİBS portföy stoğu da 60 milyar \$ seviyelerine ulaşırken, toplam stok içindeki payları da %30'a yaklaşmıştı. Yabancıların mevcuttaki DİBS stoğu ise 6 milyar \$, toplam stok içindeki payları da %2 seviyesinde bulunuyor (Grafik 4-5). Önümüzdeki süreçte, 2012-2014 arası dönemde olduğu ölçüde bir yabancı ilgisi beklemesek de, bu rakamlar potansiyel yabancı girişleri konusunda önemli bir fikir veriyor.

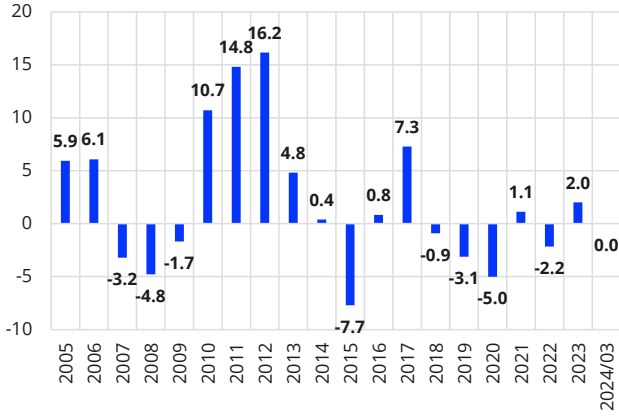
Biz mevcut durumda TL tahvillere yabancı sermaye girişlerinin kademeli olarak artmasını bekliyoruz. Buna paralel olarak, tahvil faizlerinde görülecek düşüşler, tahvil yatırımcılarına ciddi sermaye getirisi elde etme fırsatları sunacaktır. Ancak, yukarıda da ifade ettiğimiz gibi, politika faizinde halen yükseliş potansiyeli gördüğümüzden, verim eğrisinin 2 yıl vadeye kadar olan kısa tarafında ek yükselişler olabileceğini değerlendiriyoruz. Bu açıdan, TCMB'nin politika faizinde tepe noktaya ulaşılmasıyla (veya bu algının oluşmasıyla) verim eğrisinin kısa tarafının şimdiye göre daha cazip yatırım fırsatları sunabileceğini düşünüyoruz.

Enflasyonun 2-3 yıl içinde tek haneli seviyelere yakınsayacağını düşünen bir yatırımcı için, verim eğrisinin uzun tarafı, yani 10-yıllık tahvil faizleri cazip bir yatırım fırsatı sunuyor. Ancak, biz mevcut durumda, 10-yıllık tahvil faizlerinde kısa vadede düşüş potansiyelini sınırlı görüyoruz. **10-yıllık tahvil faizlerindeki kayda değer bir gerilemenin enflasyon görünümünde iyileşme sinyallerinin daha netleşmesiyle gerçekleşeceğini düşünüyoruz.**

Politika faizinde tepe noktaya ulaşıldığı algısı olduğu taktirde, verim eğrisinin orta tarafının, yani 2-5 yıl arası vadeli tahvillerin daha cazip olabileceğini düşünüyoruz. TCMB'nin son faiz adımının ardından, bu vadedeki çoğu tahvilde zaten önemli sayılabilecek düşüşler de oldu; faiz düşüşü örneğin TRT180226T16 kodlu gösterge tahvilde yaklaşık 200 baz puanı, TRT190728T18 kodlu tahvilde ise kabaca 300 baz puanı buldu. Bu açıdan ilk etapta bu tahvillere yatırım için daha uygun faiz/fiyat seviyeleri beklenebilir. Bu arada, benzer vadede TRT150927T11 kodlu tahvil faizinde ise aynı dönemde benzer bir düşüş olmaması, ilgili tahvil cazip kılssa da, ikincil piyasada çok düşük likiditeye sahip olduğunu belirtmek lazım.

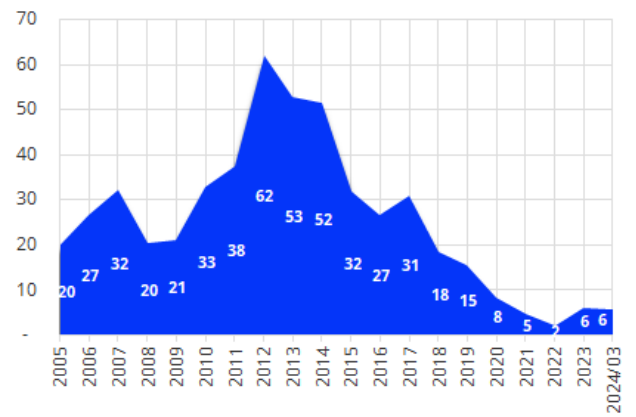
Eurobond piyasasına ilişkin görüşlerimiz de DİBS piyasasına paralel. Buna göre, Eurobond piyasasındaki iyileşmenin de enflasyon görünümündeki iyileşmeye paralel, kademeli bir şekilde görülmesini bekliyoruz. Politika faiz artışının ardından, Eurobond faizlerinde de tüm vadelerde 25-30 baz puan civarında geri çekilmeler yaşandığını görüyoruz. Faizlerde kısa vadede ek düşüş potansiyelini sınırlı görmekle beraber, enflasyonda düşüş trendinin netleşmesiyle Eurobond yatırımlarının daha cazip hale geleceğini düşünüyoruz. **Eurobond yatırımı yapmak isteyen yatırımcılar için, mevcut durumdaki risk/getiri profilini düşündüğümüzde 2-3 yıl vadedeki kısa vadeli Eurobondları görece daha cazip gördüğümüzü söyleyebiliriz.** Burada da 09/10/2026 vadeli (US900123CK49) ve 25/03/2027 vadeli (US900123CL22) tahvilleri öne çıkarıyoruz. **Eurobondlarda durasyon uzatmak için enflasyon görünümünde daha net iyileşme sinyallerini beklemenin daha doğru bir strateji olabileceğini değerlendiriyoruz.**

Grafik 4: Yurtdışı Yerleşiklerin Net DİBS Alımları (Milyar \$)



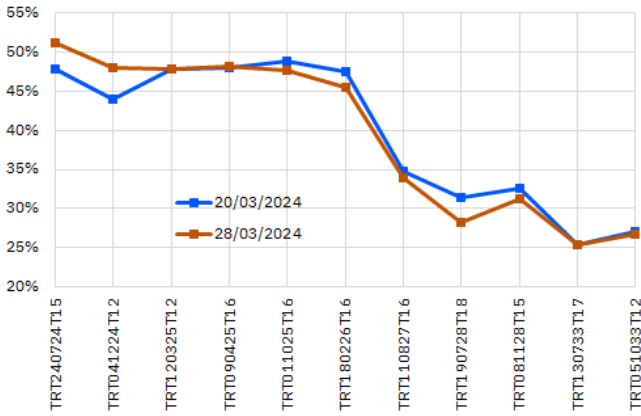
Kaynak: TCMB

Grafik 5: Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Stoğu (Milyar \$)



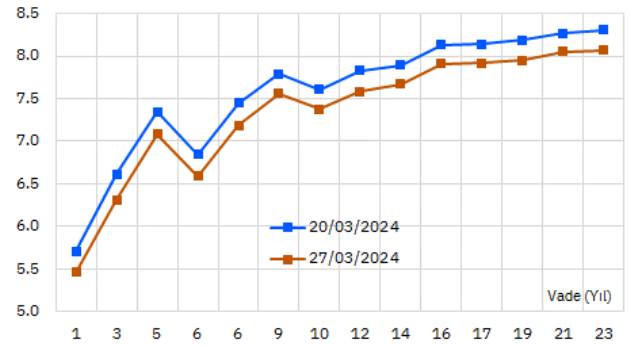
Kaynak: TCMB

Grafik 6: DİBS Verim Eğrisi



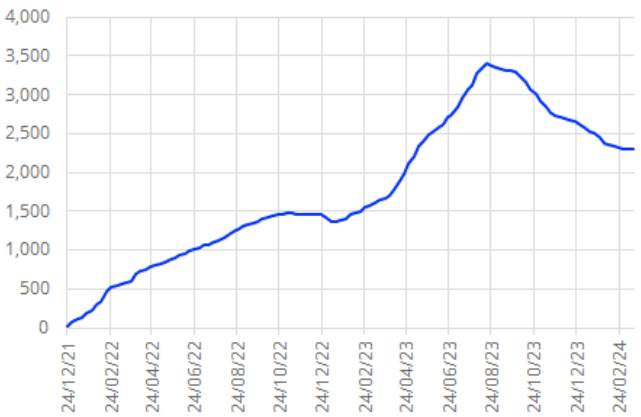
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Grafik 7: Eurobond Verim Eğrisi



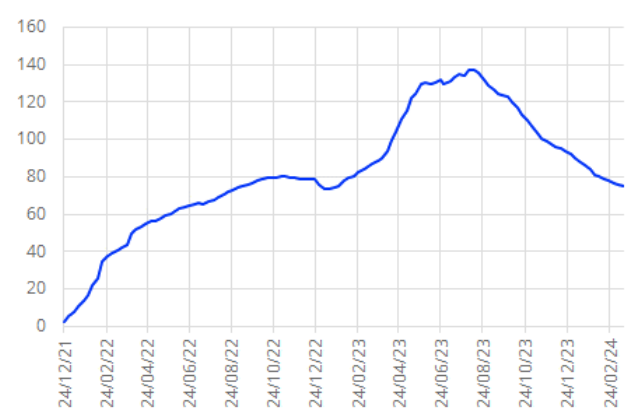
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Grafik 8: Kur Korumalı Mevduat (Milyar TL)



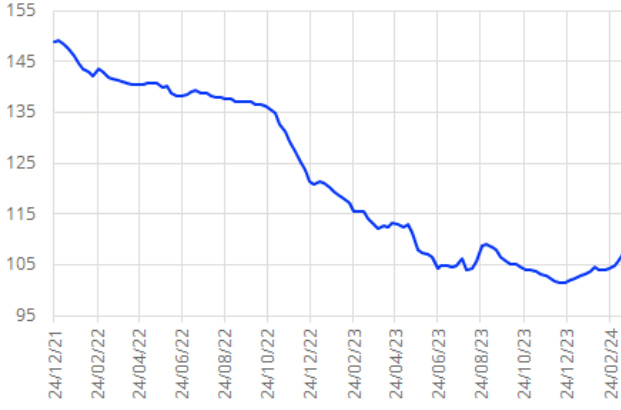
Kaynak: TCMB

Grafik 9: Kur Korumalı Mevduat (Milyar \$)



Kaynak: TCMB

Grafik 10: Döviz Mevduatları, Gerçek Kişiler (Milyar \$)



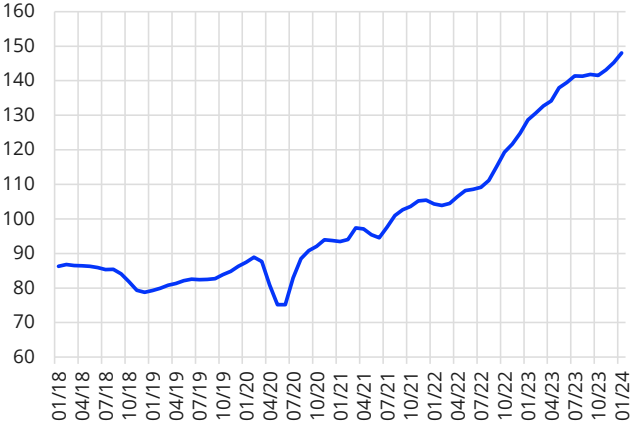
Kaynak: TCMB

Grafik 11: Döviz Mevduatları, Tüzel Kişiler (Milyar \$)



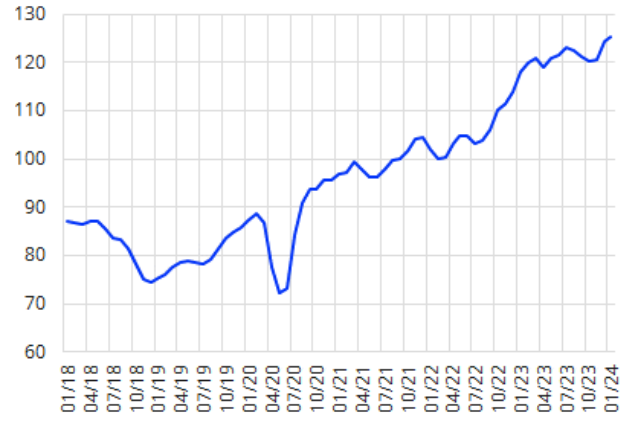
Kaynak: TCMB

Grafik 12: Perakende Satışlar, Hacim Endeksi (2021=100)



Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım

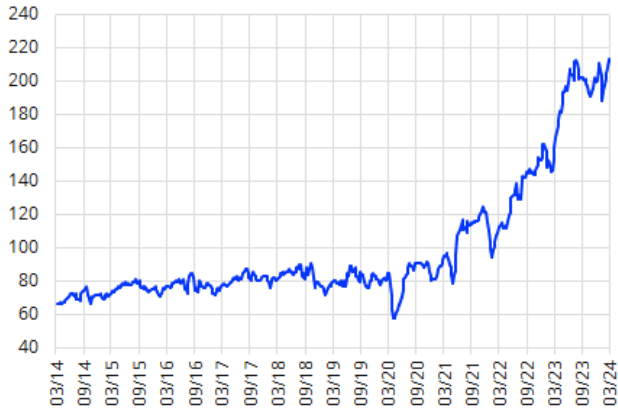
Grafik 13: Ticaret İş Hacim Endeksi (2021=100)



Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım

* yıllıklandırılmış 13-haftalık ortalama büyüme

Grafik 14: Kredi Kartı Harcamaları (Milyar TL)*



Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

* Mart 2024 Fiyatlarıyla, TÜFE endeksi ile reele çevrilmiştir.

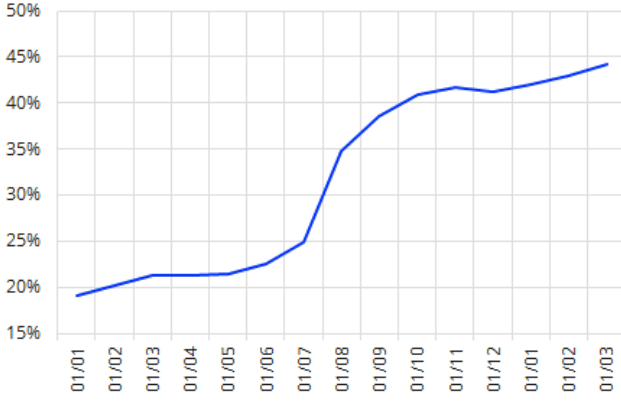
Grafik 15: Kredi İvmesi*



Kaynak: BDDK, Gedik Yatırım

* yıllıklandırılmış 13-haftalık ortalama büyüme

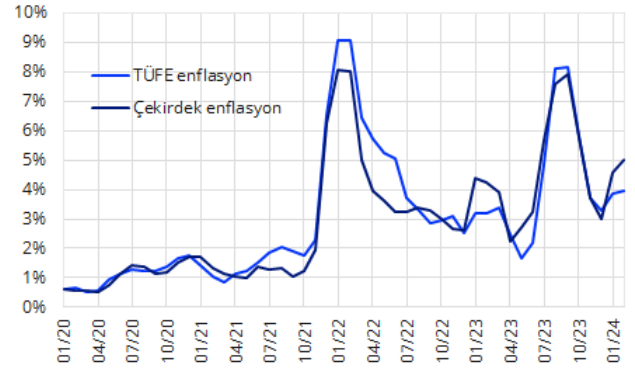
Grafik 16: 2024 Sonu TÜFE Enflasyonu Medyan Beklentisi*



Kaynak: TCMB

* TCMB'nin Piyasa Katılımcıları Anketi

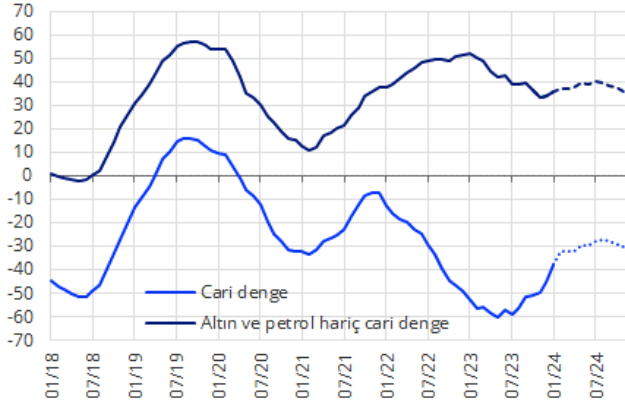
Grafik 17: Aylık Enflasyon Eğilimi*



Kaynak: TÜİK, Turkey Data Monitor, Gedik Yatırım Araştırma

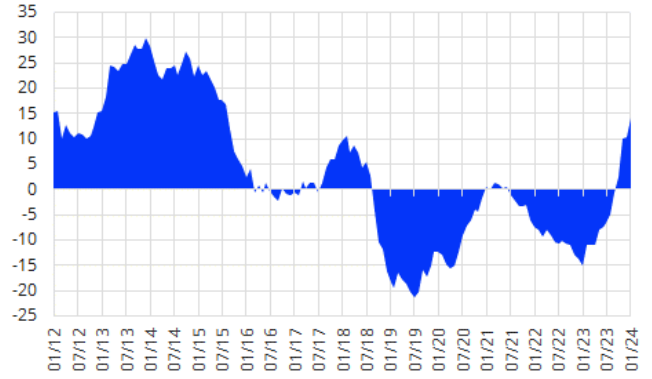
* mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon, 3-aylık hareketli ortalama

Grafik 18: Cari Denge Patikasına İlişkin Öngörümüz (Milyar \$)



Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Grafik 19: Bankaların Yurtdışı Borçlanması (Milyar \$)



Kaynak: TCMB

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.