



## 2025 EKONOMİ VE PİYASALAR GÖRÜNÜMÜ

### Strateji Raporu

*'Politikaların Normalleşme Ekseninde Farklı Yönde Etkiler'*

Global Menkul Değerler ARAŞTIRMA

2 Aralık 2024

## STRATEJİ ÖZETİ

2024 yılını, küresel ekonominin, enflasyonu rekor seviyelerden orta vadeli hedeflere indirme mücadelesi içinde 2022 sonundan beri kararlılıkla uygulanan parasal sıkılaştırma politikalarına karşın, korkulan resesyon senaryosunun gerçekleşmediği bir dönem olarak geride bırakıyoruz. Geçen yıl %3,3 büyüyen dünya ekonomisi için, bu yıl ve 2025'te de %3,2 ile benzer seviyede istikrarlı bir büyüme tablosu öngörülüyor. Üstelik, önce pandemi sonrasında artan jeopolitik tansiyonlar, yüksek faiz ve enflasyon ortamı ve son olarak iklim değişikliğinin tedarik zincirlerinde yarattığı aksaklıklar göz önüne alındığında, ortaya çıkan büyüme tablosu daha anlamlı hale geliyor.

Küresel enflasyonda - hizmetlerde katılıklara rağmen - düşüşün devam etmesinin, sıkı para politikalarında normalleşme döneminin başlamasını sağlaması da, aşağı yönlü risklere karşın istikrarlı büyüme gelişiminde destekleyici unsurlardan biridir. Nitekim, IMF-Dünya Bankası'nın son Ekonomik Görünüm Raporunda, 'enflasyonla global mücadelede savaşın büyük oranda kazanıldığı' değerlendirmesi ilgi odağı olmuştur.

ABD seçimlerinin, Cumhuriyetçilerin Trump'ın başkanlığında hem Senato hem de Temsilciler Meclisi'nde çoğunluğu kazanması yönünde sonuçlanmasıyla yılın sonuna yaklaşırken; 2025 yılının küresel ana çerçevesini de, yeni dönem ekonomi politikaları ve dünyada yansımalarının oluşturacağını düşünüyoruz. Özellikle, vergi indirimleri, dış ticarete yeni tarifeler ve kısıtlamalar, göçmenlik ve regülasyonların azaltılmasında yoğunlaşan politika alanları, sadece ABD değil dünya ekonomik görünümünün büyüme, enflasyon, dış ticaret ve para politikası açılımlarında şekillendirici olacaktır. Seçim söylemleri doğrultusunda, Asya ve Avrupa ülkeleri başta olmak üzere ticaret kısıtlamaları ve tarifeler, güçlü dolar, ve maliye politikasında beklenen gevşemenin para politikasının destekleyici alanını sınırlandırabilecek olması, global büyümede aşağı yönlü riskleri gündeme getirmesine karşılık; maliye politikasında gevşeme beklentisine ek olarak, vergi indirimlerinin uygulanması ve regülasyonların azaltılması ise büyümede pozitif sürpriz olasılığını beraberinde getirmektedir. Büyüme görünümünün yanı sıra, ticaret kısıtlamaları ve göçmen politikaları çerçevesinde ülkelerarası ilişkilerin yeniden şekillenmesi de, gelecek dönem yansımaları açısından kritik bir unsur olacaktır.

Özetle küresel dengelenmede; para politikalarında başlayan normalleşmenin devamı, maliye politikalarında ihtiyaç duyulan sıkılaştırmaya karşılık büyüme destekleyici yaklaşımların uyumu, ve son ancak kritik olarak gelir eşitsizliğini azaltıcı ve verimliliği artırıcı yapısal reformların uygulanabilirliği, 'yumuşak iniş' senaryosunun hayata geçmesinde etkili olacaktır.

İçeride ise 2024 yılını; iç dinamiklerde rasyonel politika setinin kararlılıkla uygulandığı, fakat aynı zamanda politika normalleşmesinin etkilerinin de gözlemlendiği, bir yeniden dengelenme eğilimiyle geride bırakıyoruz.

2025 yılını ise, özellikle enflasyonla mücadelede uygulamaya konulan politika ve önlemler setinin arzu edilen sonuçları vermesiyle ilgili değerlendirme açısından oldukça kritik bir dönem olarak öngörüyoruz. Küresel görünüme paralel olarak, içeride de enflasyon katılığının aşılmasının, ekonomik ve finansal istikrar açısından belirleyici göstereceğini düşünüyoruz. Bu alanda arzu edilen tablonun oluşması durumunda ise, istikrarlı ve dengeli büyüme ortamına hızlı ve kalıcı bir geçiş yaşanabileceğini; bunun da ülke kredi notumuzda 'yatırım yapılabilir' seviyeye doğru iyileşmelerin takip etmesi eşliğinde, yatırım ve finansal piyasalarda yansımalarının belirgin gerçekleşebileceğini tahmin ediyoruz.

Özetle, makro-finansal istikrar ve daha dengeli büyüme ana hedefli ve enflasyonu kalıcı olarak düşürme öncelikli ana çerçevede, deprem sonrası yeniden inşa harcamaları hariç mali disiplin politikası kararlılığının sürdürüldüğü ve yapısal dönüşümlerin tekrar canlandırıldığı bir makroekonomik ortamda, Türkiye ekonomisi de pozitif ayrımlar arasında yer alabilecektir.

# KÜRESEL GÖRÜNÜM

## KÜRESEL: Politikaların Normalleşme Ekseninde Farklı Yönde Etkiler

Küresel ekonominin, enflasyonu rekor seviyelerden orta vadeli hedeflere indirme mücadelesi içinde **2022 sonundan beri kararlılıkla uygulanan parasal sıkılaştırma politikalarına** karşın, %3'ler seviyesinde büyüme oranı kaydederek, **2024 yılını da korkulan resesyon senaryosundan uzakta tamamlama görünümü** verdiğini söyleyebiliriz. Ekim sonunda IMF-Dünya Bankası tarafından yayımlanan Dünya Ekonomik Raporunda da, geçen yıl %3,3 büyüyen dünya ekonomisi için, bu yıl ve 2025'te de %3,2 ile benzer seviyede istikrarlı bir büyüme tablosu öngörülüyor. Bu yıla ait geçen yıl sonunda yapılan tahminin %2,9 düzeyinde olduğu dikkate alındığında da, yüksek faiz ortamında ekonomik aktivite gücünün belli düzeyde tutulma başarısı dikkat çekiyor. Üstelik, önce pandemi sonrasında artan jeopolitik tansiyonlar ve son olarak iklim değişikliğinin tedarik zincirlerinde yarattığı aksaklıklar göz önüne alındığında, ortaya çıkan büyüme tablosu daha anlamlı hale gelmektedir.

**Küresel enflasyonda - hizmetlerde katılıklara rağmen - düşüşün devam etmesinin**, sıkı para politikalarında normalleşme döneminin başlamasını sağlaması da, aşağı yönlü risklere karşın istikrarlı büyüme gelişiminde destekleyici unsurlardan biridir. Nitekim, IMF-Dünya Bankası'nın son Ekonomik Görünüm Raporunda, 'enflasyonla global mücadelede savaşın büyük oranda kazanıldığı' değerlendirmesi ilgi odağı olmuştur. 2022'nin 3Ç'inde %9,4'e tırmanan yıllık enflasyonun 2025 sonuna kadar %3,5'e inmesi beklenirken, 2000-2019 dönemine ait %3,6'lık ortalamanın da altına ineceği düşünülüyor.

Bu arada belirtmek gerekir ki; sıkı para politikasının faiz bacağı yüksek tutulurken, miktarsal sıkılaştırmada **bilanço küçülmesinin yarattığı etkinin bilanço dışı enstrümanlarla (kamu mevduatı, ters repo gibi) dengelenmesi**, reel ekonomideki yansımaların makul boyutta kalmasını sağlayan önemli bir etken olmuştur. Son olarak, özellikle ABD seçimleri öncesinde, istihdam piyasasının güçlü ve maliye politikasının da destekleyici tarafta kaldığını belirtmek gerekir.

5 Kasım ABD seçimlerinin, Cumhuriyetçilerin Trump'ın başkanlığında Senato ve Temsilciler Meclisi'nin her ikisinde de ağırlığı kazanması yönünde sonuçlanmasıyla yılın sonuna yaklaşırken; **2025 yılının küresel ana çerçevesini de, yeni dönem ekonomi politikaları ve dünyada yansımalarının** oluşturacağını düşünüyoruz. Özellikle, vergi indirimleri, dış ticarete yeni tarifeler ve kısıtlamalar, göçmenlik ve regülasyonların azaltılmasında yoğunlaşan politika alanları, sadece ABD değil dünya ekonomik görünümünün büyüme, enflasyon, dış ticaret ve para politikası açılımlarında şekillendirici olacaktır. Seçim söylemleri doğrultusunda, Asya ve Avrupa ülkeleri başta olmak üzere ticaret kısıtlamaları ve tarifeler, güçlü dolar, ve maliye politikasında beklenen gevşemenin para politikasının destekleyici alanını sınırlayabilecek olması, global büyümede aşağı yönlü riskleri gündeme getirmesine karşılık; maliye politikasında gevşeme beklentisine ek olarak, vergi indirimlerinin uygulanması ve regülasyonların azaltılması ise büyümede pozitif sürpriz olasılığını beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla, **yeni dönem ABD politikalarının dünya ekonomik görünümüne yeni belirsizlikler kattığı** yönünde öngörüle bulunmak yanlış olmayacaktır.

Büyüme görünümünün yanı sıra, ticaret kısıtlamaları ve göçmen politikaları çerçevesinde ülkelerarası ilişkilerin yeniden şekillenmesi de, gelecek dönem yansımaları açısından kritik bir unsur olacaktır.

Bu noktada küresel ekonomik görünüm tablosuna geri dönecek olursak, her ne kadar manşet enflasyon verileri aşağı yönlü ciddi bir hareket kaydetmiş olsa da, çekirdek ve hizmet enflasyonunda yukarı yönlü riskleri barındırması nedeniyle, yüksek faiz ortamının öngörülenden uzun sürmesi ve politika normalleşmesinin bu çerçevede yavaş işlemesi riskine karşı, söz konusu politika setinin etkinliği küresel dengelenmenin korunmasında önemli olacaktır.

Dünya Ekonomik Görünüm Raporu değerlendirmelerinde de öne çıktığı üzere, önümüzdeki dönemde **üçlü politika ekseninin işleyiş ve etkileşimi**, küresel istikrar ve dengelenmede belirleyici olacaktır. Öncelikle, **para politikalarında hali hazırda başlamış olan normalleşme sürecinin devamı**, küresel ekonomide dengelenmeyi destekleyecektir. Bunun için de, özellikle hizmet enflasyonunda beliren katılıkların azalması ve manşet enflasyon verilerinin hedefe yakınsama sürecini sürdürmeleri gerekiyor. Bu noktada da, iklim değişikliği ve jeopolitik riskler başta olmak üzere para politikalarının kontrolü altında olmayan faktörlerin gelişim seyri ile ücretler ve enflasyon beklentilerinin dezenflasyon sürecini destekleyici kalması önemli olacaktır. Söz konusu dışsal unsurlarda kalıcı şokların yaşanmadığı ve enflasyonda düşüşün sağlandığı ortamda **2025 yılının, küresel merkez bankalarının faizlerinde indirim sürecinin eşlik ettiği bir dönem olacağı** inancındayız.

İkinci eksen olarak, finansal istikrar açısından da önemli olan **maliye politikasında**, geçmiş yılların gevşek politikalarının ardından, **borç ve bütçe dinamiklerini iyileştirici yaklaşımın benimsenmesi** gerekliliği beliriyor. Özellikle, yüksek faiz ortamının öngörülenden uzun sürmesi durumunda borç ve bütçe dengelerinde baskının devam edeceği düşünüldüğünde, faiz dışı harcamalarda disiplin ve bütçe gelirleri tarafından etkin vergi politikaları belirleyici hale gelecektir. Tabi bu noktada, mali disiplin uygulamalarının büyüme görünümüne zarar verici boyuta geçmemesi ile gelirler ve giderler politikasının nasıl bir denge bulacağı önem arz edecektir.

Küresel istikrar politikalarının üçüncü bacağı ise, aslında en zor olanı, **yapısal reformlardır**. Özellikle, gelir dağılımı eşitsizliğindeki artışın önüne geçip verimliliği artırma hedefli olarak; teknoloji ve inovasyonu artırıcı, rekabet ve kaynak dağılımını iyileştirici, ekonomik entegrasyonu artırıcı ve verimli özel yatırımları teşvik edici reformların ana ekseninde olması öngörülmektedir.

**Politika öncelikleri**, fiyat istikrarını tekrar sağlama ve kırılganlıklara karşı tampon olabilecek unsurları güçlendirme ekseninde şekillenmektedir. Bu ana politika çerçevesinde de, **'yumuşak iniş' senaryosunun hayata geçmesinde**, merkez bankaları enflasyonda düşüş devam ettiği sürece para politikalarını gevşetirken; maliye politikası otoritelerinin ise orta vadeli borç sürdürülebilirliğini yeniden tesis edebilmek için daha sıkı duruşa geçmeleri gerekecektir. Böylece, fiyat istikrarının kalıcı olarak sağlandığı ortamda, merkez bankaları büyüme ve istihdama odaklanırken, borç geri ödeme yükünü azaltma olanağını yaratmış olacaktır. Daha sıkı maliye politikası aynı zamanda, para politikasında daha fazla genişleme imkanını da gündeme getirebilecektir. Tabi bu noktada, özellikle ABD seçimleri sonrasında, ülkelerin ekonomi politika bileşimlerinde farklılıkların yaşanabileceği bir ortamın bizi beklediği de açık. Tüm bu politika çerçevesine; arzı güçlendirici, yeşil ekonomiye geçişi ve borç yeniden yapılandırmasını destekleyici reformların da eklenmesi ise, enflasyonu ve borç seviyelerini aşağı çekme ve büyümeleri de gelir dağılımını iyileştirmek suretiyle pandemi öncesi seviyelere yükseltme şansı sağlayacaktır.

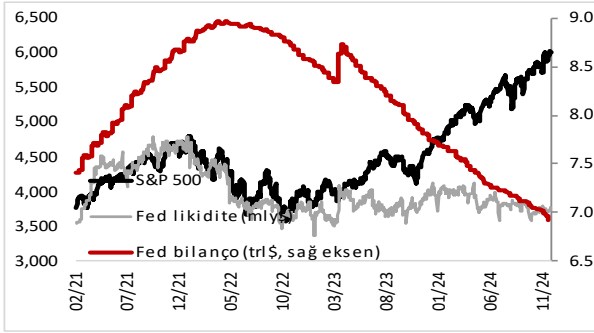
**Dünya ekonomisinde hedeflenen 'yumuşak iniş' senaryosunun gerçekleşmesini bozacak aşağı yönlü riskleri ise**; geçmiş faiz artırımlarının etkisiyle büyümenin keskin zayıflaması ve işsizliğin artması, enflasyonda düşüşün beklentilerden daha zayıf kalması durumunda para politikalarının normalleşmesinde yeniden ayarlamaya ve bunun da tüketim ile yatırım ortamında güven azalışına ve finansal piyasalarda oynaklık artışına neden olması, gelişen piyasalarda borç sürdürülebilirliği risklerinin artması, Çin başta olmak üzere konut sektöründeki aşağı yönlü risklerin öngörülerin üzerinde gerçekleşmesi, emtia fiyatlarında - iklim değişikliği, bölgesel anlaşmazlıklar ve daha geniş çerçevede artan jeopolitik riskler gibi unsurlar nedeniyle - kalıcı yükselişlerin yaşanması, ülkelerin korumacı politikalarını genişletmesi şeklinde sıralayabiliriz.

**Özetle, dünya ekonomilerinde ulaşılan yüksek borç seviyeleri karşısında maliye politikalarında beliren sıkılaşma ihtiyacı, ABD yeni dönem politika ekseninden farklı bir eğilime işaret ederken; para politikalarından beklenen destekleyici alanın hangi ölçüde hayata geçeceği konusunda da ayrışmaların gözlenebileceği bir görünüm ortaya çıkıyor. Bu ikili politika ekseninin, gelir eşitsizliğini azaltıcı ve verimliliği artırıcı yapısal reformlar eşliğinde dengelenme durumunun ise 2025 görünümünde belirleyici unsur olacağını düşünüyoruz. Bu çerçevede, küresel ekonominin belirleyici ekonomilerine dair öngörülerimizi ise şu şekilde oluşturuyoruz:**

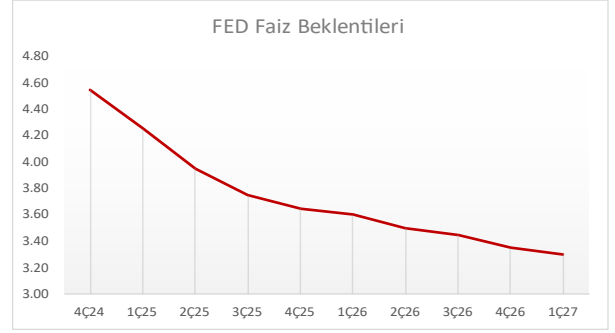
## ABD ('Politika hedeflerinde değişen tercihler')

2024 yılı, enflasyonu orta vadeli hedeflere yaklaştırmak suretiyle sürdürülebilir seviyelere çekme mücadelesi önceliğinde, **sıkı para politikasının kararlılıkla sürdürüldüğü** bir dönem oldu. Temmuz 2023'te %5,25-5,50 bandına yükseltile Fed faiz oranı, bu yılın Eylül ayına kadar bu seviyede sabit kalırken; erken faiz indirimi yönündeki piyasa baskılarına karşı da, enflasyon katılıkları ve görünümle ilgili belirsizlikler nedeniyle temkinli duruş gerekliliği öne çıktı.

Enflasyonu daha makul seviyelere indirme mücadelesinde elde edilen başarının yanı sıra, hatta belki de sürpriz yaratan daha sevindirici gelişme olarak, parasal sıkılaşma ortamında **resesyondan uzak ılımlı ancak istikrarlı büyüme tablosunun korunması** oldu. Tabii bu noktada, yüksek faiz ve bilanço küçültülmesi kanalıyla yürütölen sıkı para politikasının büyümede yarattığı baskının, **dengeleyici likidite politikası** ve **destekleyici mali duruş** sayesinde ılımlı kaldığını da belirtmek gerekir. Bilanço küçültülmesinin sürmesine karşılık, bilanço dışı enstrümanlarla net likidite belli düzeyde tutulurken; artmaya devam eden faiz dışı açık, maliye politikası desteğini açıkça göstermektedir.



Kaynak: Fed, Bloomberg , Global Menkul Araştırma



Kaynak: Bloomberg

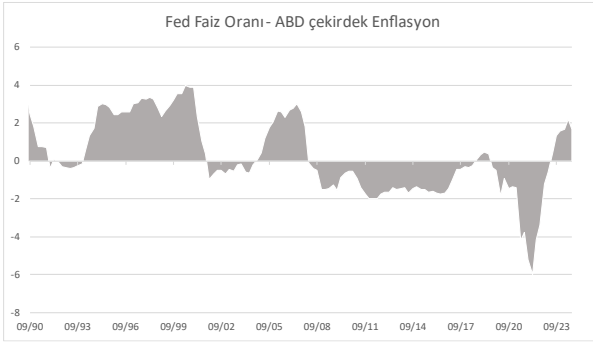
2025 yılını ise, fiyat istikrarı hedefinde ulaşılan seviye itibariyle, **Fed'in büyüme ve istihdam hedeflerine daha fazla yönelme olanağına sahip olacağı** bir dönem olarak öngörüyoruz. Nitekim, bu yaklaşımın ilk işaretlerini de, özellikle bu yılın üçüncü çeyreğinde ekonomik aktivite ve istihdamdan gelen zayıflama sinyallerine karşı proaktif davranarak, Eylül ayında 50 baz puanlık indirimle politika faizini %4,75-5,00 bandına çekmesinde takip ettik. Ancak aynı zamanda, faiz indirimlerinin hızla devam etmesi gerektiği yönündeki beklentilerin önüne geçerek, enflasyonda katılıklara dikkat çekerek temkinli duruşunu da korumuştur.

Gerçekten de takip eden dönemde, aktivite ve istihdam verilerinin iyileşme kaydetmesiyle, piyasa öngöröleri de Fed'in projeksiyonlarına yakınsama göstermiştir. Kasım ayında da faiz indirim boyutunu 25 baz puana indirmiştir. Yani, sıkılaşma döneminde piyasaları yönlendirmede oldukça başarılı sayabileceğimiz Fed'in, **enflasyonda katılıklar ve riskler azalana kadar sürdürölmeye beklenen 'temkinli gevşeme' sürecinin** başında da bu başarısını koruyor görünmektedir.

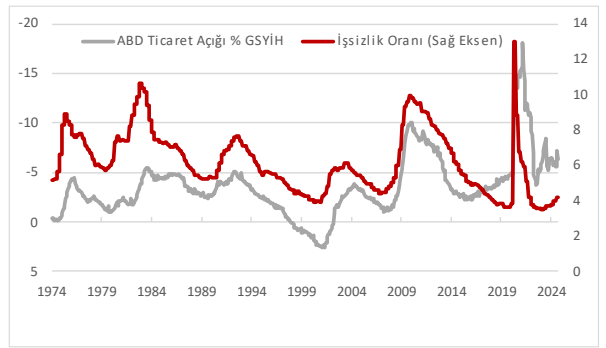
Hizmet enflasyonunda katılıklarla birlikte orta vadeli hedeflere yakınsama sürecine, büyüme ve istihdamla ilişkin aşağı yönlü risklerde yumuşamanın eşlik ettiği mevcut konjunktörde, yıl sonuna kadar 25 baz puanlık faiz indirim beklentisi hakimken; **2025 yılının tamamında**, Fed'in 100 baz puanlık indirim öngörüsüyle kıyaslandığında, **beklentilerin 25 ile 175 baz puan arasında geniş bir aralıktayken ancak ortalama olarak 90 baz puan ile yakın bir görünüm sunduğunu** görüyoruz. Bu noktada, enflasyon katılığının ne hızla çözüleceği ve ücret artışlarının gelişimi, faiz indirim hızını belirleyecektir.



Pandemi dönemi arz sıkıntıları ve sağlanan destekleri takiben Ukrayna-Rusya savaşının yansımalarıyla, TÜFE enflasyonunun %9,1 ile 40 yılın zirvesine yükselmesi karşısında, Fed'in 1Ç22'de başlattığı ve toplamda 5,25 puanlık faiz artırımına, \$2,1 trl'luk bilanço küçültülmesinin eşlik etmesiyle, manşet enflasyonun son verilerde %2,6'ya kadar gerilediğini izliyoruz. **2025 sonunda da %2,3'e gerilemesi yönündeki öngörüler ulaşılabilir bir görünüm veriyor.** Ancak, gıda-enerji-konut gibi dalgalanmalar içeren bileşenlerin dışlandığı 'süper-çekirdek' enflasyonun, Eylül 2022'de %6,46 ile zirveyi gördükten sonra 2023 sonunda ancak %3,91'e gerilemesi, bu yıl da %4'ün üzerinde kalıcılık eğilimi göstermesi, katılıklar ve parasal gevşemede temkinlilik gereksinimini göstermektedir.



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

**Para politikasında beliren temkinli gevşeme eğilimini** aynı zamanda, yeni ABD ekonomi politika eksenini de desteklemektedir. Nitekim, özellikle vergi indirimleri doğrultusunda ve güçlü doların büyüme üzerindeki aşağı yönlü risklerini dengeleme amaçlı olarak maliye politikasında gevşeme öngörüsünün öne çıktığını biliyoruz. Maliye politikasının kamu borç dengeleri ve fiyat artışları üzerinde yaratabileceği baskı ise, faiz indirimlerinin hızını yavaşlatabilecektir. Öte yandan, hem enflasyonda süren katılık hem de yüksek kamu borcu ve bütçe açığı oranlarının, maliye politikasında gevşeme alanının sorgulanmasına neden olabileceğinin de göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz. Nitekim, kamu borcu ve bütçe açığı oranlarının gelecek yıl sırasıyla %99,6 ve %6,4 gibi yüksek seviyelerde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Maliye politikasının hangi yönde ilerleyeceği, **büyüme görünümü** için de önem arz etmektedir. Geçen yıl kamu harcamalarındaki ivmelenme ve tüketimdeki artışla %2,9 büyüyen ABD'nin bu yıl da %2,7 ile yakın bir seviyede tamamlaması bekleniyor. **2025'e yönelik büyüme beklentisi ise %2,1 düzeyinde.** Büyümede yavaşlamada, özel ve kamu harcama artışındaki zayıflama öne çıkıyor. Özel tüketimdeki artışın 2024'ten 2025'e %2,6'dan %2,3'e, kamuda ise %3,3'ten %1,7'ye düşeceği tahmin ediliyor.

**Gelecek yılın görünümüne dair riskler arasında,** enflasyonla mücadele kapsamında, **fiyat kontrolü ve konut arzını artırmaya** yönelik politikaların uygulanabilirliği ve etkinliğiyle ilgili belirsizlikleri görüyoruz. Bir tarafta fiyat kontrolünün arz sıkıntısına yol açarak enflasyonda yeni bir dalgalanma yaratma riski; diğer tarafta konut inşasıyla ilgili hedeflerin yeterliliğiyle ilgili risk unsurları mevcut.

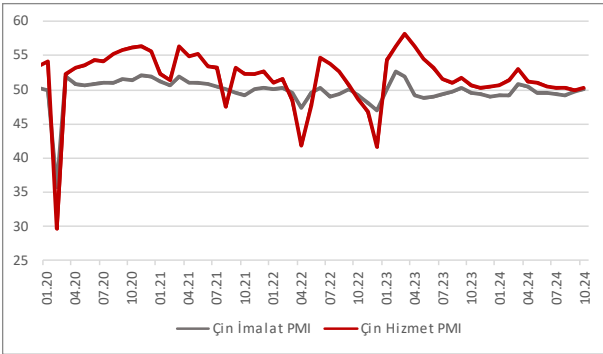
Ayrıca, faiz indiriminde temkinli yaklaşımın, **konut kredisi geri dönüşleri** ve **hane halkı gelirlerinde yaratacağı baskı** nedeniyle aşağı yönlü risk oluşturduğu düşünülebilir. Yüksek faiz ortamının öngörülenden uzun sürmesinin kamu borç yükünde yaratacağı baskı da, **maliye politikasının büyümeyi destekleyici alanını kısıtlayabilecektir.**

Son ancak önemli bir nokta olarak, **vergi indirimlerinin,** büyüme hedeflerinin sağlanamadığı ve harcamaların kontrol altına alınamadığı ortamda, bütçe dinamiklerini daha da bozması sonucuyla karşı karşıya kalılabilecektir.

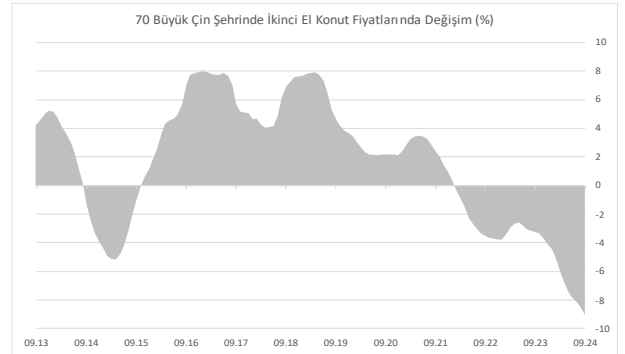
## □ ÇİN ('Güçlü politika desteğinde büyüme hedefine ulaşma mücadelesi')

**Dünya ekonomisine katkıda**, satın alma gücü paritesine göre, **2023 yılında %18,7 ile ilk sırayı almaya devam eden Çin ekonomisinde**, her ne kadar büyüme oranının geçen yılın %5,2 seviyesinden bu yıl %4,8'e gerilemesi beklense de; ülkenin yarattığı milli hasılanın dünya ekonomisindeki payının **bu yıl da %19,1 ile yine rekor seviyede ve ilk sırada oluşması** öngörülüyor. Bu yılın üç çeyreğinde yıllık bazda sırasıyla %5,3, %4,7 ve %4,6 büyüyen ülke ekonomisi, dokuz aylık dönemde %4,8 ile, resmi hedefin hafif altında ancak **'sert dönüş' korkularının uzağında** bir görünüm sergilemiştir. Üstelik bu büyüme performansının; sorunlu emlak sektörü, zayıf iç talep ve yerel idarelerin mali tablolarındaki baskıya karşın gerçekleştiğini izliyoruz.

Aslında, üçüncü çeyrek sonundan itibaren güçlendirilen ve son derece proaktif bir yaklaşımla uygulamaya konulan destek önlemlerinin arkasında da, bu **yapısal ve konjonktürel sorunların** yer aldığını söyleyebiliriz. Nitekim, **imalat PMI** verilerinin Mart ve Nisan'da sırasıyla 50,8 ve 50,4 ile eşik bölgesini aşmasına karşın takip eden aylarda tekrar daralma bölgesine düşmüş olması, son ayda ise hafif şekilde genişleme yönünde yer alması; **hizmet PMI'ların** da Mayıs'ta 54'e yükselişini koruyamayarak sonrasında hızlı bir düşüşle eşik bölgesine yakınsaması, **büyümede aşağı yönlü risklerin hala ciddi seviyede olduğuna** işaret ediyor.



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

2022 yılında, 2008 küresel krizinden sonra en sert düşüşünü gösteren **konut yatırımları** da, daralmanın boyutunu azaltmış olsa da, yıllık bazda negatif seyrini sürdürmektedir.

Yıl içinde %7-8 bandına ulaşan **ihracatın** yıllık artış hızı 3.çeyrekte %2,4'e hızlı düşüş gösterse de, son çeyrek başında tekrar güçlenmiş görünüyor. Ancak, özellikle tarifelerle ilgili artan baskılar nedeniyle, 2025'te sadece %3 artış göstermesi beklenen ülke ihracatı, hem dış denge sürdürülebilirliğinde hem de büyüme görünümünde riskleri artırmaktadır. Nitekim Çin'in küresel ihracat içerisindeki ağırlığının, pandemi dönemi politikalarının sonuçlarının gözlenmesi öncesinde %16,66 ile tüm zamanların zirvesine ulaştıktan sonra, izolasyon politikalarıyla düşüş eğilimine girdiğini ve geçen yıl da %15,55 ile 2019'daki seviyesine yaklaştığını görüyoruz.

Ekonomide aktivite göstergelerinin yanı sıra, **fiyat gelişimi** de zayıflığı teyid etmektedir. Ekim 2022'den bu yana negatif bölgede seyreden yıllık ÜFE enflasyonu, son verilerde %2,9 düşüşle geçen yılın son çeyrek seviyelerine geri dönmüş görünüyor. Pozitif bölgede kalsa da %0,3 ile oldukça düşük seviyede bulunan yıllık TÜFE enflasyonu da, **deflasyonun sürme riski ve iç talebin gücüyle ilgili soru işaretlerinin korunmasına** neden oluyor. Dolayısıyla, 2025 sonunda sırasıyla %-0,1 ve %1,1 seviyelerinde öngörülen ÜFE ve TÜFE enflasyonu tahminlerinin ulaşılabilirliği, mali ve parasal adımların ne kadar etkin işleyeceğine bağlı olacaktır.



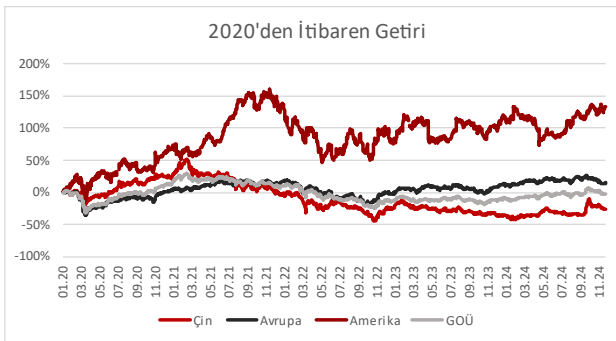
Sonuç olarak, ekonomik aktivitenin bu farklı göstergelerinin de işaret ettiği üzere, **büyüme oranının 2025 yılında da hedefin altında kalmasıyla ilgili risklerin ciddi boyutta olduğu açıktır.** Bu bakış altında, hükümetin destek mekanizmasını neden üçüncü çeyrek sonundan itibaren önceki döneme göre çok daha cesurca uygulamaya koyduğu anlaşılmaktadır. Gerçekten de PBOC, konut krizinin etkilerini dengelemek ve deflasyon sarmalından kurtulabilmek adına genişlemeci adımlarını agresifleştirerek, zorunlu karşılık oranlarını %9,5 ile 2020'den bu yana en düşük seviyeye düşürdü ve piyasaya 142 milyar dolar ek likidite sağladı. Ayrıca, rezerv oranında yılsonuna kadar ek indirmeye de gidebileceğini duyurdu.

Yıl başında %3,45 seviyesinde olan ve ilk yarı boyunca bu seviyede tutulan 1 yıllık borç verme politika oranını da, Temmuz'da 10 baz puan ve Eylül'de de 25 baz puan olmak üzere, ikinci yarıda şimdye kadar toplam 35 baz puan indirerek %3,10 seviyesine getirmiştir.

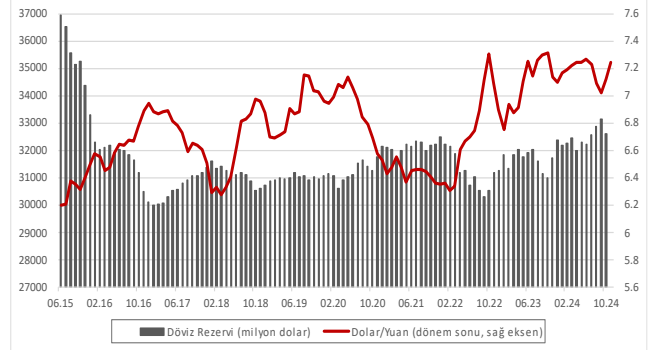
Sorunlu konut sektörüne doğrudan destek olarak da, ikinci kez konut alanların ön ödeme oranları %25'ten %15'e çekilirken; stokun eritilmesi adına yerel hükümetlere sağlanan kredilere ucuz finansman imkanı sağlanacağı açıklandı. Yerel yönetimlerin özel tahvil gelirlerinin, satılmayan konutları satın almak ve bunları sübvansiyonlu konutlara dönüştürmek ve atıl durumdaki arsaları geri almak için kullanmalarına izin verilmesi kapsamında Kasım ayında, gelecek yıllarda büyümeyi destekleme amaçlı olarak kullanılmak üzere, **toplam 10 trilyon yuanlık (1,4 trilyon dolar) ek borçlanma programı** onaylandı. Bunun 6 trilyon yuanlık kısmının, bu yılın kalanını da içerecek şekilde üç yıllık dönemde, yerel yönetimlerin borç sorununu çözmede; 4 trilyon yuanlık kısmının da, beş yıllık dönemde, bölgesel hükümetlerin boşta olan arazi ve konutları satın almada kullanması planlanıyor.

Diğer taraftan, büyümede aşağı yönlü risklere karşı cesurca ortaya konan bu destekleme programının **kamu borcu ve bütçe dinamikleri üzerinde yük oluşturma riskinin** de göz ardı edilmemesi gerekiyor. Nitekim, geçen yıl %4,6 düzeyinde gerçekleşen bütçe açığı oranının, bu yıl ve gelecek yıl sırasıyla %5,0 ve %5,5'e yükselişini devam ettireceği tahmin ediliyor. Geçen yıl %84 olan kamu borçluluğunun bu yıl %89, 2025'te de %93'e yükseleceği yönündeki tahminler de, kamu borç dengesinde bozulma riskini kısmen yansıtıyor.

Zayıf büyüme ve sorunlu ekonomik dengelerin etkisiyle, geçen yıl MSCI GOÜ, Avrupa ve ABD endekslerine göre sırasıyla %21, %30 ve %35 oranında negatif ayrıışan **MSCI Çin endeksleri bu yıl, destekleyici politikaların da yardımıyla, daha güçlü bir görünüm sunuyor.** Yılbaşından bugüne MSCI Çin endeksi, MSCI GOÜ ve Avrupa endeksinin sırasıyla, %8, %12 ve %6 üzerinde performans gösteriyor.



Kaynak: Bloomberg, Global Menkul Araştırma



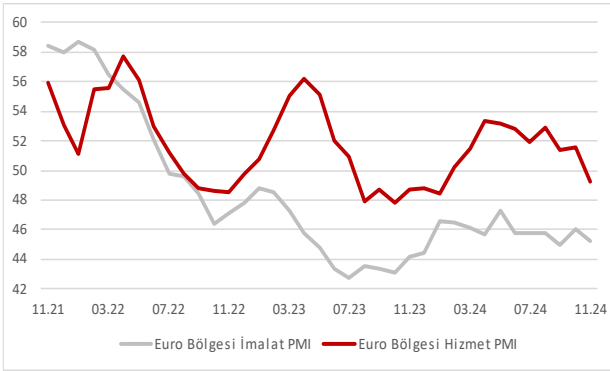
Kaynak: Bloomberg

Geçen yıl sonunda 7,10 seviyesinde bulunan **USD/CNY paritesi** ise, bu yıl içinde 7,30 seviyesine yaklaşırsa da; üçüncü çeyrek sonuna doğru 7,00 seviyesine kadar gerileme göstermiş, sonrasında ise yine 7,20'li seviyelere geri gelmiştir.

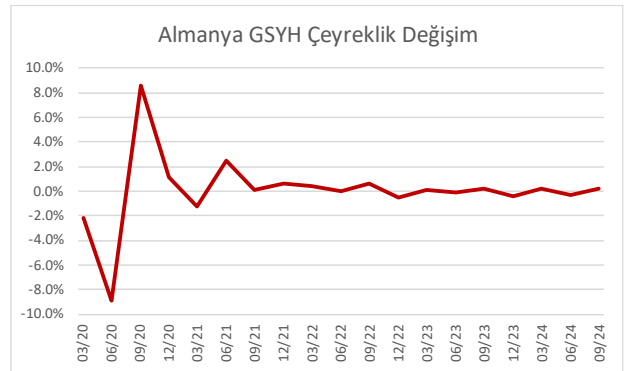
## □ EURO BÖLGESİ ('Para politikasında cesur yaklaşımın devamı dezenflasyon gelişimine bağlı olacak')

Küresel parasal sıkılaştırma döneminde ECB'nin, para politikası otoriteleri arasında **enflasyonla mücadelede en kararlı ve cesur hareket eden merkez bankası** olduğunu biliyoruz. Nitekim Temmuz 2022'de başlayan ve bu yılın Haziran ayında yapılan 25 baz puanlık temkinli indirime kadar kararlılıkla sürdürülen sıkılaştırma süreci, toplamda 4,5 baz puanlık faiz artırımını ve şimdiye kadar da 2,5 trilyon euroluk bilanço küçültülmesi eşliğinde gerçekleşti. Enflasyonun orta vadeli hedefe yakınsayan gelişimi doğrultusunda, Eylül ve Ekim aylarında da sırasıyla 60 ve 25 baz puanlık indirimlerle, **para politikasında temkinli gevşeme sürecinin devam ettiğini** izliyoruz.

Diğer taraftan, parasal sıkılaştırmanın **bölge ekonomisinde aşağı yönde baskılayıcı etkisini**, 2022 yılının son çeyreğinden itibaren takip ediyoruz. 2022'nin 4Ç'inde %-0,1 olarak gerçekleşen çeyreklik büyüme değişimi, 2023 boyunca %0,0-0,1 aralığında kalmış; 2024 yılının üç çeyreğinde ise sırasıyla %0,3, %0,2 ve %0,4'e ancak sınırlı bir iyileşme gösterebilmiştir. Diğer taraftan, parasal sıkılaştırmada cesur yaklaşıma karşın, çeyreklik bazda büyüme kaydedildiğini; **resesyon korkularının gerçekleşmediğini** de belirtmek gerekiyor. Net ihracat, özel tüketim ve inşaat büyüme destekleyici ana güçler olarak belirirken; yatırımlar ve stoklar zayıf bir gelişim sergiliyor.



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

Euro bölgesindeki zayıflıkta, ağırlıklı yapısı dolayısıyla **imalat sektörü** önemli rol oynuyor. İmalat PMI verilerinin yıl boyunca daralma bölgesinde kalırken; Eylül ayında 45 ile yılın en düşük seviyesine indiğini takip ettik. Ekim'de 46'ya yaşanan kısmi toparlanma bölge ekonomisine dair resesyon endişelerini hafifletse de, Kasım'da 45,2'ye tekrar düşüş izledik. Özellikle, **Alman ekonomisinde yaşanan yavaşlama** ise, bölge ekonomisinde ağırlığı dikkate alındığında, aşağı yönlü risklerin gündemde kalmasına neden oluyor.

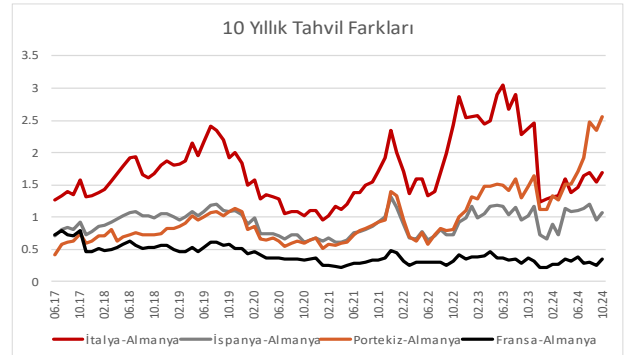
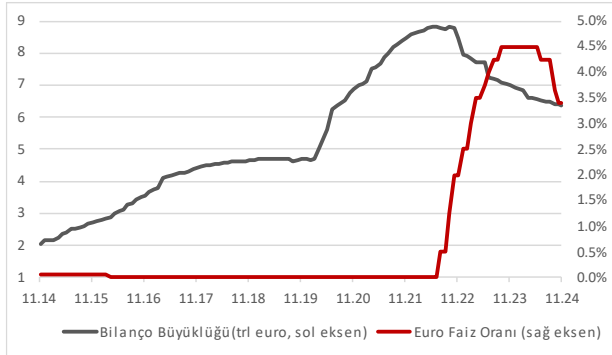
Nitekim, geçen yılı %0,3 daralma ile tamamlayan Almanya (son iki çeyrekte sırasıyla %0,3 ve %0,2 daralmalar), bu yılın üç çeyreğinde de sırasıyla %0,1, %0,3 ve %0,2 seviyelerinde daralmalar kaydetti. Her ne kadar ülke ekonomisinin 2025 yılında %0,8 büyümesi öngörülse de, bölge ekonomisi üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam edeceği anlaşılıyor. Bu noktada Almanya'da, zayıf talebe ek olarak, yeşil dönüşüm cephesindeki tartışmalı süreçlerin bölge ekonomisinin seyri açısından kritik konumunu koruyacağını düşünüyoruz.

Dolayısıyla Euro bölgesi, 1Ç ve 2Ç'te yıllık bazda sırasıyla %0,5 ve %0,6'lık zayıf büyümeler sonrası 3Ç'te %0,9'a ılımlı güçlenme gösterse de, **2025 için IMF-DB tarafından öngörülen %1,2'lik büyüme oranının ulaşılabilirliğinde aşağı yönlü riskler olduğunu** da belirtmek isteriz.

Büyüme tarafında resesyondan uzak ancak zayıflıkların devam ettiği görünüm karşısında, **enflasyonda orta vadeli hedeflerle uyumlu düşüşün devam etmesi**, para politikası desteğinin devrede kalmasında etkili unsur olarak beliriyor. Gerçekten de, geçen yıl sonunda %2,9 seviyesinde bulunan yıllık TÜFE enflasyonunun, bu yılın 3Ç sonunda %1,7 ile, Nisan 2021'den sonra en düşük seviyeye gerilediğini; ancak son verilerde tekrar %2,3'e yükseldiğini izliyoruz. **Katılıklar içermeye devam etmekle** birlikte, çekirdek TÜFE'nin de söz konusu dönemde %3,4'ten %2,7'ye gerilediğini; mevcut seviyenin, orta vadeli hedeflere ulaşılabilirlik anlamında hala önemli yol olduğunu göstermesine karşın, Ocak 2022'den sonra en düşük seviyeye işaret ettiğini de gözden kaçırmıyoruz.

**Hizmet enflasyonu** yıllık bazda %4 ile yapışkanlık seviyesine yakın seyrederken; kritik göstergenin son verilerde söz konusu seviyenin hafif de olsa altına sarkmış olması - kalıcı olması halinde -, dezenflasyon süreci açısından destekleyici olacaktır. Bu noktada, **ücretlerin artış hızını** belirleyici unsur olarak görüyoruz. Yılın ilk çeyreğinde %5,2'ye çıktıktan sonra, ikinci çeyrekte %4,5'e gerileyen **yıllık ücret artışının %4 seviyesinin altına düşüşünü sürdürmesi**, hizmet enflasyonunun katılığının azalması açısından yardımcı olacaktır.

Söz konusu destekleyici tablonun oluşması durumunda ise, 2025 için öngörülen %2,0'lık enflasyon hedefinin ulaşılabilirliğine yönelik güven ortamı sağlanacaktır. Hem enflasyon gelişiminin hedef doğrultusunda kalmasını desteklemek, hem de risklere karşı temkinli kalmak adına; **ECB'nin de faiz indirimlerini tüm yıl için 100 baz puan gibi ılımlı bir seviyede tutması** makul bir senaryo olarak beliriyor. Ayrıca, ılımlı faiz indirimi senaryosuna, **bilanço küçültülmesiyle miktarsal sıkılaştırmanın eşlik etmeye devam etmesini** bekliyoruz.



Kaynak: Bloomberg

Kaynak: Bloomberg, Global Menkul Araştırma

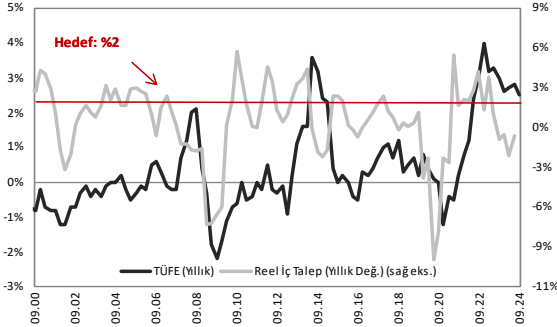
**Kamu borçluluğunda** ise, pandemi döneminde %97 ile zirvenin görülmesinin ardından yaşanan ılımlı düşüşle, geçen yıl sonunda inilen %87 seviyesi civarında istikrar kazanma çabası dikkat çekiyor. Diğer taraftan, özellikle Almanya ve Fransa'da popülist görüşlerin destekleyici maliye politikası duruşunu öne çıkarması, 2020'de %7,0 ile tepe yapan ancak sonrasında mali disiplinle geçen yıl %3,6'ya kadar çekilen **bütçe açığı oranının** bu yıl ve gelecek yıl sırasıyla %3,1 ve %2,8'e düşüşünü sürdüreceği yönündeki öngörülerin ulaşılabilirliği konusunda belirsizliğe neden oluyor.

**Çekirdek ve sorunlu bölge tahvil faizi farklarında** ise, Fransa'nın yapısal koşulları karşılayamaması ve bütçe dengesinin bozulması nedeniyle, bu yıla 45 puanın üzerinde başlangıç yapan İspanya-Fransa 10Y tahvil faizi farkının sert düşüşle 'eksi'ye geçtiğini takip ediyoruz. Aynı dönemde İtalya-Almanya faiz farkı ise, 1,7 puandan 1,2 puana daha ılımlı bir düşüşe işaret ediyor. Enflasyon ve para politikaları başta olmak üzere ekonomik risklere ek olarak politik faktörler de, **tahvil piyasasında oynaklığın yüksek kalabileceği** yönünde bir görünüm sunuyor.

## □ JAPONYA ('Politika farklılaşması altında, sürdürülebilir enflasyona ulaşma hedefi')

Japonya, 2024'ün ilk çeyreğinde %0,6'lık düşüşün ardından, ikinci çeyrekte %0,5 ve üçüncü çeyrekte de %0,2'lik çeyreklik büyümeler kaydetmiş olsa da, **geçen yılın ilk yarısında elde edilen çeyreklik büyüme oranlarının oldukça gerisinde bir performans sergiledi**. Geçen yılın tamamında ise %1,7'lik büyüme kaydedilmişti. Kamu harcamalarının azalan desteği ve net dış ticaretin negatif katkısına ek olarak, **özel tüketim ve yatırım harcamalarındaki toparlanmanın sınırlı kalması**, zayıf büyüme performansında belirleyici oldu. BoJ'un yılın ilk yarısında, 'pozitif faiz ortamı'na sınırlı geçiş ve ciddi bilanço büyüklüğü ile genişlemeci duruşunu korumasına bağlı olarak **yende devam eden değer kaybı**, tüketim ve yatırım harcamalarının zayıf gelişiminde ana etkendi. Yılın geri kalanında da, **ikinci yarı başında faiz artırımının belirginleşmesine karşın yende hakim olan zayıf seyir** altında, tüketim ve yatırımların ivme kaybedeceği öngörüsüyle, bu yılın büyüme kaydedilmeden ya da oldukça sınırlı bir büyümeyle tamamlanacağı beklentisi hakim. **2025'te ise, özel tüketim ve yatırımların desteğinde %1,2'lik büyüme** öngörülüyor. Ancak bu durumda bile, **ülkede düşük büyüme çıkmazından çıkışın kolay olmayacağı** açık bir şekilde görülüyor.

Ekonominin zayıf büyüme tablosuna karşın, **fiyat artışlarının hedefler üzerinde kalmasını**; BoJ'un her ne kadar **kalıcı enflasyon sorgulaması** devam ediyor olsa da, para politikası uygulamaları ve para birimi üzerindeki baskıların sürmesinde ana etken olarak görüyoruz. Nitekim, geçen yıl sonunda %0,8 seviyesinde bulunan **yıllık ücret artışlarının**, bu yılın ortasında %4,5'e kadar hızlı bir yükseliş gösterdiğini takip ettik. Öte yandan, üçüncü çeyrek sonunda %2,8'e yaşanan gerilemeyi endişeleri bir miktar hafifletir yönde görüyoruz. Enflasyon gelişiminde de benzer şekilde, geçen yıl sonunda kaydedilen %2,6 seviyesinden Ağustos sonunda %3,0'a yaşanan yükseliş sonrasında, Ekim'de %2,3'e geri gelişi riskleri azaltan bir gelişme olarak izliyoruz. Ancak, yıllık enflasyon oranının Nisan 2022'den bu yana hedefin üzerinde bulunduğunu da gözden kaçırmıyoruz.



Kaynak: Bloomberg

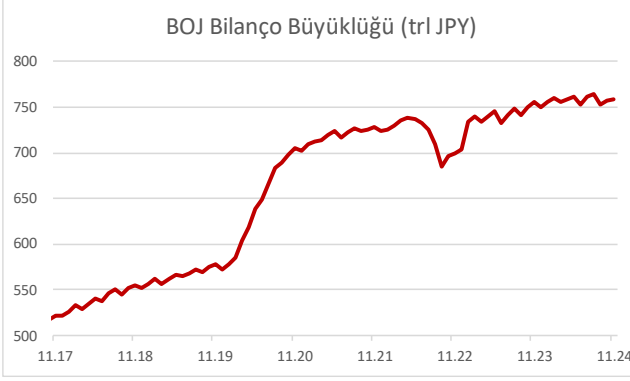


Kaynak: Bloomberg

**Enflasyon katılığı riskine** ilişkin olarak, gıda dışı TÜFE yıllık artışının, 2022 sonunda %4 ile tarihi zirveye yükseldikten sonra düşüşe geçerek, geçen yıl sonunda %2,3'e gerilediğini; ancak bu yılın ilk yarısında %2,6'ya yükseldikten sonra 4Ç başında ancak %2,3'e geri geldiğini görüyoruz. Çekirdek enflasyonda izlenen bu yapışkanlığın da, manşet enflasyonun gelecek yıl hedefe oldukça yakınsayacağı öngörüsünde riskler barındırdığına inanıyoruz.

Özellikle, **merkez bankasının sıkılaştırma hızı**, enflasyonun kalıcılığını belirlemede kritik unsurlardan biri olacaktır. Küresel sıkılaştırma döneminde, deflasyon ortamından çıkışla ilgili belirsizlikler nedeniyle negatif faiz ortamını sürdürerek faiz artırımlarına eşlik etmeyen BoJ, bilançosunu da genişletme yönünde tutmayı tercih etmişti. Ancak, enflasyonun iki yılı aşkın süredir hedefin üzerinde kalması ve yenin değer kaybının ekonomik ve finansal istikrar açısından tehdit oluşturmasıyla, getiri eğrisi kontrolüne ek olarak, Mart'ta 20 baz puanlık artırımla politika faizini %0,10'a yükselterek negatif faiz politikasını sonlandırmıştır. Temmuz'da da beklentilerin üzerinde 15 baz puanlık

artırımla **politika faizini %0,25 ile son 16 yılın zirvesine yükseltti**. Yenin 'carry trade' avantajını azaltan bu gelişme, bir gün içinde **200 milyar dolarlık yen pozisyonunun çözülmesine** neden oldu ve **Kara Pazartesi'den beri görülen en sert sarsıntı** olarak tarihe geçti. Geri kalan ve çözülme riski taşıyan tutara yönelik ise farklı görüşler bulunuyor.



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

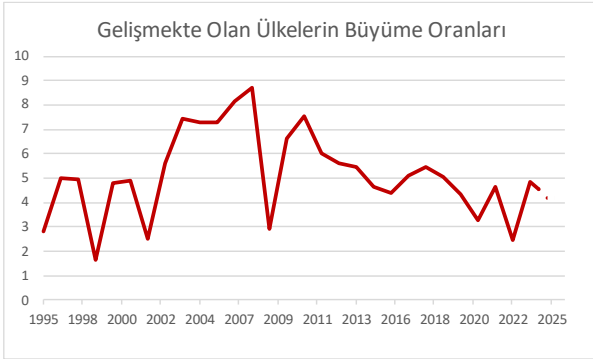
**Politika faizinin gelişimine yönelik olarak**, BoJ'un yılsonuna kadar faiz adımı atmayacağı yönünde genel beklenti hakim. **2025 yılında ise 40 baz puanlık faiz artırımını** öngörülüyor. Ayrıca, 24 Mart'tan bu yana 13 milyar yen düşüşle 758 trilyon yene gerilemesine karşın hala **önemli seviyede bulunan bilanço büyüklüğü de miktarsal sıkılaştırma için alan sunuyor**.

Hükümetin enflasyonun hanehalkı üzerindeki etkilerini hafifletmek için destek paketi devreye alma planları, ekonomide yavaşlama risklerinin azaltılması açısından kararlı bir adım olarak görülmekle birlikte; 2020'den bu yana gerileyen **bütçe açığı oranının bu yıl %4,6'ya, gelecek yıl da %3,9'a düşüşünü devam ettireceği yönündeki öngörülerin başarıya ulaşmasında risk oluşturuyor**. Aynı zamanda, mevcut durumda %3,2 seviyesinde bulunan ABD-JPY 10Y getiri farkının, 2025 sonunda %2,7'ye yakınsayacağı tahminlerinde de soru işaretlerine neden oluyor.

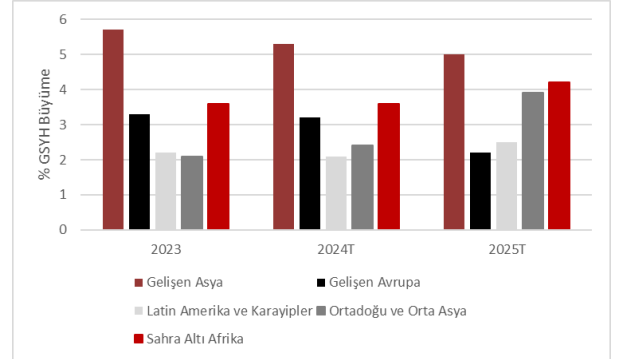
## □ GELİŞEN ÜLKELER ('Borç yükünü azaltarak istikrarlı büyümeyi sürdürme çabası')

Pandemi sonrası ortalama büyüme oranı 2022'de %4,0'a gerileyen gelişen ekonomiler grubu (2021'de %7,0'a çıkmıştı), parasal sıkılaştırmanın ekonomik aktivite ve borçluluk seviyelerindeki yansımalarına rağmen, **geçen yıl %4,4 büyümeyi başarmıştır**. Gelecek iki yıllık dönemde de, gelişenlerin **%4,2 ile istikrarlı büyüme görünümünü koruması** bekleniyor.

**Gelişen Asya** ekonomileri, 2024'te %5,3 ve 2025'te de %5,0'lik büyüme tahminleriyle (2023'te %5,7 idi), grubu destekleyen ana itici güç olmaya devam ederken; bu alt grupta ılımlı da olsa gözlenen düşüş trendinde **Hindistan** ve **Çin** etkili görünüyor. Hindistan'da, pandemi döneminde ertelenen talebin büyük ölçüde gerçekleşmesi sonucu büyümenin tekrar potansiyel seviyelerine dönme eğilimi öne çıkarken; Çin'de ise, problemlili konut sektörü ve zayıf tüketici güvenine bağlı olarak büyümenin potansiyel düzeyin altında kalmaya devam edeceği gözleniyor. Ancak, yavaşlamanın ılımlı kalma öngörüsünde, küresel izolasyon kararlarına rağmen, net ihracatın beklenenden daha güçlü gerçekleşmesine ek olarak, ekonomi yönetiminin destekleme programlarında daha cesur ve proaktif kararları etkili. Nitekim son yayımlanan raporlarda, Çin'in 2025 büyümesine dair projeksiyonlarda yukarı yönlü revizyonlarla karşılaşılıyor.



Kaynak: IMF-Dünya Bankası



Kaynak: IMF-Dünya Bankası

Öte yandan, büyüme oranları daha ılımlı kalsa da, **Ortadoğu ve Merkez Asya**'da, 2023'te kaydedilen %2,1 seviyesinden, 2024'te %2,4'e ve 2025'te de %3,9'a yükseliş öngörüsü dikkat çekiyor. Bunda da, petrol üretim bölgelerinde yaşanan geçici aksaklıkların azalacağı varsayımı etkili oluyor.

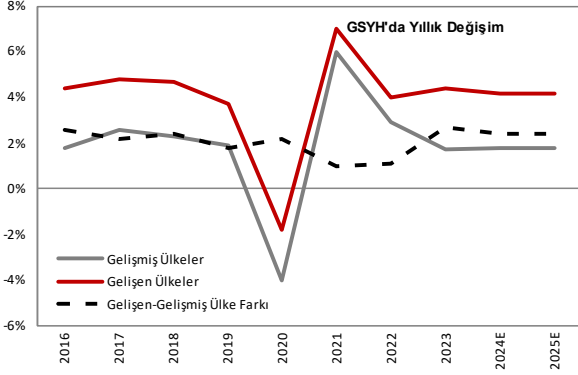
**Sahra-altı Afrika** bölgesi de, 2023'teki %3,6'lık büyüme oranını bu yıl da koruyarak, 2025 yılında %4,2'ye güçlenmek suretiyle, gelişen ekonomilerin diğer bir destek unsuru olarak beliriyor. İklim koşullarının olumsuz etkilerinde azalma ve arz koşullarında iyileşme beklentisi, söz konusu iyileşmede etkili unsurlar olarak öne çıkıyor.

**Latin Amerika** grubunda ise, büyüme oranı geçen yılın %2,2 seviyesinden bu yıl %2,1'e geriledikten sonra, 2025'te %2,5'e güçlenme göstereceği tahmin ediliyor. Brezilya ve Meksika'da süren sıkı para politikası duruşuna ek olarak; ilkinde işgücü piyasasında beklenen yavaşlama, ikincisinde de sıkı maliye politikası, bölge büyümesinde aşağı yönlü baskı oluşturan önemli ekonomiler olarak beliriyor.

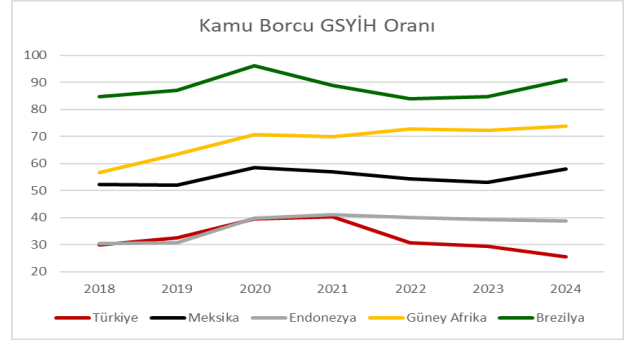
**Gelişen Avrupa** ise, bölgenin ivmesini aşağı çeken grup olarak beliriyor. Geçen yıl %3,3 büyüyen bu kesimin, bu yıl %3,2 ile benzer bir büyüme performansı göstermesi beklenirken; 2025'e ait %2,2'lik öngörü belirgin bir yavaşlamaya işaret ediyor. Söz konusu ivme kaybında ise, **Rusya** ve **Türkiye** ekonomileri etkili rol üstleniyor. Rusya'da, istihdam piyasası ve ücretlerde yavaşlamaya bağlı olarak, özel tüketim ve yatırım harcamalarında zayıf görünüm etkili olurken: Türkiye'de ise sıkı para ve maliye politikalarının yansımaları öne çıkıyor.



Enflasyon baskılarıyla mücadelede uygulanan sıkı para politikalarının büyümede neden olduğu baskının gelişmişlerde daha belirgin olmasıyla, **gelişen-gelişmiş ülke büyüme farkının**, geçen yıl 2,7 puana genişleme göstermesinin ardından (2021-22 döneminde 1,0-1,1 bandına gerilemişti), bu yıl ve gelecek yıl 2,4 puana hafif daralma göstereceği öngörülüyor.



Kaynak: IMF-Dünya Bankası



Kaynak: Trading Economics

2025 yılının kritik dinamiği olan **enflasyon** cephesinde ise, 2022 yılında hem gelişmiş hem de gelişenlerde zirvelerin görülmesinin ardından yaşanan gerilemenin, ilk grupta dikkat çekici olduğu; gelişenlerde ise %9,6'lık zirveden 2023 yılında %8,1'e, bu yıl da %7,9'a sınırlı bir geri çekilişin yaşanması tahmin ediliyor. **Dezenflasyon sürecinin gelişen ekonomilerde, 2025 yılından itibaren belirginleşmesi** ve önce %5,9'a, beş yıllık dönem sonunda da, 2016-17 dönemine benzer olarak, %4,0'a düşmesi öngörülüyor.

Ancak, gelişen **ekonomiler arasında enflasyon gelişimi açısından ciddi farklılıkları** da göz ardı etmemek gerekiyor. Gelişen Asya, erken parasal sıkılaştırma ve etkin fiyat kontrollerinin desteğiyle, gelişmiş ekonomilere benzer seviyelerde enflasyon tahminleri içerirken; diğer gruplarda iki haneli seviyelerde enflasyon oranları sürmektedir. Kur geçişkenliği, kamu fiyat ayarlamaları ve tarım sektörünün görünümü gibi unsurlar bu gelişimde etkili olmaktadır.

Gelişen ekonomilerde, parasal sıkılaştırmanın büyümedeki gecikmeli yansımalarını hafifletme amacıyla uygulamaya konulan **mali destek yaklaşımının**, ulaşılan yüksek borç seviyeleri nedeniyle, önümüzdeki dönemde **sıkılaştırma yönünde değişmesi ihtiyacı** açık bir şekilde görülüyor. Nitekim, 2003-16 döneminde %30-40'lar bandında dalgalanan **kamu borcunun milli gelire oranının**, önce 2017-2019 döneminde %50'lerin üzerine, sonrasında da %60'ların üzerine çıktığını, son iki yıldır da %68-69 bandına yükseldiğini izliyoruz.

Gelişen ülkelerin küresel oynaklıklar karşısında kırılganlıklarının yönetilebilir boyutta kalabilmesi için önemli olan **sermaye hareketleri dengesinde** ise, özellikle portföy yatırımlarının eğilimi, bölge ekonomilerinin kur ve büyüme üzerindeki baskıların dengelenmesi açısından kritik olacaktır. Bunun için de, ABD ekonomisi ve diğer gelişmiş ekonomilerin büyüme görünümü arasında ortaya çıkan farklılaşmaya ek olarak, yeni dönem ekonomi politikalarının desteklediği **güçlü dolar görünümünün daha da belirginleşmemesi**, söz konusu baskıların ılımlı kalmasında yardımcı olacaktır. Bu çerçevede, ABD enflasyonunda katılıkların çözülmesi ve düşüşün kalıcı hale gelmesinin yanı sıra, tarife ve kısıtlama politikalarının ılımlı düzeyde yürütülmesi, sadece bu ülke dengesi açısından değil; Fed'in faiz indirim sürecinde kalarak, gelişen ekonomiler üzerindeki baskının dengeli kalması için de ayrı önem taşımaktadır.

# TÜRKİYE GÖRÜNÜM

## TÜRKİYE: Enflasyonda kalıcı düşüş, istikrarlı ve dengeli büyümede de kalıcılık getirecek

Türkiye ekonomisi 2024 yılını, geçen yıl Mayıs ayında sonuçlanan Cumhurbaşkanlığı seçimlerini takiben gerçekleşen rasyonel politika zeminine geçiş çerçevesinde, uygulamaya konulan **parasal sıkılaştırmanın etkilerinin gözlenmeye başladığı** bir dönem olarak geride bırakıyor. Her ne kadar politika faizinde artırım süreci, geçen yılın Haziran ayında 6,5 puanla sert bir başlangıç yapmış ve bu yılın Mart ayı itibariyle toplam 41,5 puana varan artışla sonuçlanana kadar kararlılıkla sürdürülmüş olsa da; enflasyon beklentilerinde kayda değer kırılma ancak yılın ikinci çeyreğinde; **gerçekleşen enflasyona göre pozitif reel faiz de üçüncü çeyrek itibariyle kaydedilmeye başlamıştır.**

Büyüme görünümü cephesinde, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerinin devreye girmesiyle, yurt içi talepte, ikinci çeyrek itibariyle, belirgin bir yavaşlama gözlemliyoruz. Yurt içi talebin büyümeye katkısı 2Ç'te 1,2 puan ve 3Ç'te de -0,1 puana gerilerken (2023/2Ç'te 10,9 puan ve 2023/3Ç'te 9,1 puan idi); net dış talepten de aynı dönemlerde sırasıyla 1,5 ve 2,2 puanlık katkıların geldiğini izliyoruz. Dokuz aylık dönemde de, iç ve dış talebin, sırasıyla 1,3 ve 1,9 puanlık katkılarla daha dengeli büyüme tablosuna geçişini resmileştirdiğini söyleyebiliriz. Geçen yılın aynı döneminde kaydedilen %4,6'lık büyüme ise, tamamen iç talep kaynaklı elde edilmiş; net dış talebin 4,9 puanlık 'eksi' katkısına karşılık, net iç talep 9,5 puanlık pozitif katkı sağlamıştı.

**İç talep bileşenleri dağılımında** ise, özel tüketim harcamaları ana destekleyici rol üstlenirken; kamu tüketim ve toplam yatırım harcamalarının katkısı sınırlı kalmıştır. Stoklar ise, 2020'nin son çeyreğinden beri büyümeye 'eksi' katkı vermekle birlikte, negatif gelişimde ikinci çeyrekte belirgin bir yavaşlama gerçekleşmiştir. Ancak, üçüncü çeyrekte negatif katkıda tekrar artış söz konusu.

**Sektörel** olarak bakıldığında ise, büyümenin temel belirleyicisi hizmetler sektörü olurken; sanayinin katma değerinin 2Ç'ten itibaren negatif bölgeye geçtiğini takip ediyoruz. Geçen yılın ilk yarısında küçülen tarım sektörü ise, bu yıl destekleyici unsur olarak beliriyor. Yılın dokuz aylık döneminde yıllık %4,6'lık güçlü büyüme söz konusu.

Sonuç olarak, 2024'ün dokuz ayında yıllık %3,2 ile potansiyel düzeyin altında büyüme gösteren **Türkiye ekonomisinin, yılı %3,0 büyüme ile tamamlamasını** bekliyoruz.

2024 yılını, enflasyonun hem küresel ölçekte hem de içeride dalgalı bir seyir izlediği; ancak özellikle **yılın ikinci yarısında genel düşüş eğilimi gösterdiği ortak bir tabloyla** geride bırakıyoruz. Jeopolitik tansiyon ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar ile hizmet fiyatlarındaki katılımlar küresel dezenflasyon süreci üzerinde risk oluşturmayı sürdürse de; normalleşmeye devam eden arz koşulları ile sıkı para politikası duruşu **enflasyonun hedefe yakınsama sürecinde** destekleyici olmuştur.

İçeride ise, özellikle yılın ilk çeyreğinde emtia fiyatlarının da yarattığı baskı ve iç talebin hala güçlü olmasının etkisiyle, enflasyonda yükseliş eğilimi devam etmiş; ikinci çeyrekte, kur oynaklığında ciddi azalma ve bazın da desteğiyle, yıllık enflasyonda yükseliş devam etmekle birlikte, enflasyonun ana eğilimi ılımlı da olsa yavaşlamaya başlamış ve parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerinin belirginleşmesi ve enflasyon beklentilerinin iyileşme göstermesiyle, **Haziran'dan itibaren yıllık enflasyonda da sert düşüşlerin eşlik ettiği bir süreç başlamıştır.**

Böylece, Mayıs ayında %75,45 ile tepe yapan TÜFE yıllık enflasyonu (2023 sonu %64,77), Ekim sonu itibariyle %48,58'e inerek; önümüzdeki dönem için de - riskler barındırmakla birlikte - düşüşün devamına yönelik bir görünüm sunmaktadır. **Yıl sonuna ait tahminimiz %45,5 seviyesinde.**

Dezenflasyon sürecinde **mal ve hizmet enflasyonu ayırımının** bu yıl da öne çıktığını izliyoruz. Verimlilik, dış rekabete açıklık, krediye duyarlılık ve emek yoğunluk seviyesi gibi unsurlar her iki göstere arasında yapısal farklılıkları beraberinde getirirken; **geriye doğru endekslemeye dayanan fiyatlama davranışının** da etkisiyle, **hizmet enflasyonu göreceli yüksek seviyesiyle enflasyon katılığında belirleyici bileşen olmaktadır.**

İç talep koşullarının ikinci çeyrek itibariyle yavaşlamakla birlikte, **çıktı açığının enflasyonist bölgeye yakın seyrini sürdürmesi** de, hizmet enflasyonu katılığının kolay çözülememesinde etkili unsurlardan biri olmaktadır.

Kur oynaklığının yüksek seyrettiği 2021-2022 döneminde terse dönen **talep ve maliyet enflasyonu farkının**, 2023 ilk yarı sonundan itibaren ekonomi politikalarının rasyonel zemine çekilmesi ve para politikasında sıkılaştırıcı duruşa geçilmesiyle **normalleşme sürecine girerek pozitif bölgeye geçtiğini** izliyoruz. Kur istikrarı ve emtia fiyatlarının oynaklığının azalmasıyla, maliyet enflasyonundaki düşüşün talep enflasyonuna göre daha belirgin gerçekleşmesi sonucunda da, talep ve maliyet enflasyonu farkı 14-20 puan arasında dalgalanma gösteriyor.

**Enflasyonla mücadele kararlılığında para politikasında sıkılaştırmanın sürdürüldüğü**, hatta ilk yarıda yıllık enflasyonda zirve seviyelerin görülmesi sürecinde sert faiz artırımıyla daha da güçlendirildiği bir yılı geride bırakıyoruz. Böylece, ilk çeyrekte yapılan 7,5 puanlık artırımla politika faizi %50 seviyesine yükseltilirken; sekiz aydır da bu seviyede tutulduğunu görüyoruz.

TCMB sıkılaştırma sürecinde, faiz artırımının yanı sıra, süreci destekleyecek **seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma kararlarını** da uygulamaya koymuş ve parasal aktarım mekanizmasını ilave makroihtiyati adımlarla desteklemiştir. Likidite koşullarını da yakından izleyerek **sterilizasyon araçlarını etkili şekilde kullanmaya** devam etmiştir. Aynı zamanda, para politikası çerçevesinin, piyasa işlevselliğini artıran ve finansal istikrarı güçlendiren sadeleştirme süreci de yürütülmüştür. Bu bağlamda atılan politika adımlarıyla, **KKM'den çıkış sürecinin hızlanarak devam ettiği** takip edildi.

**Cari dengede geçen yılın ikinci yarısında başlayan iyileşme hareketinin, bu yıl belirginleştiğini takip ettik.** Hem ana ihracat partnerimiz olan Euro bölgesinde beliren aşağı yönlü riskler hem de reel kurda gözlenen değerlenme sonucunda **ihracatın artış hızında yavaşlama** gözlenirse de; **ithalatta**, hem enerji ve altın kalemlerinde hem de iç talepte gözlenen yavaşlamanın etkisiyle kaydedilen **düşüş**, cari açığındaki hızlı daralmada etkili oldu.

Böylece, geçen yılın Mayıs sonunda 55,6 milyar dolara ulaşan ancak yıl sonunda 40,5 milyar dolara gerileyen **12 aylık cari işlemler açığı**, bu yılın Eylül sonu itibarıyla 9,65 milyar dolara düşüşünü hızlandırmıştır. **Milli gelire oranla** da, geçen yıl sonunda ulaşılan %3,6 seviyesine göre keskin düşüşle, açığın bu yılın Eylül sonunda **%0,8 seviyesine düştüğünü** hesaplıyoruz. Geçen yılın baz avantajının azalmasına bağlı olarak, **yıl sonunda açık seviyesinin 14 milyar dolara hafif yükseliş göstererek, milli gelire oranla da %1,0'a çıkmasını**, ancak dış dengenin sürdürülebilirliği açısından ılımlı görünümünü korumasını bekliyoruz.

**Bütçe dengeleri** bilindiği gibi, **2011-2018 döneminde**, %1-2 aralığında sınırlı kalan bütçe açığı oranı ve ağırlıklı olarak %1'lerde oluşan faiz dışı fazla oranıyla, oldukça güçlü bir görünüm sunmuştu. Ancak, pandeminin olumsuz etkilerini azaltmaya yönelik kapsamlı önlemlerin de uygulandığı **takip eden üç yıllık dönemde** bütçe açığı %3 civarına bir hızlanma gösterirken; faiz dışı denge de 'eksi' bölgeye geçti. Her ne kadar **2022 yılında**, güçlü büyüme ortamında, bütçe harcamalarına kıyasla gelirlerde sağlanan olumlu performansla, bütçe açığı tekrar %1 seviyesine gerilemiş ve faiz dışı denge de %1,1 ile 'fazla' verir konuma geçmiş olsa da; **2023 yılında yaşanan deprem afetiyle** ilgili yapılan harcamalara ek olarak, kamu çalışanlarının maaşlarında artışlar ve emekliliğe hak kazanma koşullarına yönelik düzenlemeler, cari transferler ve Hazine yardımları bütçe harcamalarının yükünü ciddi ölçüde artırmıştır.

Böylece 2023-2024 döneminde, **bütçe açığı oranı %5 seviyesine ulaşmış** (2023'te %5,2; 2024 tahminimiz de %5,2); **faiz dışı denge de 'açık' tarafında %2 seviyesini aşmış görünüyor** (2023'te %2,7; 2024 tahminimiz %2,4).

**2024 yılını özetle;** iç dinamiklerde rasyonel politika setinin kararlılıkla uygulandığı, fakat aynı zamanda politika normalleşmesinin etkilerinin de gözlemlendiği, bir yeniden dengelenme eğilimiyle geride bırakıyoruz. **2025 yılını** ise, özellikle **enflasyonla mücadelede uygulamaya konulan politika ve önlemler setinin arzu edilen sonuçları vermesiyle ilgili değerlendirme** açısından oldukça kritik bir dönem olarak öngörüyoruz. Küresel görünüme paralel olarak, içeride de **enflasyon katılımının aşılmasının**, ekonomik ve finansal istikrar açısından belirleyici göstere olacağını düşünüyoruz. Bu alanda arzu edilen tablonun oluşması durumunda ise, istikrarlı ve dengeli büyüme ortamına hızlı ve kalıcı bir geçiş yaşanabileceğini; bunun da yatırım ve finansal piyasalarda yansımalarının belirgin gerçekleşebileceğini tahmin ediyoruz.

**2025 yılına ait ana öngörülerimizi** şu şekilde özetleyebiliriz:

□ Dezenflasyon sürecinin güçlenmesiyle parasal sıkılaşmada temkinli gevşemenin beklendiği 2025 yılında, dengeli büyüme görünümünde iç talebin bir miktar daha öne çıkmasını; net dış talebin katkısının ise ivme kaybetmesini öngörüyoruz. **Bu yılı %3,0 büyüme ile tamamlamasını beklediğimiz Türkiye ekonominin, gelecek yıl %3,1 ile benzer oranda büyüme göstereceğini;** ancak net dış talebin katkısının 1,7 puandan 0,3 puana ineceğini tahmin ediyoruz. İhracatta, küresel büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskler baskılayıcı unsur olarak belirirken; bu yıl daralma göstererek büyümeyi olumlu yönde etkileyen ithalatın, gelecek yıl büyümeye katkısının 'eksi'ye geçmesinin beklenmesi, net dış talebin katkısında öngördüğümüz azalışta etkili unsurlar.

Buna karşılık net iç talebin büyümeye katkısının, bu yıla ait tahminimiz olan 2,0 puandan, gelecek yıl 3,1 puana iyileşme göstermesini bekliyoruz. Enflasyonla mücadele sürecinde kararlılıkla sürdürüleceğini düşündüğümüz **mali disiplin politikasına** bağlı olarak, kamunun büyümeye katkısının bu yıla benzer şekilde sınırlı kalmasını öngörüyoruz; enflasyonda düşüşle uyumlu olarak **temkinli yürütülmesini beklediğimiz faiz indirim sürecinin**, özel tüketim ve yatırım harcamalarının büyümeye katkısını ılımlı da olsa artırmalarını tahmin ediyoruz.

Özetle, bu yılın özellikle ikinci çeyreğinden itibaren ekonominin ana eğiliminde gözlenen ılımlı yavaşlamanın, geçmiş faiz artırımlarının gecikmeli etkileri ile, yılın kalan kısmında ve 2025 yılının ilk yarısında, potansiyel düzeyin altında kalan yıllık büyüme oranları eşliğinde devam etmesini; **enflasyonda kalıcı düşüşe eşlik edecek faiz indirimlerinin katkısıyla ise, büyüme görünümünün gelecek yılın ikinci yarısından itibaren ılımlı toparlanma yönünde gelişmesini** bekliyoruz.

□ **2025 yılı** -özellikle ikinci yarıdan itibaren-, **dezenflasyon sürecinin**, baz etkisinin ötesinde, **kalıcı ve orta vadeli hedeflere yakınsayan** bir görünüme geçmesiyle ilgili nasıl bir gelişim sunacağı açısından kritik olacak. Yılın ilk yarısında, güçlü baz etkisinin, yıllık enflasyon oranının düşüşünü sürdürmesi açısından önemli destek unsuru olmaya devam edeceğini ve yıllık TÜFE enflasyon oranını - kalıcı kur şoku olmadığı sürece - %40'lardan %30'lara gelmesini sağlayabileceğini düşünüyoruz.

Ancak, ikinci yarıdan itibaren enflasyon düşüşünün kalıcılık göstermesi ve yapışkan seviyelerin altına inerek orta vadeli hedeflere yakınsamasında bir dizi unsurun gelişimi etkili olacaktır. Öncelikle, **sıkı para politikasında beklenen gevşemenin enflasyon gelişimiyle uyumlu olmasını**, hem kur istikrarı hem de beklentilerdeki iyileşmenin sürmesi açısından oldukça kritik görüyoruz. Beklentilerin hedeflere yakınsama yönünde kalmasının, **hizmet enflasyonunda katılığın çözülmesi** ve dezenflasyon sürecinin kalıcı hale gelmesinde etkili bir unsur olacağı inancındayız. Özellikle, kira, lokanta-otel, eğitim, sağlık ve ulaşımda katılığın yüksek olduğu izleniyor.

Politika etki alanında olmayan ancak enflasyonun seyrinde önemli bileşenlerden biri olan **gıda fiyatlarının**, özellikle **iklim değişikliği** ve bunun sebebiyet verdiği kısa vadeli arz şokları çerçevesinde, nasıl bir seyir izleyeceği önem konusudur. İklim değişikliği; tarımsal üretim, tedarik zincirleri ve nihayetinde gıda fiyatları açısından öngörülebilirliği düşük önemli risk unsuru olurken; son iki yıldır ılımlı bir görünüm çizen küresel gıda fiyatlarının korunması ve bunun içeriye de yansiyebilmesi kalıcı dezenflasyon sürecinde destekleyici olacaktır.

**Çıktı açığının** öngörülere uygun olarak dezenflasyonu destekleyici yönde gelişimi diğer kritik bir unsur olacaktır.

Özetle değiştiğimiz risk unsurları altında ise, **yıllık enflasyon oranının 2025 sonunda %27,5 seviyesine gerileyebileceğini öngörüyoruz.**



□ **Para politikasının mevcut durumu ve gelecek dönem seyrine yönelik olarak ise;** iç talepteki yavaşlamanın dezenflasyon sürecine desteği ve hizmet enflasyonunda beklenen iyileşmeye karşın, hem hizmet enflasyonunun hala yüksek seviyelerde olması hem de enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının risk unsuru oluşturmaya devam etmesi nedeniyle, **sıkı duruşun korunduğunu** söyleyebiliriz. Bu genel yaklaşımın da, enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülere yakınsayana kadar sürdürüleceği konusunda kararlı bir tutum söz konusu.

Diğer taraftan **küresel merkez bankalarının**, büyüme ve enflasyonda -süren katılıklara karşın- aşağı yönlü baskılar karşısında temkinli de olsa **genişlemeci yöndeki adımları**, içeride de -enflasyon görünümü uygun olması koşuluyla- **politika faizinde indirim sürecini** gündemde tutmaktadır. Gerek enflasyonun ana eğiliminde gözlenen düşüş, gerekse de iç talepten beklenen katkının belirginleşmesi ve hizmet sektöründeki katılığın çözülme süreçleri göz önüne alındığında, **bu yılın son ayında faiz indirim sürecinin 250 baz puanla başlangıç yapmasını; yıllık enflasyonun %30'lu seviyelere inmesini beklediğimiz 2025 yılının ilk yarısında göreceli yüklü adımlarla devam etmesini; ikinci yarıda ise sürecin yerini daha ölçülü adımlara bırakmasını** bekliyoruz. Daha açık bir ifadeyle, **politika faizinin 2025'in ilk yarı sonunda %37,5'e; yıl sonunda da %33,5'e ineceğini tahmin ediyoruz.**

□ **Dış dengenin sürdürülebilirliğinde**, küresel ekonomik görünüme dair süren belirsizliklerin **dış talepte yarattığı baskıya** karşın, içeride parasal sıkılaşmada öngörülen gevşemenin desteğinde **iç talepte beklenen ılımlı toparlanmaya** bağlı olarak, cari açığın **23,5 milyar dolara hafif yükseliş göstermesini; açık oranının ise %1,5 ile**, dış denge kırılma riski açısından rahat görünümünü korumasını bekliyoruz. Bu tahminimizde, küresel ekonomi ve genel petrol piyasası görünümüne yönelik beklentiler çerçevesinde, **enerji fiyatlarının ılımlı kalacağı varsayımının** bulunduğunu da belirtmek isteriz.

**Cari açık finansmanına yönelik projeksiyonlarımız ise**, portföy girişlerinin son iki yıla benzer ılımlı kalması halinde bile, cari açığın da öngörüler dahilinde sınırlı kaldığı ortamda, **rezervlerde güçlenme eğiliminin** ağırlıklı hissedilebileceğine işaret ediyor. Aslında, bu yıl 1 ve 2 kademe arasında artırımlarına konu olan **ülke kredi notumuzun**, hala yatırım yapılabilir seviyenin 3 ve 4 kademe altında olduğu dikkate alınacak olursa, izlenen makro ekonomik ve finansal istikrar politikalarının beklenen kalıcı olumlu yansımalarının gözlenmeye başlaması durumunda, portföy girişlerinin daha belirgin düzeyde gerçekleşebileceğinin de altını çizmek isteriz.

□ **Maliye politikası görünümüyle ilgili olarak, deprem kaynaklı** olarak hasarların telafisi ve önlem amaçlı harcamaların azalan tutarda da olsa devam etmesi öngörüldükçe; **deprem dışı harcamalarda, mali disiplinin ekonomik ve finansal istikrarı destekleyici bir çıpa olarak güçlendirilmesi** hedefi öne çıkıyor. **Küresel oynaklığın yüksek olmasını beklediğimiz 2025 yılında**, iç ekonomik ve finansal istikrar için mali disiplin çıpasının kritik önemine bağlı olarak, deprem dışı bütçe harcamalarının artış hızında da, enflasyon düşüşünün de etkisiyle, yavaşlama bekliyoruz. Bütçe gelirleri tarafında ise; **gelir dağılımını iyileştirici vergi düzenlemelerinin** kararlılıkla ve etkin uygulanmasının desteğine ek olarak, para politikasında dezenflasyon süreciyle uyumlu temkinli gevşemenin yardımıyla iç talepte gözlenebilecek ılımlı toparlanma doğrultusunda, bütçe dengesini iyileştirici bir gelişim gerçekleşebilir. Bu doğrultuda, **bütçe açığı oranının 2025'te %4,1'e, faiz dışı açık oranının da %2,4'ten %0,7'ye düşüş sergileyeceğini tahmin ediyoruz.**

Özetle 2025 yılının, makro-finance istikrar ve daha dengeli büyüme ana hedefli ve enflasyonu kalıcı olarak düşürme öncelikli ana çerçevede, deprem sonrası yeniden inşa harcamaları hariç mali disiplin politikası kararlılığının sürdürüldüğü ve yapısal dönüşümlerin tekrar canlandırıldığı bir dönem olarak öngörmekteyiz.

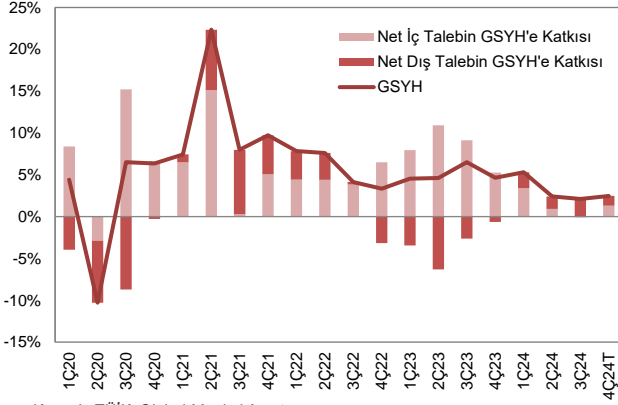


## BÜYÜME: Dengeli büyüme tablosu korunacak

Türkiye ekonomisinin **büyüme tablosunun 2024 yılında**, iç talep ağırlıklı kalmakla birlikte **daha dengeli yönde geliştiğini** söyleyebiliriz. Gerçekten de, özellikle ikinci çeyrekte itibaren **parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerinin** devreye girmesiyle, **yurt içi talepte belirgin bir yavaşlama** gözlenmektedir. Yurt içi talebin büyümeye katkısı 2Ç'te 0,9 puan ve 3Ç'te de -0,1 puana gerilerken (2023/2Ç'te 10,9 puan ve 2023/3Ç'te 9,1 puan idi); net dış talepten de aynı dönemlerde sırasıyla 1,5 ve 2,2 puanlık katkıların geldiğini izliyoruz. Dokuz aylık dönemde de, iç ve dış talebin, sırasıyla 1,3 ve 1,9 puanlık katkılarla daha dengeli büyüme tablosuna geçişi resmileştirdiğini söyleyebiliriz.

2022'nin son çeyreğinden beri 'eksi' bölgede yer alan ancak bu yılın ilk çeyreğinden itibaren **pozitif bölgeye geçen net dış talebin katkı gelişiminin** önümüzdeki dönemde de sürmesini bekliyoruz. İhracatta 2Ç'ten itibaren yaşanan yavaşlamaya karşın, ithalattaki sert ivme kaybının ana etken olduğunu; nihayetinde büyüme bileşenlerinin dengelenen bir talep görünümüne işaret ettiğini değerlendiriyoruz.

Dokuz aylık dönemde kaydedilen yıllık %3,2'lik büyümenin, 1,3 puanlık kısmı net iç talepten ve 1,9 puanlık kısmı da net dış talebin katkısıyla gerçekleşirken; geçen yılın aynı döneminde kaydedilen %5,3'lük büyüme tamamen iç talep kaynaklı elde edilmiş; net dış talebin 4,1 puanlık 'eksi' katkısına karşılık, net iç talep 9,4 puanlık pozitif katkı sağlamıştı.



Kaynak: TÜİK, Global Menkul Araştırma

Harcamalar Yöntemiyle Hesaplanan GSYH'ye Katkılar				
(Yüzde puan)	2023	9A24	2024T	2025T
<b>GSYH Büyüme Oranı (%)</b>	<b>5.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>
Toplam tüketim	9.7	2.8	2.6	2.4
Özel	9.4	2.8	2.4	2.2
Kamu	0.3	0.1	0.1	0.2
Sabit sermaye yatırımı	2.0	0.7	0.4	0.6
Stok Değişimi	-3.5	-2.3	-1.7	-0.2
Net dış talep	-3.1	1.9	1.7	0.3
İhracat	-0.7	0.5	0.5	0.5
İthalat	-2.4	1.4	1.2	-0.2

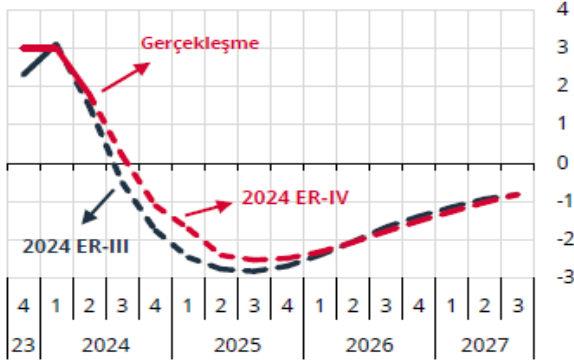
Kaynak: TÜİK, Global Menkul Araştırma

**İç talep bileşenleri dağılımında** ise, özel tüketim harcamaları ana destekleyici rol üstlenirken; kamu tüketim ve toplam yatırım harcamalarının katkısı sınırlı kalmıştır. Stoklar ise, 2020'nin son çeyreğinden beri büyümeye 'eksi' katkı vermekle birlikte, negatif gelişimde ikinci çeyrekte belirgin bir yavaşlama gerçekleşmiştir. Ancak, üçüncü çeyrekte negatif katkıda tekrar artış olduğunu görüyoruz. Ekonomi politikalarının makro ekonomik ve finansal istikrar üzerinde olumlu etkilerinin kalıcı olmasıyla birlikte, stokların da büyümeyi destekleyici hale gelmesi beklenebilir.

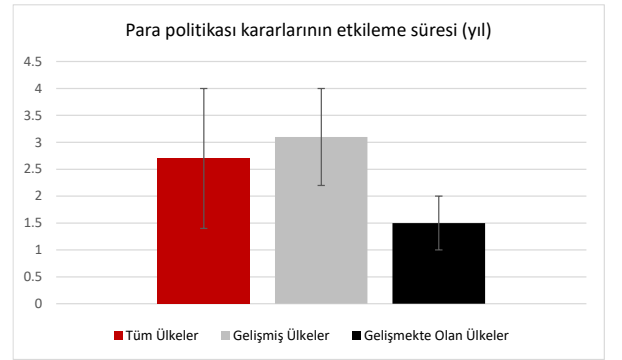
**Sektörel** olarak bakıldığında ise, büyümenin temel belirleyicisi hizmetler sektörü olurken; sanayinin katma değerinin 2Ç'ten itibaren negatif bölgeye geçtiğini takip ediyoruz. Ancak, sanayideki zayıf görünümü yorumlarken, özellikle ikinci çeyrek dönemine denk gelen iki bayram tatili bağlantılı 'köprü günleri' etkisini de göz ardı etmemek gerekiyor. TCMB'nin çalışmaları bu etkiyi 0,15-0,45 puan arasında hesaplıyor.

Geçen yılın ilk yarısında küçülen tarım sektörü ise, bu yıl destekleyici unsur olarak beliriyor. Yılın dokuz aylık döneminde yıllık %4,6'lık güçlü büyüme söz konusu.

Dezenflasyon sürecinin güçlenmesiyle parasal sıkılaşmada temkinli gevşemenin beklendiği **2025 yılında ise, dengeli büyüme görünümünde iç talebin bir miktar daha öne çıkmasını**; net dış talebin katkısının ise ivme kaybetmesini öngörüyoruz. Bu yılı %3,0 büyüme ile tamamlamasını beklediğimiz Türkiye ekonomisinin, **gelecek yıl %3,1 ile benzer oranda büyüme göstereceğini**; ancak **net dış talebin katkısının** 1,7 puandan 0,3 puana ineceğini tahmin ediyoruz. İhracatta, küresel büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskler baskılayıcı unsur olarak belirirken; bu yıl daralma göstererek büyümeyi olumlu yönde etkileyen ithalatın, gelecek yıl büyümeye katkısının 'eksi'ye geçmesinin beklenmesi, net dış talebin katkısında öngördüğümüz azalışta etkili unsurlar.



Kaynak: TCMB.



Kaynak: IMF

Her ne kadar küresel para politikalarının yönü genişlemeci tarafa dönmüş olsa da, gerek enflasyonda süren katılımlar gerekse de ücretlerin devam eden baskısı, **faiz indirimlerinin gelecek dönem hızı ve boyutu ile ilgili belirsizlikleri** gündemde tutmakta; bu da küresel büyüme üzerindeki aşağı yönlü baskıların net dış talebin katkısını sınırlayabileceği endişesine neden olmaktadır.

Buna karşılık **net iç talebin** büyümeye katkısının, bu yıla ait tahminimiz olan 1,3 puandan, gelecek yıl 2,8 puana iyileşme göstermesini bekliyoruz. Enflasyonla mücadele sürecinde kararlılıkla sürdürüleceğini düşündüğümüz **mali disiplin politikasına** bağlı olarak, kamunun büyümeye katkısının bu yıla benzer şekilde sınırlı kalmasını öngörüyoruz; enflasyonda düşüşle uyumlu olarak **temkinli yürütülmesini beklediğimiz faiz indirim sürecinin**, özel tüketim ve yatırım harcamalarının büyümeye katkısını koruyacağını tahmin ediyoruz.

Pandemi yılı olan 2020'nin son çeyreğinden itibaren büyümeye katkısı 'eksi' bölgede yer alan **stokların**, önümüzdeki dönemde negatif etkisinin daha ılımlı hale gelmesini; hatta 2025 yılında çeyreklik dönemde pozitif katkının görülebileceğini öngörüyoruz.

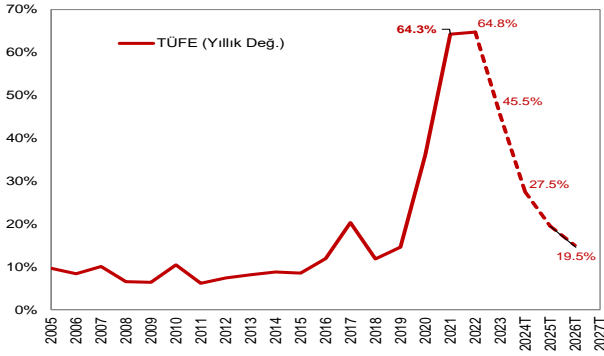
Özetle, bu yılın özellikle ikinci çeyreğinden itibaren ekonominin ana eğiliminde gözlenen ılımlı yavaşlamanın, geçmiş faiz artırımlarının gecikmeli etkileri ile, yılın kalan kısmında ve 2025 yılının ilk yarısında, potansiyel düzeyin altında kalan yıllık büyüme oranları eşliğinde devam etmesini; **enflasyonda kalıcı düşüşe eşlik edecek faiz indirimlerinin katkısıyla ise, büyüme görünümünün gelecek yılın ikinci yarısından itibaren ılımlı toparlanma yönünde gelişmesini** bekliyoruz.

## ENFLASYON: Kalıcı fiyat istikrarına ulaşmada zorlu ikinci aşama

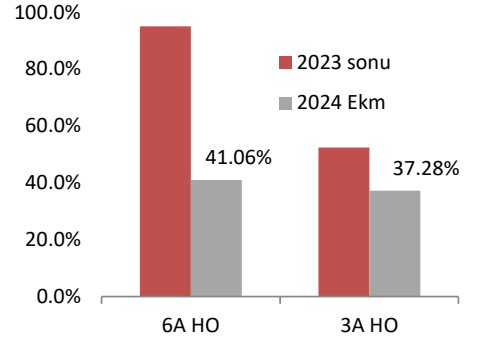
2024 yılını, enflasyonun hem küresel ölçekte hem de içeride dalgalı bir seyir izlediği; ancak özellikle **yılın ikinci yarısında genel düşüş eğilimi gösterdiği ortak bir tabloyla** geride bırakıyoruz. Jeopolitik tansiyon ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar ile hizmet fiyatlarındaki katılıklar küresel dezenflasyon süreci üzerinde risk oluşturmayı sürdürse de; normalleşmeye devam eden arz koşulları ile sıkı para politikası duruşu **enflasyonun hedefe yakınsama sürecinde** destekleyici olmuştur.

İçeride ise, özellikle yılın ilk çeyreğinde emtia fiyatlarının da yarattığı baskı ve iç talebin hala güçlü olmasının etkisiyle, enflasyonda yükseliş eğilimi devam etmiş; ikinci çeyrekte, kur oynaklığında ciddi azalma ve bazın da etkisiyle, yıllık enflasyonda yükseliş devam etmekle birlikte, enflasyonun ana eğilimi ılımlı da olsa yavaşlamaya başlamış ve parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerinin belirginleşmesi ve enflasyon beklentilerinin iyileşme göstermesiyle, **Haziran'dan itibaren yıllık enflasyonda da sert düşüşlerin eşlik ettiği bir süreç başlamıştır.**

Böylece, Mayıs ayında %75,45 ile tepe yapan TÜFE yıllık enflasyonu (2023 sonu %64,77), Ekim sonu itibariyle %48,58'e inmiş; önümüzdeki dönem için de - riskler barındırmakla birlikte - düşüşün devamına yönelik bir görünüm sunmaktadır. **Yıl sonuna ait tahminimiz %45,5 seviyesinde.** TÜİK-TCMB ortak çalışması olarak yeni açıklanan **mevsimsel düzeltilmiş TÜFE'de** aylık artış oranının 6 aylık ve 3 aylık hareketli ortalamalarda yıllıklandırılmış oranının %37-41 bandına işaret etmesinin de, enflasyonda gerileme beklentisini desteklediğini düşünüyoruz.



Kaynak: TÜİK, Global Menkul Araştırma

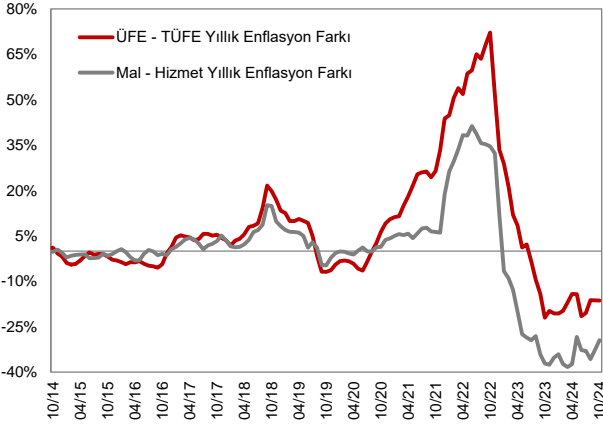


Kaynak: TÜİK, Global Menkul Araştırma

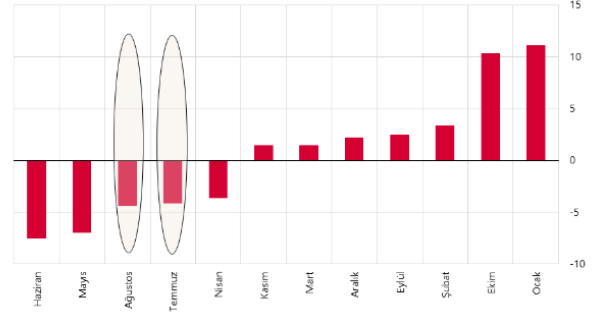
Dezenflasyon sürecinde **mal ve hizmet enflasyonu ayrımının** bu yıl da öne çıktığını izliyoruz. Verimlilik, dış rekabete açıklık, krediye duyarlılık ve emek yoğunluk seviyesi gibi unsurlar her iki göstere arasında yapısal farklılıkları beraberinde getirirken; **geriye doğru endekslemeye dayanan fiyatlama davranışının** da etkisiyle, **hizmet enflasyonu göreceli yüksek seviyesiyle enflasyon katılığında belirleyici bileşen olmaktadır.** Nitekim, mal enflasyonu 2023 sonundaki %55,46'dan Ekim sonu itibariyle %40,36'ya inerken; hizmet enflasyonu aynı dönemde %90,66'dan %69,78'e gerilemekle birlikte enflasyon hedeflerine yakınsamada hala önemli bir yolun varlığına işaret etmektedir.

İç talep koşullarının ikinci çeyrek itibariyle yavaşlamakla birlikte, **çıktı açığının enflasyonist bölgeye yakın seyrini sürdürmesi** de, hizmet enflasyonu katılığının kolay çözülememesinde etkili unsurlardan biri olmaktadır.

Kur oynaklığının yüksek seyrettiği 2021-2022 döneminde terse dönen **talep ve maliyet enflasyonu farkı**, 2023 ilk yarı sonundan itibaren ekonomi politikalarının rasyonel zemine çekilmesi ve para politikasında sıkılaştırıcı duruşa geçilmesiyle **normalleşme sürecine girerek pozitif bölgeye geçti**. Kur istikrarı ve emtia fiyatlarının oynaklığının azalmasıyla, maliyet enflasyonundaki düşüşün talep enflasyonuna göre daha belirgin gerçekleşmesi sonucunda da, talep ve maliyet enflasyonu farkı 14-20 puan arasında dalgalanma göstermektedir.



Kaynak: TÜİK, Global Menkul Araştırma



Son Güncelleme: Temmuz 2024

Kaynak: TÜİK

\* Taze meyve ve sebze fiyatı endeksi gıda (taze meyve ve sebze hariç) fiyatı endeksi ile normalize edilerek kullanılmıştır. Aylık enflasyon ortalamaları kuçüçten büyükçe doğru sıralanmıştır.

Kaynak: TCMB

**2025 yılı** -özellikle ikinci yarıdan itibaren-, **dezenflasyon sürecinin**, baz etkisinin ötesinde, **kalıcı ve orta vadeli hedeflere yakınsayan** bir görünüme geçmesiyle ilgili nasıl bir gelişim sunacağı açısından kritik olacak. Yılın ilk yarısında, güçlü baz etkisinin, yıllık enflasyon oranının düşüşünü sürdürmesi açısından önemli destek unsuru olmaya devam edeceğini ve yıllık TÜFE enflasyon oranını - kalıcı kur şoku olmadığı sürece - %40'lardan %30'lara gelmesini sağlayabileceğini düşünüyoruz.

Ancak, ikinci yarıdan itibaren enflasyon düşüşünün kalıcılık göstermesi ve yapışkan seviyelerin altına inerek orta vadeli hedeflere yakınsamasında bir dizi unsurun gelişimi etkili olacaktır. Öncelikle, **sıkı para politikasında beklenen gevşemenin enflasyon gelişimiyle uyumlu olmasını**, hem kur istikrarı hem de beklentilerdeki iyileşmenin sürmesi açısından oldukça kritik görüyoruz. Son durumda, 2025 sonu enflasyonunun ortalama beklentisinin %26'lara işaret etmesini, her ne kadar %17,5'lik OVP hedefinin üzerinde kalsa da, iyileşme görünümünün korunması ve makul boyutta 'güven farkı'na işaret etmesi açısından, dezenflasyon sürecini destekleyici olarak görüyoruz.

Nitekim, 2018 yılı başlarında %15'in altında seyreden **kur geçişkenliği**, sonrasında hızlı bir artış trendine girmiş ve son çalışmalarda **%25** civarına ulaşmış görünüyor. Kur geçişkenliğinde, ticarete konu olan temel mal grubu ve burada da dayanıklı tüketim malları ve yüksek yurt dışı bağımlılık gösteren enerji fiyatları öne çıkmaktadır. Yurt içi gelişmelere duyarlılığı yüksek ve uluslararası ticarete konu olma kapasitesi sınırlı olan hizmet grubunda kur geçişkenliği daha sınırlı kalsa da; beklentilerin bozulma gösterdiği ortamda, geriye doğru endeksleme davranışı ya da fiyatlama davranışında bozulma ve ücretlerde artışa bağlı olarak bu grupta da geçiş etkisi yükselmektedir. Bu nedenle, beklentilerin hedeflere yakınsama yönünde kalmasının, **hizmet enflasyonunda katılığın çözülmesi** ve dezenflasyon sürecinin kalıcı hale gelmesinde etkili bir unsur olacağı inancındayız. Özellikle, kira, lokanta-otel, eğitim, sağlık ve ulaşıtırmada katılığın yüksek olduğu izleniyor.

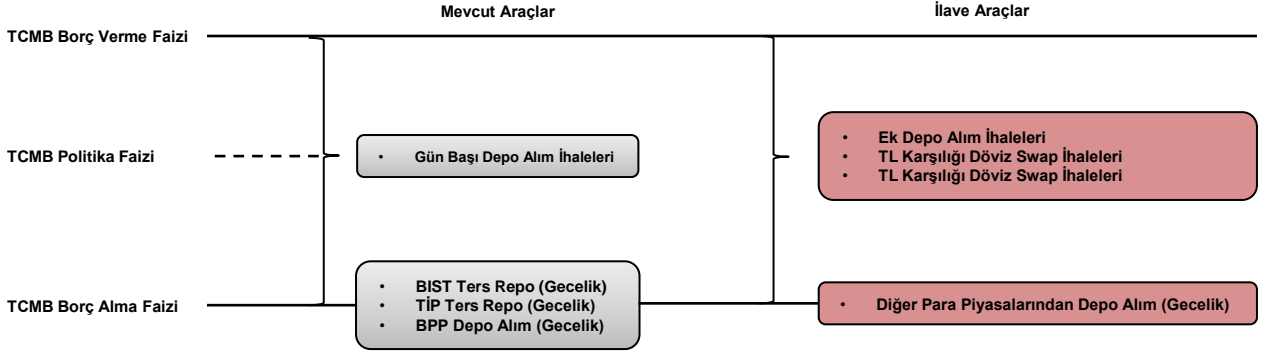
Politika etki alanında olmayan ancak enflasyonun seyrinde önemli bileşenlerden biri olan **gıda fiyatlarının**, özellikle **iklim değişikliği** ve bunun sebebiyet verdiği kısa vadeli arz şokları çerçevesinde, nasıl bir seyir izleyeceği önem konusudur. Nitekim, TCMB'nin çalışmalarına göre, 2020 öncesi dönemde taze meyve ve sebze enflasyonu yaz aylarında aylık enflasyona ortalamada negatif katkı verirken, bunun 2020 sonrası dönemde tersine döndüğü görülüyor. Söz konusu değişimde pandemi, tedarik zinciri aksaklıkları ve jeopolitik gelişmelerin yanı sıra iklim değişikliğinin de önemli bir payı olduğu düşünülüyor. Dolayısıyla, iklim değişikliği; tarımsal üretim, tedarik zincirleri ve nihayetinde gıda fiyatları açısından öngörülebilirliği düşük önemli risk unsuru olurken; son iki yıldır ılımlı bir görünüm çizen küresel gıda fiyatlarının korunması ve bunun içeriye de yansıtılması kalıcı dezenflasyon sürecinde destekleyici olacaktır.

Talepteki yavaşlamanın kademeli gerçekleşmesiyle, **çıkıtı açığı** tahminlerinin son Üç Aylık Enflasyon Raporunda yukarı yönlü güncellenmesi ve ancak üçüncü çeyrekte itibaren dezenflasyonu destekleyici bölgeye geçtiğinin öngörülmesi, iç talep koşullarının enflasyonu düşürme sürecine katkısının sorgulanmasına neden olmaktadır. Enflasyonun ana eğiliminde düşüşle ilgili güvenin oluşmasıyla birlikte **sıkı para politikasında beklenen gevşeme sürecinin iç talebin gelişimine etkisi**, kalıcı dezenflasyonda diğer kritik bir unsur olacaktır. Nitekim, TCMB'nin son projeksiyonlarında enflasyon tahminlerini oluştururken baz aldığı varsayımlar arasında yer alan çıkıtı açığının, 2025-2027 dönemi boyunca 'eksi' bölgede kalacağı tahmin ediliyor.

Özetle değiştiğimiz risk unsurları altında ise, **yıllık enflasyon oranının 2025 sonunda %27,5 seviyesine gerileyebileceğini öngörüyoruz.**

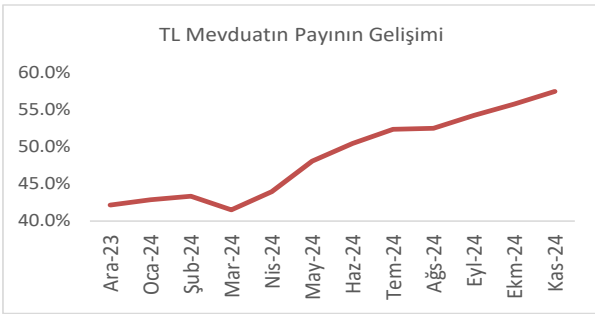
## PARA POLİTİKASI: Sıkı duruşta dezenflasyon eşliğinde gevşeme

Enflasyonla mücadele kararlılığında para politikasında sıkılaştırmanın sürdürüldüğü, hatta ilk yarıda yıllık enflasyonda zirve seviyelerin görülmesi sürecinde sert faiz artırımıyla daha da güçlendirildiği bir yılı geride bırakıyoruz. Böylece, ilk çeyrekte yapılan 750 baz puanlık artırımla politika faizi %50 seviyesine yükseltilirken; sekiz aydır da bu seviyede tutulduğunu görüyoruz.

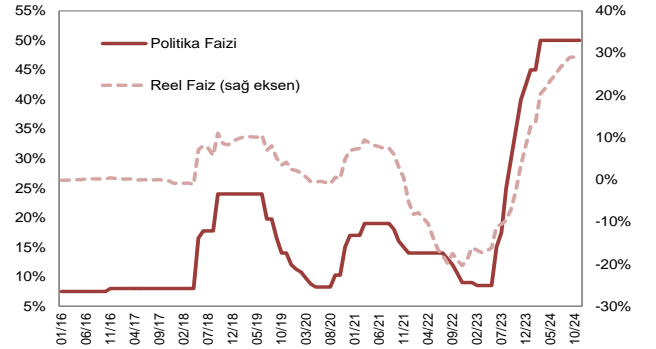


Kaynak: TCMB

TCMB sıkılaştırma sürecinde, faiz artırımının yanı sıra, süreci destekleyecek **seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma kararlarını** da uygulamaya koymuş ve parasal aktarım mekanizmasını ilave makroihtiyati adımlarla desteklemiştir. Likidite koşullarını da yakından izleyerek **sterilizasyon araçlarını etkili şekilde kullanmaya** devam etmiştir. Aynı zamanda, para politikası çerçevesinin, piyasa işlevselliğini artıran ve finansal istikrarı güçlendiren sadeleştirme süreci de yürütülmüştür. Bu bağlamda atılan politika adımlarıyla, **KKM'den çıkış sürecinin hızlanarak devam ettiği** takip edildi. Yıl başından beri KKM'de 53,7 milyar dolar seviyesinde çözümler gerçekleşirken; YP mevduatı da 12,4 milyar dolar azalışa işaret ediyor. Para politikasına duyulan güvenle, TP mevduatı ise 38,4 milyar dolar civarında artış gösteriyor. Nitekim son verilerde, toplam mevduat içinde TL mevduat payı geçen yılın sonuna göre 15,3 puanlık artışla %57,5'e yükselmiş görünüyor.



Kaynak: BDDK, Global Menkul Araştırma

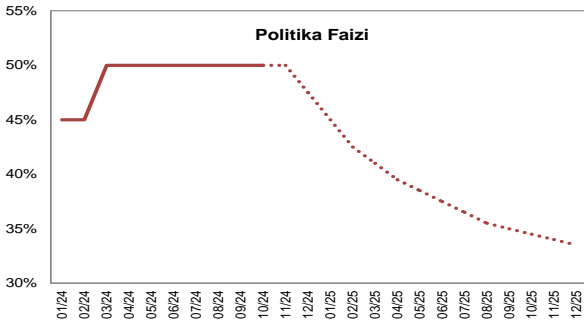


Kaynak: TCMB, TÜİK, Global Menkul Araştırma

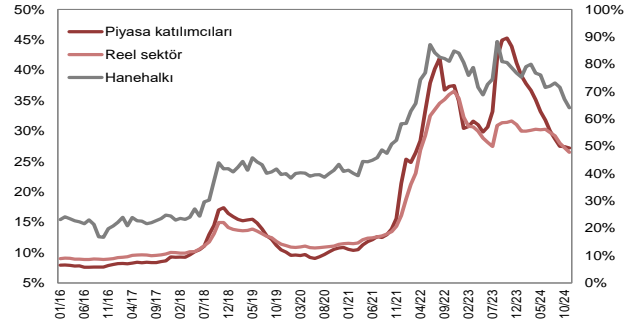
Para politikasının mevcut duruşu ve gelecek dönem seyrine yönelik olarak ise; iç talepteki yavaşlamanın dezenflasyon sürecine desteği ve hizmet enflasyonunda gözlenen iyileşmeye karşın, hem hizmet enflasyonunun hala yüksek seviyelerde olması hem de enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarının risk unsuru oluşturmaya devam etmesi nedeniyle, **sıkı duruşun korunduğunu** söyleyebiliriz. Bu genel yaklaşımın da, enflasyonun ana eğiliminde belirgin ve kalıcı bir düşüş sağlanana ve enflasyon beklentileri öngörülere yakınsayana kadar sürdürüleceği konusunda kararlı bir tutum söz konusu.



Diğer taraftan **küresel merkez bankalarının**, büyüme ve enflasyonda -süren katılıklara karşın- aşağı yönlü baskılar karşısında temkinli de olsa **genişlemeci yöndeki adımları**, içeride de -enflasyon görünümü uygun olması koşulluyla- **politika faizinde indirim sürecini** gündemde tutmaktadır. Gerek enflasyonun ana eğiliminde gözlenen düşüş, gerekse de iç talepten beklenen katkının belirginleşmesi ve hizmet sektöründeki katılığın çözülme süreçleri göz önüne alındığında, **bu yılın son ayında faiz indirim sürecinin 250 baz puanla başlangıç yapmasını; yıllık enflasyonun %30'lu seviyelere inmesini beklediğimiz 2025 yılının ilk yarısında göreceli yüklü adımlarla devam etmesini; ikinci yarıda ise sürecin yerini daha ölçülü adımlara bırakmasını bekliyoruz.** Daha açık bir ifadeyle, **politika faizinin 2025'in ilk yarı sonunda %37,5'e; yıl sonunda da %33,5'e ineceğini tahmin ediyoruz.**



Kaynak: TCMB, Global Menkul Araştırma



Kaynak: TCMB

Ancak, politika faizinde öngörülen bu gevşemenin gerçekleşmesinde, **enflasyon gerçekleştirmeleri ve beklentilerinin gelişiminin** kritik rolünü unutmamak gerekiyor. Özellikle, **enflasyon beklentilerinde sektörel farklılaşmanın** önemli boyutta olması, dezenflasyon sürecine güvenin sağlamlaştırılmasında zorlu bir süreci de beraberinde getiriyor. Nitekim, TCMB'nin Sektörel Enflasyon Beklentileri çalışmasına göre, gelecek 12 aylık enflasyon tahmini piyasa katılımcıları tarafında %27,2 seviyesinde bulunurken; reel sektör ve hane halkı cephelerinde, sırasıyla %47,8 ve %64,05'e yükseliyor.

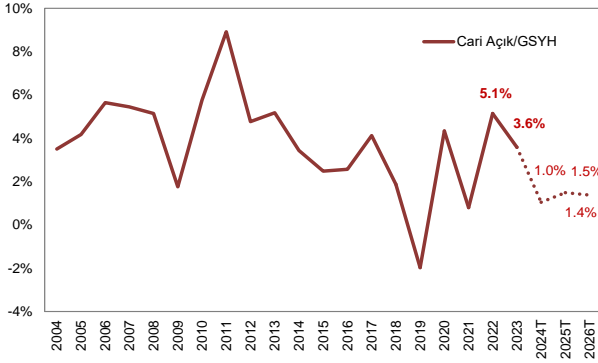
## CARİ DENGE: İlimli cari açık ve rezervlerde güçlü görünüm

**Cari dengede geçen yılın ikinci yarısında başlayan iyileşme hareketinin, bu yıl belirginleştiğini takip ettik.** Hem ana ihracat partnerimiz olan Euro bölgesinde beliren aşağı yönlü riskler hem de reel kurda gözlenen değerlenme sonucunda **ihracatın artış hızında yavaşlama** gözlenirse de; **ithalatta**, hem enerji ve altın kalemlerinde hem de iç talepte gözlenen yavaşlamanın etkisiyle kaydedilen **düşüş**, cari açığındaki hızlı daralmada etkili oldu.

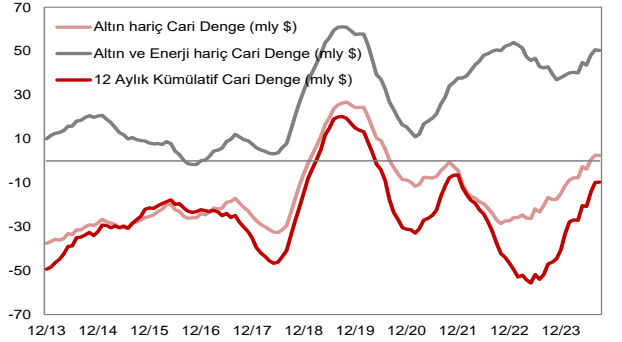
Gerçekten de, geçen yılın dokuz ayında 24,5 ve yıl sonunda da 30 milyar dolara çıkan **altın ithalatı**, bu yılın dokuz ayında 11,3 milyar dolara gerilerken, yılı da 15 milyar dolar civarında tamamlama sinyali veriyor. **Enerji ithalatında** da, 2023'ün dokuz ayında kaydedilen 51,8 milyar dolara göre ilimli gerilemeyle, bu yılın aynı döneminde cari dengede 48,1 milyar dolarlık yük oluşurken, yıl sonunda da 65 milyar dolar seviyesinde sınırlı kalabileceği bir görünüm mevcut. Bu seviye, hem OVP'nin bu yıl için tahmini olan 69,4 milyar doların hem de geçen yılın 69,1 milyar dolarlık gerçekleşmesinin ilimli oranda altında kalıyor.

Diğer taraftan, dış ticaret dengesi dışında kalan hizmetler ve birincil gelir dengesinde, **seyahat gelirlerinde** 4,1 milyar dolarlık artışa karşılık, **faiz ödemelerinde** 2,3 milyar dolarlık artış, söz konusu olumlu katkının sınırlı kalmasına neden olmuştur.

Böylece, geçen yılın Mayıs sonunda 55,6 milyar dolara ulaşan ancak yıl sonunda 40,5 milyar dolara gerileyen **12 aylık cari işlemler açığı**, bu yılın Eylül sonu itibarıyla **9,65 milyar dolara düşüşünü hızlandırdı**. **Milli gelire oranla** da, geçen yıl sonunda ulaşılan %3,6 seviyesine göre keskin düşüşle, açığın bu yılın Eylül sonunda **%0,8 seviyesine düştüğünü** hesaplıyoruz. Geçen yılın baz avantajının azalmasına bağlı olarak, **yıl sonunda açık seviyesinin 14 milyar dolara hafif yükseliş göstererek, milli gelire oranla da %1,0'a çıkmasını**, ancak dış dengenin sürdürülebilirliği açısından ilimli görünümünü korumasını bekliyoruz. Bu arada, iç talepte yavaşlamanın düzeyi, bu tahminimizde aşağı yönlü riskleri de beraberinde getirmektedir.



Kaynak: TCMB, Global Menkul Araştırma



Kaynak: TCMB, Global Menkul Araştırma

**2025 yılında** ise, küresel ekonomik görünüme dair süren belirsizliklerin **dış talepte yarattığı baskıya** karşın, içeride parasal sıkışmada öngörülen gevşemenin desteğinde **iç talepte beklenen ilimli toparlanmaya** bağlı olarak, cari açığın **23,5 milyar dolara hafif yükseliş göstermesini**; **açık oranının ise %1,5** ile, dış denge kırılganlığı açısından rahat görünümünü korumasını bekliyoruz. Bu tahminimizde, küresel ekonomi ve genel petrol piyasası görünümüne yönelik beklentiler çerçevesinde, **enerji fiyatlarının ilimli kalacağı varsayımının** bulunduğunu da belirtmek isteriz. Geçen yıl 82 dolar/varil seviyesinde gerçekleşen ortalama Brent petrol fiyatlarının bu yılı da -yıl sonuna kadar mevcut seviyelerinde dalgalanma göstermesi halinde- 80 dolar/varil ile yakın seviyede tamamlamasını; 2025 yılında ise küresel ekonomik zayıflıkların ve Trump politikalarının baskısı altında 76 dolar/varil seviyesine gerilemesini devam ettirmesini bekliyoruz. Küresel yavaşlamanın öngörülenden sert gerçekleşmesi bu tahminde aşağı yönlü riskleri beraberinde getirirken; küresel jeopolitik tansiyonun ciddi seviyelere tırmanması yukarı yönlü risklere de yol açabilecektir.

Bu yıl cari açıktaki görülen düşüğe ek olarak; Hazine'nin Eurotahvil borçlanmaları ve yabancı yatırımcıların DİBS alımları başta olmak üzere portföy yatırımları ile bankaların kısa ve uzun vadeli borçlanmalarının desteğine karşılık, yurt içi bankaların yurt dışı muhabirlerindeki mevduatlarda artış ve dokuz ayda 20,7 milyar dolar gibi önemli seviyeye işaret eden kaynağı bilinmeyen ve 'net hata ve noksan' kaleminde görülen çıkış nedeniyle, **resmi rezervlerin geçen yıl sonuna göre 4,1 milyar dolarlık düşüş gösterdiğini** görüyoruz. Aynı dönemde altın rezervlerinin ise 15 milyar dolar civarında yükseliş gösterdiğini izliyoruz. Döviz rezervlerinin gelişiminde, yılın ilk dört ayında 25,1 milyar dolara yakın azalış gözlenmesine karşın, takip eden dönemde 21 milyar dolara yakın artışla önemli oranda dengeleyici bir süreç öne çıkıyor.

**2025 yılına dair cari açık finansmanına yönelik projeksiyonlarımız da**, portföy girişlerinin son iki yıla benzer ılımlı kalması halinde bile, cari açığın da öngörüler dahilinde ılımlı kalması koşuluyla, **rezervlerde güçlenme eğiliminin** ağırlıklı hissedilebileceğine işaret ediyor. Aslında, bu yıl 1 ve 2 kademe arasında artırımlarına konu olan **ülke kredi notumuzun**, hala yatırım yapılabilir seviyenin 3 ve 4 kademe altında olduğu dikkate alınacak olursa, izlenen makro ekonomik ve finansal istikrar politikalarının beklenen kalıcı olumlu yansımalarının gözlenmeye başlaması durumunda portföy girişlerinin daha belirgin düzeyde gerçekleşebileceğinin de altını çizmek isteriz.

Dış Finansman İhtiyacı ve Finansman Kaynakları* (Milyar \$)				
(Milyar \$)	2023	Ock-Eyl'24	2024T	2025T
<b>TOPLAM FİNANSMAN İHTİYACI**</b>	<b>84.9</b>	<b>35.4</b>	<b>59.6</b>	<b>73.7</b>
Cari Açık	40.5	5.3	14.0	23.5
Finans dışı kesimin uzun vadeli borç geri ödemesi	16.6	9.4	12.5	13.0
Bankaların uzun vadeli kredilerinin geri ödemeleri	21.9	15.2	23.5	24.5
Euro tahvil geri ödemesi	5.8	5.5	9.6	12.7
<b>FİNANSMAN KAYNAKLARI</b>	<b>84.9</b>	<b>35.4</b>	<b>59.6</b>	<b>73.7</b>
Finans dışı kesimin uzun vadeli borçlanması	16.5	11.0	14.5	15.5 %7 yıllık artış, %119 borç çevirme oranı
Bankaların uzun vadeli borçlanması	25.4	22.5	35.0	39.0 %11 yıllık artış, %159 borç çevirme oranı
Bankaların kısa vadeli net borçlanması	4.2	8.7	12.0	13.0
Doğrudan yatırımlar (net)	5.0	3.4	5.5	6.0
Euro tahvil borçlanma	10.7	6.9	10.4	13.0
Net hata ve noksan	-14.1	-20.7	-18.0	-10.0
Portföy yatırımları - Euro tahvil hariç (net)	3.3	14.1	11.7	9.7
Kısa vadeli ticari kredilere ait borçlanma (net)	7.5	-2.2	-2.5	0.0
Uzun vadeli ticari kredilere ait borçlanma (net)	0.2	0.2	0.3	0.3
Genel hükümet uzun vadeli borçlanma (net)	0.7	0.1	0.5	1.0
Finans dışı kesimin kısa vadeli borçlanması (net)	1.5	0.4	1.0	1.5
Diğer yatırımlara ait varlıklar (net)	-0.05	0.05	0.10	0.00
Döviz mevduatları	23.5	-9.4	-7.0	0.0
Diğer yükümlülükler (net)	-1.2	-3.8	-5.0	-2.0
<b>REZERVLER ***</b>	<b>2.0</b>	<b>4.1</b>	<b>1.1</b>	<b>-13.3</b>

\* Genelde dengeye yakın seyreden borç kalemleri hesaba katılmamıştır.

\*\* TCMB'nin yeni veri sunumunda açıklanmaması nedeniyle, kısa vadeli ticari geri ödemelerini içermemektedir.

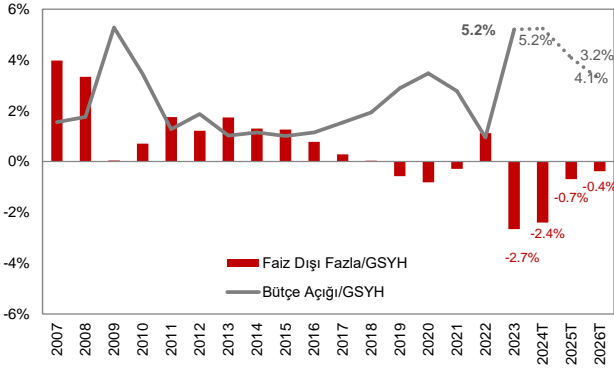
\*\*\* "Eksi" ("artı") rakam rezervlerde artışa (azalışa) işaret etmektedir.

Kaynak: TCMB, Global Menkul Araştırma

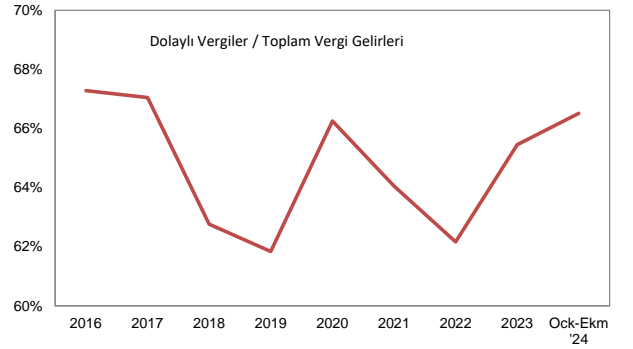
## MALİYE POLİTİKASI: Bütçede azalan yükler ve mali disiplin yansımaları

**Bütçe dengeleri** bilindiği gibi, **2011-2018 döneminde**, %1-2 aralığında sınırlı kalan bütçe açığı oranı ve ağırlıklı olarak %1'lerde oluşan faiz dışı fazla oranıyla, oldukça güçlü bir görünüm sunmuştu. Ancak, pandeminin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmaya yönelik kapsamlı önlemlerin de uygulandığı **takip eden üç yıllık dönemde** bütçe açığı %3 civarına bir hızlanma gösterirken; faiz dışı denge de 'eksi' bölgeye geçti. Her ne kadar **2022 yılında**, güçlü büyüme ortamında, bütçe harcamalarına kıyasla gelirlerde sağlanan olumlu performansla, bütçe açığı tekrar %1 seviyesine gerilemiş ve faiz dışı denge de %1,1 ile 'fazla' verir konuma geçmiş olsa da; **2023 yılında yaşanan deprem afetiyle** ilgili yapılan harcamalara ek olarak, kamu çalışanlarının maaşlarında artışlar ve emekliliğe hak kazanma koşullarına yönelik düzenlemeler, cari transferler ve Hazine yardımları bütçe harcamalarının yükünü ciddi ölçüde artırmıştır. **Son iki yıldır** bütçe gelirlerinde ise, önemli bileşenlerden gelir vergisi ile KDV ve ÖTV gibi vergi kalemlerinin katkısına karşılık, kurumlar vergisindeki artışın ılımlı kaldığı gözleniyor.

Böylece 2023-2024 döneminde, **bütçe açığı oranı %5 seviyesine ulaşmış** (2023'te %5,2; 2024 tahminimiz de %5,2); **faiz dışı denge de 'açık' tarafında %2 seviyesini aşmış görünüyor** (2023'te %2,7; 2024 tahminimiz %2,4). Bu yılın 10 aylık döneminde, faiz dışı harcamalarda yıllık bazda %79 ve faiz ödemelerinde de %95'lik artışlar yaşanırken; vergi gelirlerinde yükseliş %70 seviyesinde kalmıştır. Faiz dışı harcamalarda; personel ödemeleri, İşsizlik Sigorta Fonu'na transferler, sosyal güvenlik kuruluşları, mahalli idareler ve DFİF ilintili Hazine yardımları, kar amacı gütmeyen kuruluşlara transferler, fon payları, sermaye giderleri gibi kalemlerde yıllık artış oranları dikkat çekici seviyede beliriyor. Gelirler tarafında ise, gelir vergisindeki yıllık artış %120'ye ulaşırken; kurumlar vergisinde %37'de kalıyor. Dahilden ve ithalatta alınan KDV gelirlerindeki artışlar sırasıyla %97 ve %48 olurken; ÖTV gelirlerindeki artış %60 seviyesinde.



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Global Menkul Araştırma



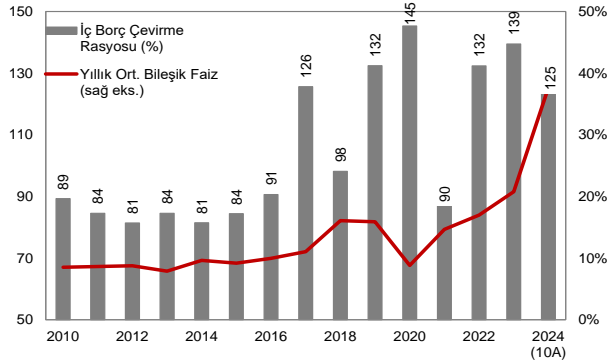
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Global Menkul Araştırma

Vergi gelirlerinin dağılımında ise, **dolaylı vergiler ağırlıklı kısmı oluşturmaya** devam ederken; 10 aylık dönemde toplam vergi gelirlerindeki payı %66,5 ile geçen yılın aynı döneminde kaydedilen %67,8'in altında kalmakla birlikte, 2017 yılından sonra en yüksek seviyeye işaret ediyor. Dolaysız vergilerin payının arttığı daha sağlıklı bütçe tablosuna ulaşmada, son dönemde yoğun olarak gündemde yer alan gelir dağılımını iyileştirme odaklı vergi düzenlemelerinin etkin uygulanmasının katkısı önemli olacaktır.

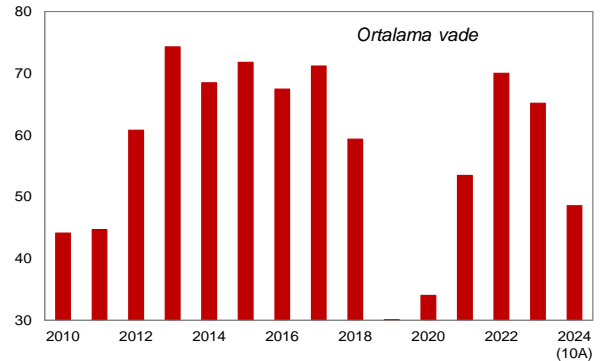
**2025 yılında maliye politikası görünümüyle ilgili olarak, deprem kaynaklı** olarak hasarların telafisi ve önlem amaçlı harcamaların azalan tutarda da olsa devam etmesi öngörüldürken; **deprem dışı harcamalarda, mali disiplinin ekonomik ve finansal istikrarı destekleyici bir çıpa olarak güçlendirilmesi** hedefi öne çıkıyor. Nitekim, bu yılın programında, depremlerde hasar gören bölgelerin ihyası ve yeniden imarı amacıyla 1.028 milyar TL ödenek öngörüldürken; 2025 yılı bütçesinde ödenek miktarının 416 milyar TL'ye indiğini takip ediyoruz.

**Küresel oynaklığın yüksek olmasını beklediğimiz 2025 yılında,** iç ekonomik ve finansal istikrar için mali disiplin çıpasının kritik önemine bağlı olarak, deprem dışı bütçe harcamalarının artış hızında da, enflasyon düşüşünün de etkisiyle, yavaşlama bekliyoruz. Bütçe gelirleri tarafında ise; **gelir dağılımını iyileştirici vergi düzenlemelerinin** kararlılıkla ve etkin uygulanmasının desteğine ek olarak, para politikasında dezenflasyon süreciyle uyumlu temkinli gevşemenin yardımıyla iç talepte gözlenebilecek ılımlı toparlanma doğrultusunda, bütçe dengesini iyileştirici bir gelişim gerçekleşebilir. Bu doğrultuda, **bütçe açığı oranının 2025'te %4,1'e, faiz dışı açık oranının da %2,4'ten %0,7'ye düşüş sergileyeceğini tahmin ediyoruz.**

Bütçe açığının finansmanında, iç borçlanma ana kalem olmaya devam etmekle birlikte; **iç borç geri çevirme rasyosu** 10 aylık dönemde, geçen yılın tamamına ait %139,5'in altında kalarak %125,4'e ılımlı gerilediğini izliyoruz. Hazine **iç borçlanmasının ortalama maliyetinin** de aynı dönemler için %20,77'den %37,66'ya yükselişini sürdürdüğünü (2020'de %8,82'ye inen söz konusu gösterge son dört yıldır yükseliş trendinde); **ortalama vadenin** de 65 aydan 48 aya kısaldığını görüyoruz. Hatırlanacağı üzere, 2013-2017 döneminde ortalama olarak 70 ayın üzerinde olan borçlanma vadesi, 2018-2021 döneminde 44 aya gerilemiş; 2022-2023 döneminde ise 67 ayın üzerine çıkmıştır. Dezenflasyon sürecinin kalıcılığının tesis edilmesi durumunda, hem borçlanma maliyeti hem de ortalama vade iyileşme yönünde hareket edecektir.



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Global Menkul Araştırma



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

## MAKRO EKONOMİK TAHMİNLER

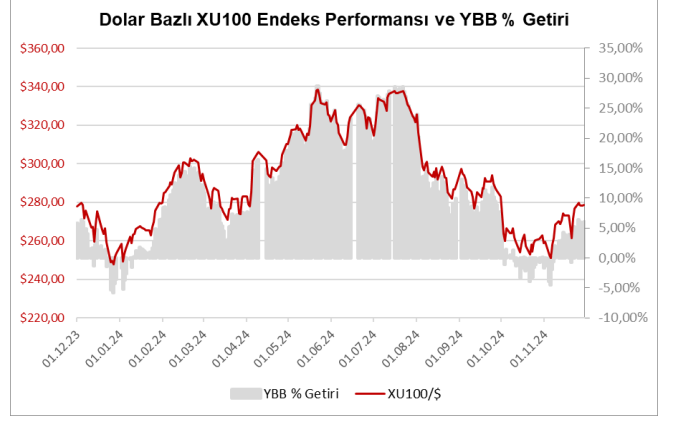
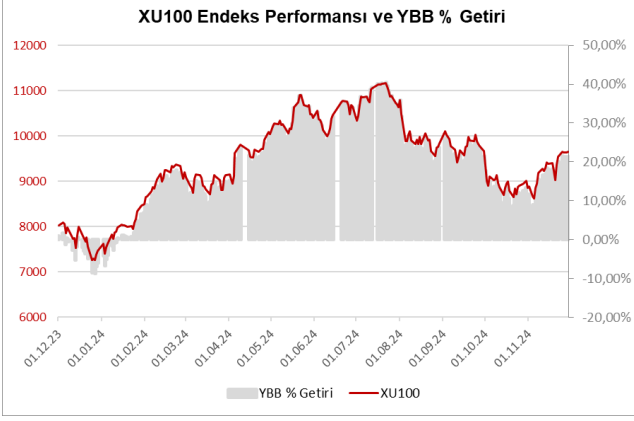
	Makro Ekonomik Göstergelere İlişkin Tahminler						
		Yeni Ekonomi Programı			Global Menkul Araştırma		
	2023	2024T	2025P	2026P	2024T	2025T	2026T
TÜFE Enflasyon (dönem sonu)	64.8%	41.5%	17.5%	9.7%	45.5%	27.5%	19.5%
Çekirdek Enflasyon (dönem sonu)	70.6%				48.5%	32.0%	24.0%
GSYH (Milyar TL)	26,546	44,218	61,540	72,915	43,747	62,017	80,623
GSYH (Milyar \$)	1,130	1,331	1,465	1,642	1,334	1,576	1,782
GSYH Büyüme	5.1%	3.5%	4.0%	4.5%	3.0%	3.1%	4.0%
GSYH Deflatör	68.2%	60.9%	33.9%	13.4%	60.0%	37.5%	25.0%
Cari Denge (Milyar \$)	-40.5	-22.0	-28.6	-25.6	-14.0	-23.5	-24.5
İhracat (Milyar \$)	255.6	264.0	279.6	296.1	262.5	275.0	290.0
İthalat (Milyar \$)	362.0	345.0	369.0	390.6	344.0	367.5	387.0
Cari Denge / GSYH	-3.6%	-1.7%	-2.0%	-1.6%	-1.0%	-1.5%	-1.4%
Politika Faizi (dönem sonu)	42.5%				47.5%	33.5%	29.0%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (dönem sonu)	25.1%				29.0%	25.5%	22.0%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (ort)	18.1%				28.2%	27.0%	23.8%
USD/TRY (dönem sonu)	29.44				35.00	44.00	46.00
USD/TRY (ortalama)	23.49	33.22	42.01	44.41	32.80	39.35	45.25
Bütçe açığı / GSYH	5.2%	4.9%	3.1%	2.8%	5.2%	4.1%	3.2%
Faiz dışı fazla / GSYH	-2.7%	-1.9%	0.03%	0.3%	-2.4%	-0.7%	-0.4%

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Global Menkul Araştırma



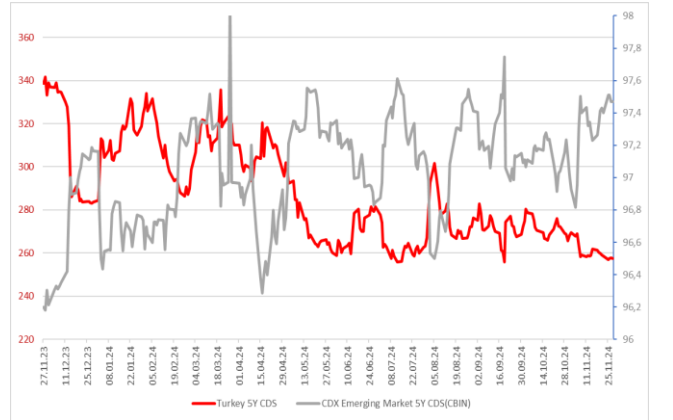
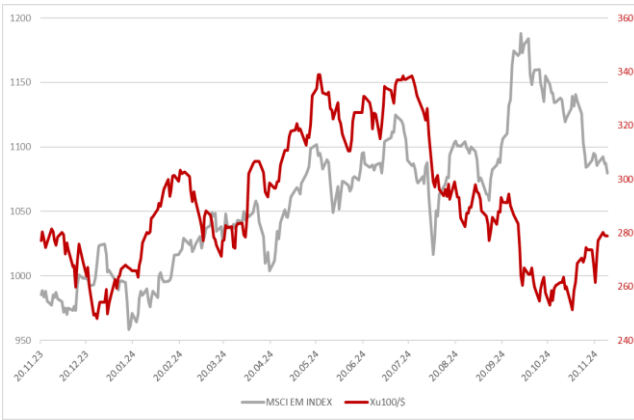
# PİYASA GÖRÜNÜMÜ

## BİST: Politika yansımaları altında farklılaşan piyasa eğilimleri

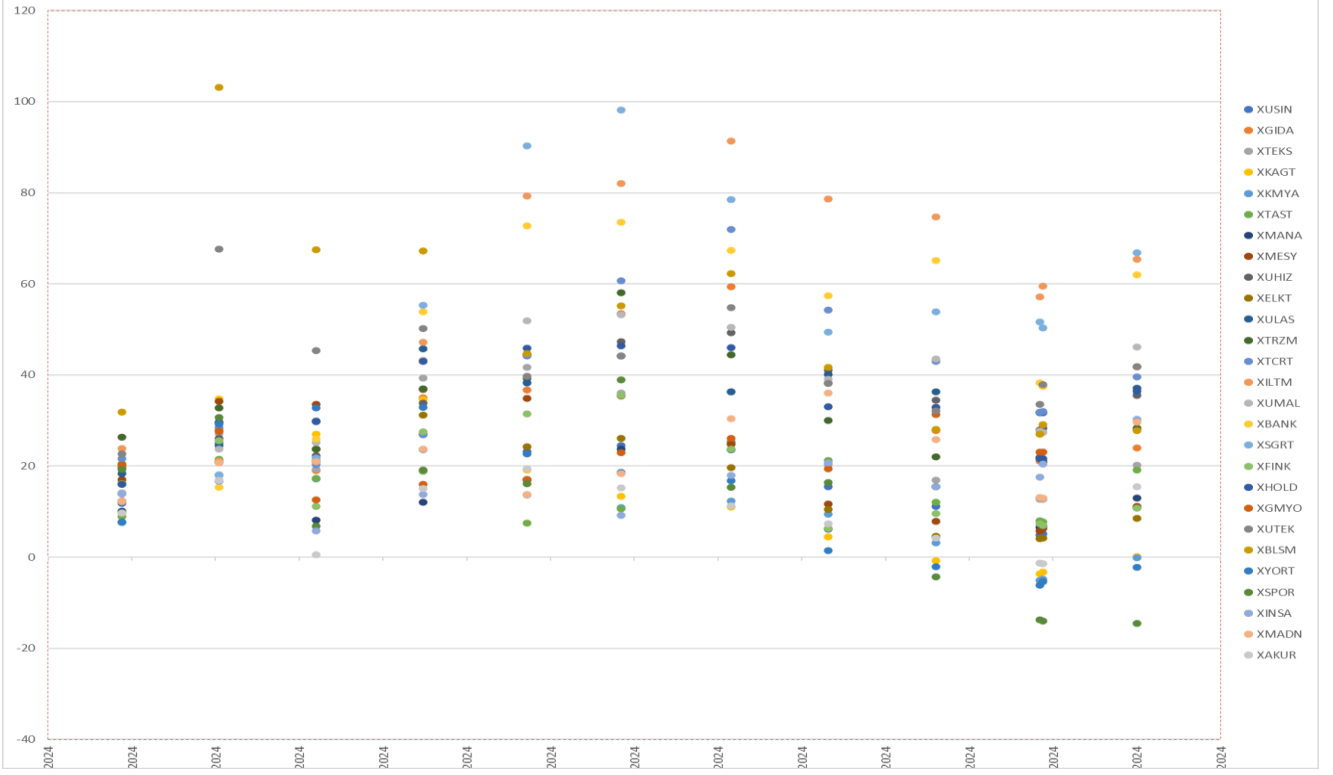


2023 yılını 7.470 seviyesinde tamamlayan BIST100 endeksi, **2024 yılına hızlı bir başlangıç yapmış**; 31 Mart yerel seçimleri öncesinde %26,5 yükselişle 9.450 seviyesinde zirve tazelemiştir. Seçim belirsizliğinin geride kalması ile Nisan ayında yükselişine devam eden endeks, 11.088 ile 2023 sonuna göre %48,4 prim yapmış ve daha sonra dinlenme sürecine girmiştir. Haziran ayında 10.000 seviyesi üzerinde kalıcı olduğunu gösteren endeks, Temmuz ayında son bir yükselişle **11.252 zirvesini görmüş**; yıl içinde %49,56 prim yapmayı başarmıştır. Fakat daha sonra parasal sıkılaştırma odaklı ekonomi politikalarının etkisinin reel sektörde giderek artan oranda hissedilmesi ve bu durumun 3Ç/4Ç beklentilerine olumsuz yansımaları ile, Temmuz ayının sonlarına doğru düşüş kaydetmeye başlayan endeks, 8.566 seviyelerine kadar geri çekilme göstermiş; bu süreçte sene başından beri getiri %14,70 seviyesine kadar düşmüştür. Sene başından beri gösterdiği performans sonrasında bu geri çekilme ile %25 oranında makul bir düzeltme gerçekleştiren endeksin **Kasım başından beri gösterdiği toparlanma hareketinin, yıl sonuna kadar bir dengelenme içinde korunmasını bekliyoruz**. 2025 yılında küresel politikadaki değişim ile içeride makro ekonomik güçlenme ve politikalarda beklenen etkisi doğrultusunda, **BIST100 için 12 aylık hedef fiyat tahminimizi 13.450 seviyesinde oluşturuyoruz**.

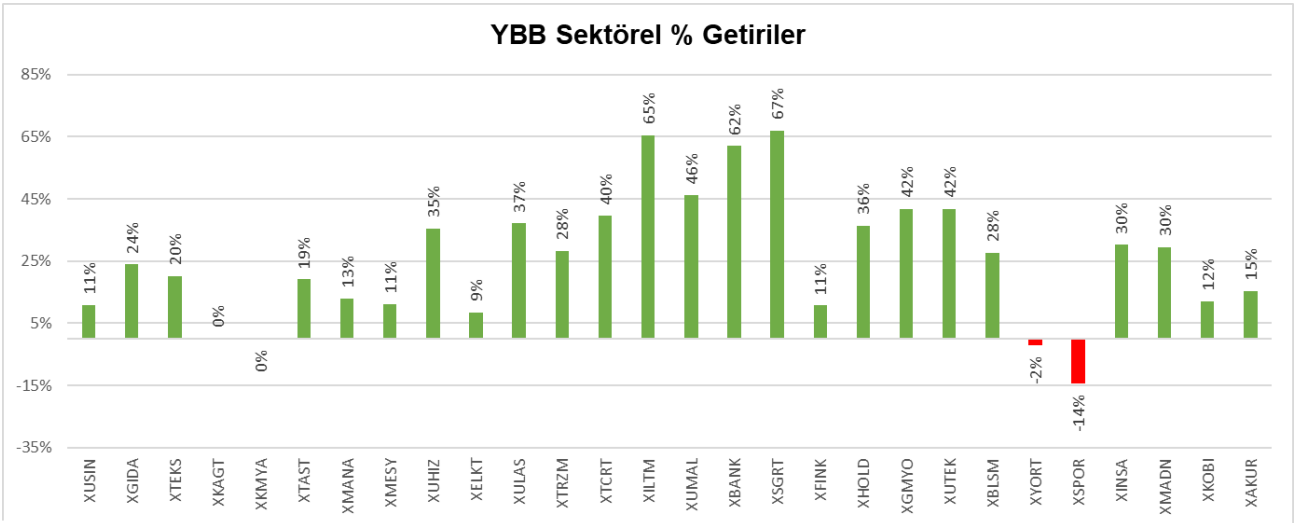
Sene başından bugüne %17,5 gibi önceki senelere göre sınırlı artış gösteren dolar kuru nedeni ile endeksin dolar bazlı görünümü de TL grafiklere benzerlik göstermektedir. Yılın ilk yarısında dolar bazlı %33,4 getiri ile gelişmekte olan ülke endeksleri arasında pozitif ayrışan BIST100 endeksi, yılın ikinci yarısında neredeyse tüm getirisini geri vermiş, bir ara %1,05 eksiye geçmiştir. Ancak, yılın sonuna yaklaşılmaları ile oluşan pozitif ayrışma dikkat çekmektedir.



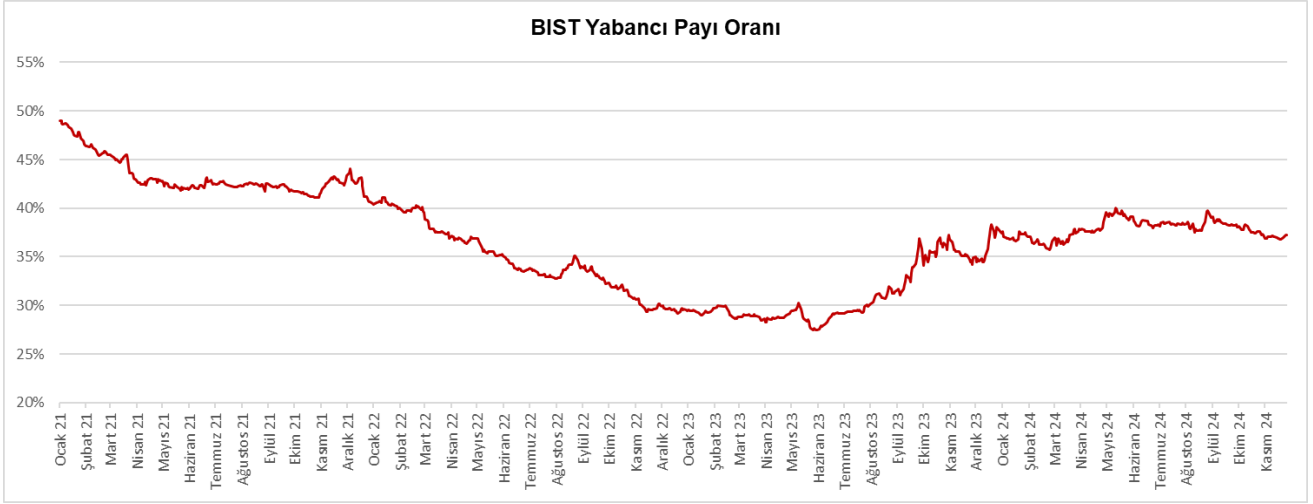
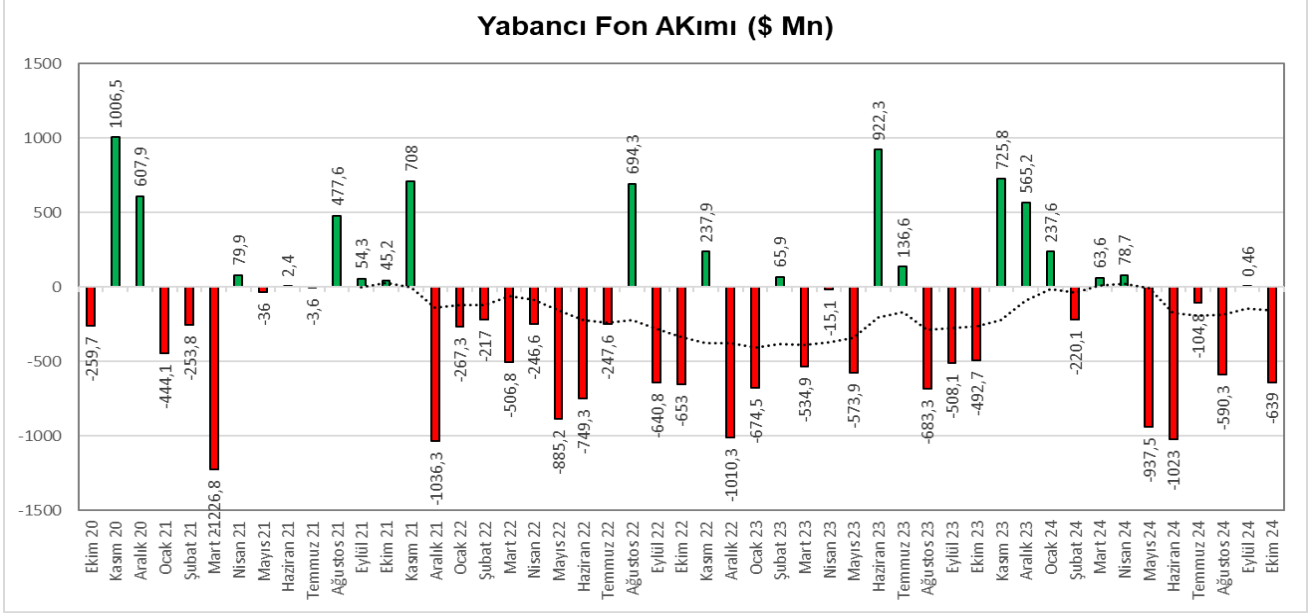
## BİST: İletişim, Sigortacılık ve Bankacılık



Yılın ilk iki ayında XBLSM bilişim ve XUTEK teknoloji sektör endeksleri pozitif ayrışma gösterirken; Mayıs ve Haziran aylarında XSGRT sigortacılık, XILTM iletişim, XBANK bankacılık alt sektör endeksleri ön plana çıktı. Yılın ikinci yarısından itibaren tüm alt sektör endekslerinde kayıplar gerçekleşirken, bu üç sektör endeksinin göreceli daha iyi performansı ise dikkat çekti. Sonrasında yaşanan toparlanma sürecinde de, yine bu üç sektör endeksi ve ardından XGMYO gayrimenkul yatırım ortaklığı, XUTEK teknoloji sektörlerinin öne çıktığını izliyoruz.



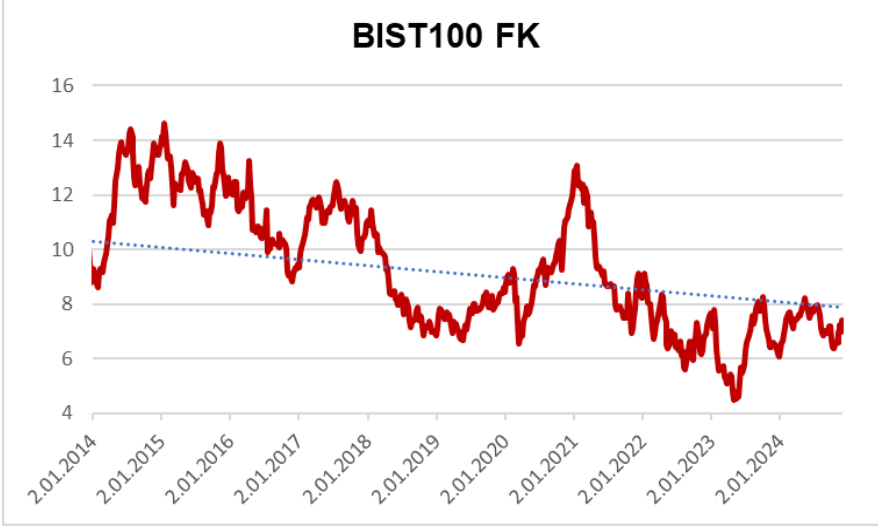
## Yabancı Fon Akımı : BİST'e yabancı ilgisinde artış öngörüsüyle yeni dönemi beklerken..



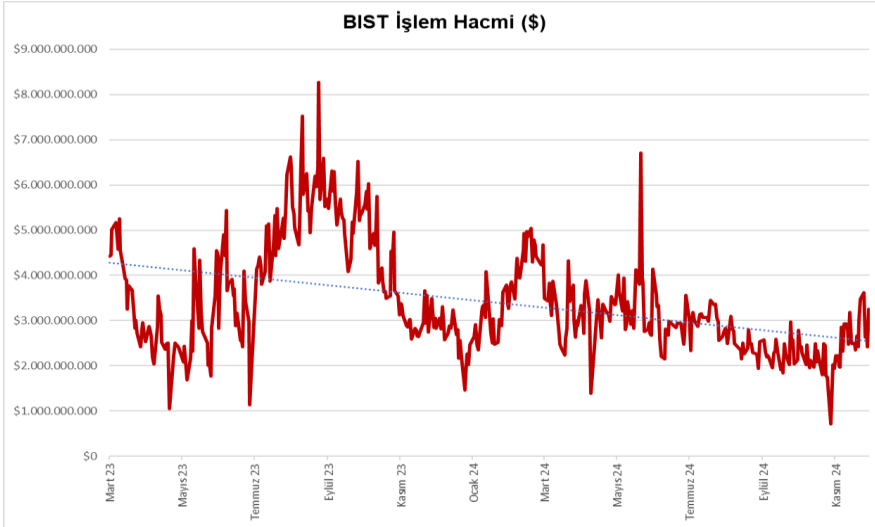
2023 yılının sonuna doğru Borsa İstanbul'a artan **yabancı ilgisinin**, ekonomi yönetiminin - **ülke kredi notumuzda artışların** da eşlik ettiği - etkin politika uygulamaları ve uluslararası görüşmelerine karşın, 2024 yılında ivmesini sürdürmediği görüldü. 2024 yılının 7 ayında 2,5 milyar dolar kadar yabancı çıkışı gerçekleşti. BİST'in bu dönem sonrasında gösterdiği zayıf performansta, bu alanda azalan beklentilerin de etkili olduğu gözlemlendi. Endekste Kasım başından itibaren kaydedilen toparlanma hareketinde ise yabancı oranı artış göstermedi. Son verilerde, yabancı oranının %37,25 ile, 2023 sonundaki %37'ye oldukça yakın olduğunu izliyoruz (Mayıs ve Ağustos ayı sonunda bu oran %40'a ulaşmıştı).

Ancak, kararlılıkla uygulanan ekonomi politikalarının temel dinamikler üzerinde arzu edilen sonuçlarının, 2025 yılında **dezenflasyon süreci** başta olmak üzere kalıcı olarak gözlenmeye başlanması durumunda, **ülke kredi notumuzda 'yatırım yapılabilir' kademeye doğru yükselişin devamı mümkün olabilecektir**; bunun da kümülatif etkisini yabancı yatırımcıların BİST'e artan ilgisinde görebileceğimize inanıyoruz.

## BİST: BIST100 Fiyat / Kazanç Oranı ve İşlem Hacmi (\$)



**BIST100 F/K oranı**, BIST100 endeksine dahil olan şirketlerin hisselerinin piyasa değerinin, o şirketlerin son 12 aylık net karına oranını ifade eder. Bu oran, şirketlerin piyasa değerlerinin ne kadar pahalı veya ucuz olduğunu gösteren önemli bir gösterge olarak ele alınır ve genel olarak Türkiye ekonomisinin makroekonomik koşullarına ve siyasi/jeopolitik risklere bağlıdır. **BIST100 cari F/K rasyosu son olarak 7,40x civarında olup 10 yıllık ortalamasına (10,17x) kıyasla %27 iskontoludur.**



Borsa İstanbul'da 2023 Eylül ayından beri azalan şekilde işlem hacmi düşmektedir. İşlem hacminde kalıcı artış, önümüzdeki dönemde daha pozitif bir piyasanın ilk sinyali olacaktır.

## 2025 STRATEJİ: Politika yansımalarının olumluya dönmesiyle pozitif ayrışma

Ortaya çıkan bu makro ekonomik görünüm ve küresel konjonktür ile 'faiz indirimi' öngörüsü odaklı **2025 stratejimizde;**

- ✓ bankacılık, GYO, çimento, enerji, demir çelik, otomotiv ve savunma

**beğendiğimiz sektörler** olarak öne çıkarken;

- ✓ daha düşük faiz ortamı, faiz marjında iyileşme, reel olarak istikrarlı kur görünümü, belirleyici küresel ekonomilerde eğilim/öngörü/ekonomi politikaları, ihracat pazarlarında görünüm ve cazip çarpanlar

**tercihlerimizi belirleyici ana unsurlar** olmaktadır.

BİST100 endeksi için **12 aylık hedef fiyatımızı 13.450** olarak belirlerken; bu seviye **%39'luk getiri potansiyeline** işaret etmektedir.

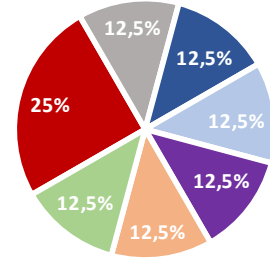
2025 yılı için **Uzun Vadeli Model Portföyümüzde en beğendiğimiz hisseleri** ise

- ✓ GARAN, VAKBN, ASELS, ASTOR, CIMSA, EKGYO, FROTO, EREGL

şeklinde belirliyoruz.

Öne Çıkardığımız Hisse Senetleri				
Hisse	Piyasa Değeri (mn TL)	Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Pot.
GARAN	509.460	120.50	167.90	39%
VAKBN	230.644	23.18	30.70	32%
ASELS	321.708	69.45	97.70	41%
ASTOR	93.413	94.70	150.80	59%
CIMSA	37.597	40.50	55.60	37%
EKGYO	46.474	12.66	16.40	30%
FROTO	337.751	967.00	1.508.00	56%
EREGL	177.240	25.78	33.40	30%

Kaynak: Global Menkul Araştırma



Bankacılık Gayrimenkul Çimento - Beton Demir Çelik  
Otomotiv Enerji Savunma



# UZUN VADELİ MODEL PORTFÖYÜMÜZ

## GARAN (AL, HF: 167,90 TL - Getiri Potansiyeli: %39)

2025 yılında Garanti Bankası'nın öne çıkmasında etkili olacak özellikler arasında, net faiz marjında (NİM) iyileşme, güçlü faiz dışı gelirler ve sağlam risk yönetimi politikaları yer alıyor. Banka, perakende kredi segmentinde güçlü konumlanmayla faiz gelirlerini artırma potansiyeline sahip bulunuyor. Ayrıca, faiz dışı kaynaklardan elde edilen gelir artışının, bankanın karlılığını destekleyen ana unsurlardan biri olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Özellikle, komisyon gelirlerinde beklenen artışlar ve ticaret faaliyetlerinden sağlanan gelirler, Garanti'nin gelir çeşitliliğini ve finansal istikrarını desteklemektedir.

Bankanın risk yönetimi yaklaşımı da önemli bir avantaj sağlamaktadır. Garanti'nin geçmiş yıllarda uyguladığı muhafazakar karşılık politikaları, varlık kalitesi ve kredi performansı üzerinde olumlu bir etki yaratıyor. Bu politikalar, özellikle belirsiz ekonomik koşullarda bankanın karşılaşılabileceği potansiyel zararları en aza indirme konusunda kritik bir rol oynamaktadır. Bankanın, aktif kalite yönetimindeki bu sağlam yaklaşımını sürdürerek piyasadaki dalgalanmalara karşı daha iyi bir koruma sağlamasını bekliyoruz.

Ayrıca, Garanti'nin swap maliyetlerine rağmen net trading gelirlerinde elde edilen olumlu sonuçlar, bankanın toplam kazancındaki dalgalanmalara karşı bir tampon görevi görerek, finansal sonuçların sürdürülebilirliğini artırıyor. Bankanın etkin ve yenilikçi stratejilerinin, 2025'te de finansal performansının güçlendirilmesine katkıda bulunacağına inanıyoruz.

Sonuç olarak Garanti Bankası'nın 2025 yılında, faiz indirim sürecinin de desteğiyle, karlılığını güçlendirmesini bekliyoruz. Banka, hem iç hem de dış piyasa koşullarına uyum sağlayarak, faiz ve faiz dışı gelirlerdeki artışlarla birlikte, karlılık ve piyasa pozisyonunu güçlendirecek stratejileri uygulamaya devam edecektir. Bu stratejiler, Garanti'nin uzun vadeli büyüme ve karlılık hedeflerine ulaşmasında önemli bir yere sahiptir. GARAN için 12 aylık hedef fiyatımız 167,90 olup, %39 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

### GARAN

Hedef Fiyat:

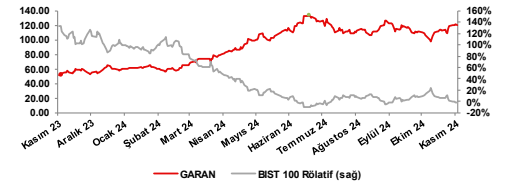
₺167.90

Getiri Potansiyeli:

39%

Hisse Fiyatı (TL):	120.50
Piyasa Değeri (mn TL):	506.100
Hisse Adedi (mn):	4.200.00
Fıllı Dolaşım Oranı (%):	14.00
Fıllı Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	70.854
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Banka

GARAN	GARAN	GARAN	GARAN	GARAN
	2023/09	2024/09	2024/12	2025/12
Net Faiz Geliri (mn TL)	50,948	70,738	101,838	173,124
Net Kar (mn TL)	57,577	66,934	94,552	156,762
Öz Sermaye Karlılık Oranı	44.8%	37.4%	32.4%	38.3%
F/K	2.9	5.2	4.6	3.0
PD/DD	1.0	1.7	1.5	1.1



## VAKBN (AL, HF: 30,70 TL - Getiri Potansiyeli: %32)

VakıfBank'ın, gelişmiş marj yönetimi, kredi büyümesinde sağlamlık ve faiz dışı gelirlerdeki artış ile bankacılık sektörü hisseleri arasında öne çıktığını düşünüyoruz. Yılın 3Ç'i itibarıyla banka, net faiz marjı ve TL kredi-mevduat makasında gözle görülür bir iyileşme kaydederek finansal performansını güçlendirmiştir. Bu iyileşme, TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü üzerinden yapılan konservatif enflasyon tahminleri ile desteklenmiştir.

Banka, KOBİ ve ticari kredilerdeki büyüme ile portföyünü çeşitlendirerek piyasadaki konumunu sağlamlaştırmıştır. Komisyon gelirlerindeki artış, faiz dışı gelir kaynaklarını güçlendirdiğini ve bu alanda faaliyetlerini genişlettiğini; sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları da, sermaye yapısının sağlamlığını ve dayanıklılığını göstermektedir.

Bankanın sürdürülebilir bankacılık ve çevre dostu kredi ürünleri gibi yenilikçi yaklaşımı, müşteri tabanını genişletme ve piyasa konumunu güçlendirmede önemli avantaj sağlamaktadır. Bu stratejiler, VakıfBank'ın uzun vadeli büyüme ve karlılık hedeflerine ulaşmasında kritik rol oynamaktadır. Banka, dijitalleşme ve teknolojik gelişmeleri entegre ederek operasyonel verimliliği ve müşteri memnuniyetini artırmaya devam edecektir.

2025 yılında bankanın, faiz indirimleri ile net faiz marjlarında ve yurt içi kredi büyümesinde güçlü performans sergilemesini öngörüyoruz. Ayrıca, KKM'lerin çözülmesiyle TL varlıklara dönüşüm sürecindeki baskıların azalması, bankanın karlılığını olumlu yönde etkileyecektir. Uluslararası fonlama ve çeşitlendirilmiş finansman kaynakları kullanımındaki artış da, bankanın finansal istikrarını ve büyüme potansiyelini desteklemektedir. Faiz indirimlerinin ise, özellikle konut ve tüketici kredileri gibi faize duyarlı alanlarda kredi hacmini artırarak genel kredi büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz. Sonuç olarak, VakıfBank'ın 2025 yılında sektörde öne çıkmasını sağlayacak temel özellikleri; marj yönetimindeki başarıları, faiz dışı gelirlerdeki artış, kredi portföyünde sağlanan büyüme ve maliyet yönetimi konularında atılacak stratejik adımlar olarak öngörüyoruz. VAKBN için 12 aylık hedef fiyatımız 30,70 TL olup, %32 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

### VAKBN

Hedef Fiyat:

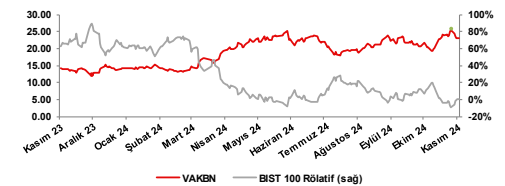
₺30.70

Getiri Potansiyeli:

32%

Hisse Fiyatı (TL):	23.18
Piyasa Değeri (mn TL):	229.851
Hisse Adedi (mn):	9.915.92
Fıllı Dolaşım Oranı (%):	6.00
Fıllı Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	13.791
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Banka

VAKBN	VAKBN	VAKBN	VAKBN	VAKBN
	2023/09	2024/09	2024/12	2025/12
Net Faiz Geliri (mn TL)	23,362	56,117	86,790	171,845
Net Kar (mn TL)	15,023	27,214	42,056	91,998
Öz Sermaye Karlılık oranı	19.2%	21.0%	21.4%	34.9%
F/K	6.1	6.2	5.2	2.7
PD/DD	0.9	1.1	0.9	0.7



## ASELS (AL, HF: 97,70 TL - Getiri Potansiyeli: %41)

Aselsan, Türkiye'nin önde gelen savunma sanayii şirketleri arasında yer almakta ve dünya genelinde savunma sektöründe önemli bir konuma sahip bulunmaktadır. Aselsan, dünya savunma sanayinde 42. sıraya yükselmiş durumdadır. Devam eden jeopolitik tansiyonlar ile savunma harcamalarının global çapta artış göstermesi de, şirketin büyümesine ivme kazandırmaktadır.

Aselsan'ın 2024'te imzaladığı 5 milyar dolarlık yeni sözleşmeler ile 2024 3Ç raporuna göre 12.6 milyar TL olan backlog, şirketin gelecekteki büyüme potansiyelini ve piyasadaki güçlü konumunu göstermektedir. Ayrıca, radar ve mühimmat akıllandırma gibi yüksek kar marjına sahip alanlarda pazar payını artırma hedefi, şirketin karlılık perspektifini daha da güçlendirmektedir.

Şirket, büyük ve uzun vadeli projelerin dışında; telsiz, sinyalizasyon gibi küçük ve kısa teslim süreli işlerle de, sürdürülebilir bir nakit akışı sağlama stratejisine sahiptir. Bu yaklaşım, büyük projelerin getirdiği finansal yükü dengelemekte ve şirketin likiditesini korumaktadır. Ayrıca, Aselsan'ın ihracat performansındaki artış ve seri üretime geçiş planları da nakit akışındaki büyümeyi destekleyecek önemli unsurlar arasında bulunmaktadır.

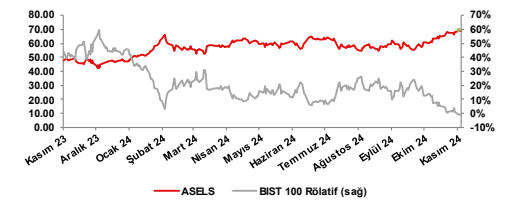
Bu bağlamda, Aselsan'ın 2030 yılına kadar dünyanın en büyük 30 savunma şirketi arasına girmeyi hedeflemesi, şirketin uzun vadeli büyüme ve başarı hedeflerine olan bağlılığını ortaya koymaktadır. Yüksek büyüme potansiyeli, sürdürülebilir iş modeli ve stratejik pazar konumlanmasıyla ön plana çıkan ASELS için 12 aylık hedef fiyatımız 97,70 TL olup, %41 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

### ASELS

**Hedef Fiyat:** **₺97.70**  
**Getiri Potansiyeli:** **41%**

Hisse Fiyatı (TL):	69,45
Piyasa Değeri (mn TL):	316,692
Hisse Adedi (mn):	4,560,00
Fıllı Dolajım Oranı (%):	26,00
Fıllı Dolajım Piyasa Değeri (mn TL):	82,340
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	İletişim ve Savunma

ASELS	ASELS 2023/09	ASELS 2024/09	ASELS 2024/12	ASELS 2025/12
HASILAT (mn TL)	53,063	60,716	111,716	167,574
BRÜT KAR (ZARAR) (mn TL)	14,850	18,771	34,771	54,850
Marj	28%	31%	31%	33%
FAVÖK (mn TL)	12,714	14,396	27,396	41,852
Marj	24%	24%	25%	25%
DÖNEM KARI (ZARARI) (mn TL)	4,357	6,075	11,275	18,415
Marj	8%	10%	10%	11%



## ASTOR (AL, HF: 150,80 TL - Getiri Potansiyeli: %59)

2025 yılında Astor'un yenilenebilir enerji yatırımları ve kapasite artırma planları ile gelir ve karlılıkta önemli artışlar sağlanmasını beklemekteyiz. Astor Enerji'nin büyüme stratejisi, yenilenebilir enerji yatırımlarının artması ve transformatör ihtiyacının yükselmesine odaklanıyor. Şirket, çevresel kaygılar ve enerji dönüşümü trendlerini lehine kullanarak operasyonel gelirlerini artırmayı hedefliyor. Uluslararası Enerji Ajansı'nın raporuna göre, küresel yenilenebilir üretim kapasitesinin 2030'a kadar ciddi bir artış göstermesinin beklendiğini biliyoruz. Bu durumun, transformatör talebini direkt etkileyerek, Astor'un gelirlerine de olumlu yansımaları beklenebilir.

Şirketin uluslararası pazardaki varlığı da dikkat çekiyor. Astor, 90'dan fazla ülkede faaliyet göstermektedir. Bu geniş coğrafi yayılım, şirketin jeopolitik risklere karşı korunmasına ve istikrarlı gelir akışı sağlamasına yardımcı oluyor. Şirket, özellikle Avrupa'da büyüme fırsatlarını değerlendirilmektedir. İspanya'da satış sonrası hizmetler için yeni yapılanmalar planlayarak gelirlerini artırma hedefinde olduğunu görüyoruz.

Aynı zamanda, Astor'un mali yapısı da güçlü bir görünüme işaret ediyor. Güçlü net nakit pozisyonuna sahip olan şirketin, borç düzeyleri de yönetilebilir seviyelerde bulunuyor. Bu finansal sağlamlık, yurt içi ve yurt dışı yatırımlar için şirkete avantaj sağlamaktadır.

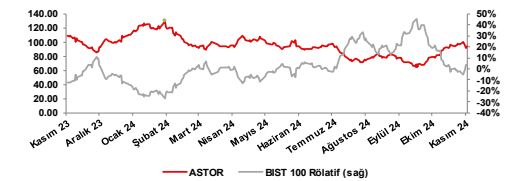
Son olarak şirketin yatırım teması, teknolojik ilerlemelere adaptasyonu da içeriyor. Özellikle dijitalleşme ve elektrifikasyon trendleri doğrultusunda, Astor'un ürün ve hizmetlerini geliştirmesi, pazardaki rekabetçiliğini artırıyor. Elektrikli araçların yaygınlaşması ve şarj istasyonu ihtiyacının artması gibi dinamikler, şirketin stratejik yatırımlarını şekillendirerek operasyonel karlılığına katkı sağlamaktadır. ASTOR için 12 aylık hedef fiyatımız 150,80 TL olup, %59 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

### ASTOR

**Hedef Fiyat:** **₺150.80**  
**Getiri Potansiyeli:** **59%**

Hisse Fiyatı (TL):	94,70
Piyasa Değeri (mn TL):	94,511
Hisse Adedi (mn):	998,00
Fıllı Dolajım Oranı (%):	28,00
Fıllı Dolajım Piyasa Değeri (mn TL):	26,463
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Elektrik Malzemeleri

ASTOR	ASTOR 2023/09	ASTOR 2024/09	ASTOR 2024/12	ASTOR 2025/12
HASILAT (mn TL)	15,888	18,538	25,471	35,278
BRÜT KAR (ZARAR) (mn TL)	6,558	7,133	10,176	14,629
Marj	41%	38%	40%	41%
FAVÖK (mn TL)	5,922	6,051	8,810	12,607
Marj	37%	33%	35%	36%
DÖNEM KARI (ZARARI) (mn TL)	2,362	3,467	6,197	9,581
Marj	15%	19%	24%	27%



## CIMSA (AL, HF: 55,60 TL - Getiri Potansiyeli: %37)

Çimsa'nın sürekli genişleyen global operasyonları ve yenilikçi sürdürülebilirlik projeleri nedeniyle öne çıkabileceğini tahmin ediyoruz. Şirket için 2025 yılının, stratejik hedeflerini ve genişleme planlarını destekleyecek gelişmeleri beraberinde getireceğini; özellikle daha düşük faizlerin öngörüldüğü ortamda, finansal giderlerini azaltarak operasyonel karlılığını artırmasına olanak tanıyacağını öngörüyoruz. Şirketin borçlanma maliyetlerinin düşmesi yatırım yapma kapasitesini artırırken; borç yükünü de daha uygun maliyetlerle yönetmesine yardımcı olabilecektir.

Faiz oranlarında düşüş aynı zamanda, Çimsa'nın ana pazarları olan inşaat ve altyapı sektörlerini de canlandırma olanağı tanıyacaktır. Finansman maliyetlerinin düşmesi, uygun maliyetli projelerin sayısının artıracak; inşaat sektöründeki canlanma da, çimento dahil inşaat malzemelerine olan talebi artırarak şirketin satış hacimlerini destekleyecektir.

Şirketin Mannok satın alması ve diğer global genişleme çabaları, özellikle döviz bazlı gelirlerini artırarak finansal dayanıklılığını güçlendirmiştir. Çimsa, son dönemde yaptığı bu tür stratejik hamlelerle ürün portföyünü çeşitlendirirken, yabancı para gelir payını artırmayı ve küresel pazardaki ayak izini genişletmeyi hedeflemektedir.

Ayrıca, Çimsa'nın enerji ve yakıt maliyetlerindeki proaktif yönetimi, maliyetlerde önemli iyileşmeler sağlamış ve kar marjlarını genişletmiştir. Şirket, alternatif yakıt kullanımı ve atık ısı geri kazanımı gibi sürdürülebilir enerji yatırımlarını artırarak maliyetlerini optimize etmeyi hedeflemektedir. Bu tür yatırımlar, operasyonel verimliliği ve çevresel sürdürülebilirliği desteklemektedir.

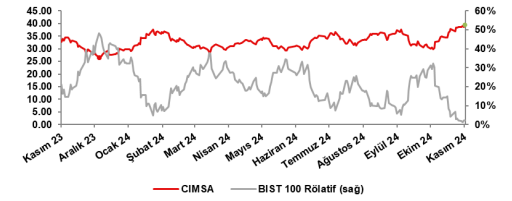
Çimsa'nın 2025 ve sonrası için odaklandığı bu stratejik alanlar, hisse performansını olumlu yönde etkileyebilecektir. Faiz indirimlerinden faydalanarak finansal yapıyı güçlendirmesi, global pazarlardaki konumunu sağlamlaştırması ve operasyonel maliyetlerini daha da optimize etmesi Çimsa'yı cazip kılmaktadır. CIMSA için 12 aylık hedef fiyatımız 55,60 TL olup, %37 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

### CIMSA

**Hedef Fiyat:** **₺55.60**  
**Getiri Potansiyeli:** **37%**

Hisse Fiyatı (TL):	40.50
Piyasa Değeri (mn TL):	38.296
Hisse Adedi (mn):	945.59
Fıllı Dolaşım Oranı (%):	45.00
Fıllı Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	17.233
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Çimento, Beton

CIMSA	CIMSA 2023/09	CIMSA 2024/09	CIMSA 2024/12	CIMSA 2025/12
HASILAT (mn TL)	20,022	18,490	24,640	28,650
BRÜT KAR (ZARAR) (mn TL)	3,690	4,386	6,136	7,350
Marj	18%	24%	25%	26%
FAVÖK (mn TL)	3,413	3,898	5,533	6,700
Marj	17%	21%	22%	23%
DÖNEM KARI (ZARARI) (mn TL)	1,900	3,305	4,531	5,695
Marj	9%	16%	17%	18%



## EKGYO (AL, HF: 16,40 TL - Getiri Potansiyeli: %30)

Emlak Konut GYO'nun 2025 yılı performansının; şirketin stratejik yatırımları, devlet teşvikleri ve yenilikçi gelir üretme modellerinin desteğiyle, güçlü gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Özellikle, kentsel dönüşüm projeleri ve arsa satışı karşılığı gelir paylaşımı modelleri, şirketin karlılık potansiyelini artırma yönünde kritik bir role sahip.

Emlak Konut GYO, demografik ve ekonomik büyümeden maksimum düzeyde yararlanmayı hedefleyerek, şehirleşme trendleri ve nüfus artışını stratejik planlamasına entegre etmektedir. Kentsel dönüşüm projeleri, sürdürülebilir büyüme stratejilerinin merkezinde yer almakta; toplumsal ve ekonomik katkı sağlamaktadır.

2024 üçüncü çeyreği itibarıyla toplam varlık değeri 177,3 milyar TL'ye ulaşan Emlak Konut GYO'nun, Net Aktif Değer (NAV) iskontosuyla, yeni projeler ve mevcut varlıkların değer artışı sayesinde yatırımcılar için cazip bir seçenek olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Önümüzdeki beş yıl için, Gelir Paylaşımı Modeli projelerinden 42,6 milyar TL kar elde etmeyi hedeflemekte olan şirket, özellikle orta ve üst gelir grubuna yönelik projeler geliştirerek yüksek kar marjları ve sürdürülebilir gelir akışları sunmaktadır. Bu, şirketin uzun vadeli finansal hedeflerine ulaşmasında önemli bir faktör olarak öne çıkmaktadır.

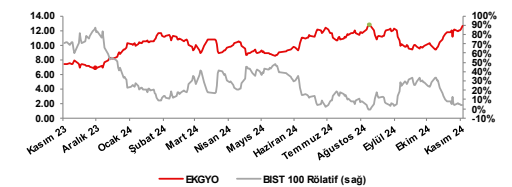
Sonuç olarak, Emlak Konut GYO'nun stratejik yönelimleri, yenilikçi iş modelleri ve makroekonomik koşulların olumlu desteğiyle, 2025 yılında olumlu bir performans sergilemesini ve sektördeki lider konumunu güçlendirmesini bekliyoruz. EKGYO için belirlediğimiz 12 aylık hedef fiyat 16,40 TL olup, %30'luk getiri potansiyeline işaret etmektedir.

### EKGYO

**Hedef Fiyat:** **₺16.40**  
**Getiri Potansiyeli:** **30%**

Hisse Fiyatı (TL):	12.86
Piyasa Değeri (mn TL):	48.108
Hisse Adedi (mn):	3.800.00
Fıllı Dolaşım Oranı (%):	51.00
Fıllı Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	24.535
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Gayrimenkul Yat. Ort.

EKGYO	EKGYO 2023/09	EKGYO 2024/09	EKGYO 2024/12	EKGYO 2025/12
HASILAT (mn TL)	28,856	16,301	25,101	35,141
BRÜT KAR (ZARAR) (mn TL)	6,331	5,038	9,038	14,260
Marj	22%	31%	36%	41%
FAVÖK (mn TL)	2,560	3,044	6,186	10,397
Marj	9%	19%	25%	30%
DÖNEM KARI (ZARARI) (mn TL)	(5,347)	3,046	4,931	9,357
Marj	-19%	19%	20%	27%



## FROTO (AL, HF: 1.508,00 TL - Getiri Potansiyeli: %56)

Ford Otosan'ın, 2025 yılında otomotiv endüstrisinde öne çıkmasını beklediğimiz kritik unsurlar doğrultusunda dikkat çekici bir konuma sahip olduğunu düşünüyoruz. İlk olarak, şirketin Türkiye tesislerindeki üretim kapasitesinin ciddi boyutta artırılması planlanıyor. 2024 sonunda 600-700 bin adet olan yıllık üretim kapasitesi, 2025'te 900.000'in üzerine çıkarılacak. Bu genişleme, 2 milyar euroluk yatırımla desteklenirken; Gölcük tesisinde Transit modelleri ile Yeniköy tesisinde 1-tonluk ticari araçların üretimi artırılabilecektir.

İkinci olarak, Ford Otosan'ın elektrifikasyon yolculuğunun, 2019 yılında Custom modelinin plug-in hibrit versiyonunun piyasaya sürülmesiyle başladığını ve şirketin bu yönde adımlarını hızlandırdığını biliyoruz. 2025 yılı itibarıyla, Volkswagen ile stratejik ortaklık kapsamında geliştirilen yeni nesil 1-tonluk ticari araçların üretimine başlanması ve bu ürünlerin piyasaya sürülmesi bekleniyor. Bu ortaklık, Ford Otosan'ın ürün yelpazesini genişletmesine ve rekabet gücünü artırmasına olanak tanıyacaktır.

Üçüncü olarak, Türkiye ve Avrupa Birliği'nde araç parkının yaşanması, yeni araç talebini artıran bir diğer faktördür. Yaşanan araçlar daha fazla bakım gerektirdiği ve operasyonel verimliliği düşürdüğü için, yeni ve verimli araçlara olan talep artmaktadır. Ford Otosan'ın piyasaya süreceği yeni modellerin, yüksek değiştirme talebini karşılaması beklenmektedir.

Son olarak, Ford Otosan'ın üretim tesislerinin esnek yapıda olması, şirketin pazar ihtiyaçlarına hızlı bir şekilde uyum sağlamasına ve elektrikli araçlar (EV) ile içten yanmalı motorlu araçlar (ICE) arasında geçiş yapabilmesine olanak tanımaktadır. Bu esnekliğin, EV geçişindeki olası yavaşlamalara karşı bir koruma sağlayacağını ve şirketin değişen pazar taleplerine ve teknolojik gelişmelere hızla uyum sağlamasına yardımcı olacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, FROTO için 12 aylık hedef fiyatımız 1.508,00 TL olup, %56 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

### FROTO

Hedef Fiyat:

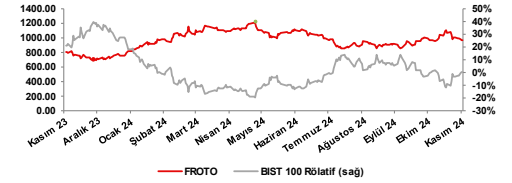
₺1,508.00

Getiri Potansiyeli:

56%

Hisse Fiyatı (TL):	967.00
Piyasa Değeri (mn TL):	339,330
Hisse Adedi (mn):	350.91
Fıllı Dolaşım Oranı (%):	18.00
Fıllı Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	61,079
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Otomotiv

FROTO	FROTO 2023/09	FROTO 2024/09	FROTO 2024/12	FROTO 2025/12
HASILAT (mn TL)	412,874	404,666	564,666	762,300
BRÜT KAR (ZARAR) (mn TL)	64,427	40,265	61,700	91,845
Marj	16%	10%	11%	12%
FAVÖK (mn TL)	51,980	29,327	43,062	70,165
Marj	13%	7%	8%	9%
DÖNEM KARI (ZARARI) (mn TL)	41,243	25,666	36,653	49,116
Marj	10%	6%	6%	6%



## EREGL (AL, HF: 33,40 TL - Getiri Potansiyeli: %30)

Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş., Türkiye'nin çelik sektöründeki öncü firmalarından biri olarak, sürdürülebilirlik ve inovasyonla sektördeki liderliğini pekiştirmektedir. Yaklaşık 60 yıl boyunca ülkenin ekonomik ve sosyal kalkınmasına katkıda bulunan şirket, özellikle çevresel sürdürülebilirlik alanında önemli adımlar atmaktadır. 2030, 2040 ve 2050 yıllarında sırasıyla %25, %40 ve net sıfır karbon emisyonu azaltma hedefleriyle, yeşil çelik üretimine büyük yatırımlar planlamaktadır.

2025 yılı için küresel çelik sektörü beklentilerinde, özellikle altyapı yatırımlarının arttığı gelişmekte olan ekonomilerden kaynaklanan çelik talebindeki artışın önemli bir rol oynayabileceğini görüyoruz. Bu görünüm de, Ereğli'nin hem yerel hem de uluslararası pazarlarda daha güçlü bir konuma erişmesini sağlayabilir. Çin ve ABD arasında devam eden ticari gerilim karşısında, Çin'in yerel sanayiye desteklemek amacıyla teşvik politikalarını güçlendirerek sürdürebileceği, bu durumun ise global çelik talebi ve fiyatları üzerinde belirleyici etkiler yaratabileceği öngörüler arasında yer almaktadır.

Ereğli'nin bu değişken pazar koşullarına uyum sağlama kabiliyeti, stratejik yatırımları ve çevik üretim süreçleri sayesinde artmaktadır. Ayrıca, Türkiye'nin anti-damping yasaları gibi yerli üreticileri koruyucu politikalar, şirketin rekabetçi durumunu güçlendirmekte ve yerel pazarlarda istikrarlı bir büyüme ortamı sunmaktadır. Bu politikalar, Ereğli'nin yüksek katma değerli ve çevreci ürünlere ait kapasitesini artırarak pazarda öne çıkmasını sağlamaktadır.

Sonuç olarak, Ereğli'nin 2025 yılında ve sonrasında, stratejik ürün çeşitliliği, sürdürülebilir üretim taahhütleri ve yerel üreticileri destekleyen politikalar ile sektördeki lider konumunu güçlendireceğine inanıyoruz. Ayrıca, şirketin çevresel ve teknolojik yatırımları, global pazarda rekabetçi kalmasını sağlayacak anahtar faktörler arasında yer almaktadır. EREGL için 12 aylık hedef fiyatımız 33,40 olup, %30 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

### EREGL

Hedef Fiyat:

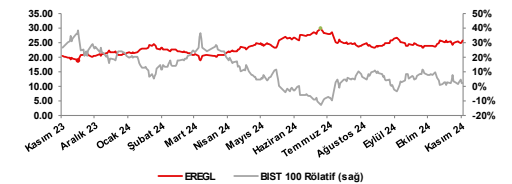
₺33.40

Getiri Potansiyeli:

30%

Hisse Fiyatı (TL):	25.78
Piyasa Değeri (mn TL):	180,460
Hisse Adedi (mn):	7,000.00
Fıllı Dolaşım Oranı (%):	48.00
Fıllı Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	86,621
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Metal Ana Sanayi

EREGL	EREGL 2023/09	EREGL 2024/09	EREGL 2024/12	EREGL 2025/12
HASILAT (mn TL)	101,010	148,947	203,947	293,683
BRÜT KAR (ZARAR) (mn TL)	9,574	17,595	23,595	43,896
Marj	9%	12%	12%	15%
FAVÖK (mn TL)	10,441	18,451	24,416	45,314
Marj	10%	12%	12%	15%
DÖNEM KARI (ZARARI) (mn TL)	(3,827)	11,281	15,281	20,391
Marj	-4%	7%	7%	7%

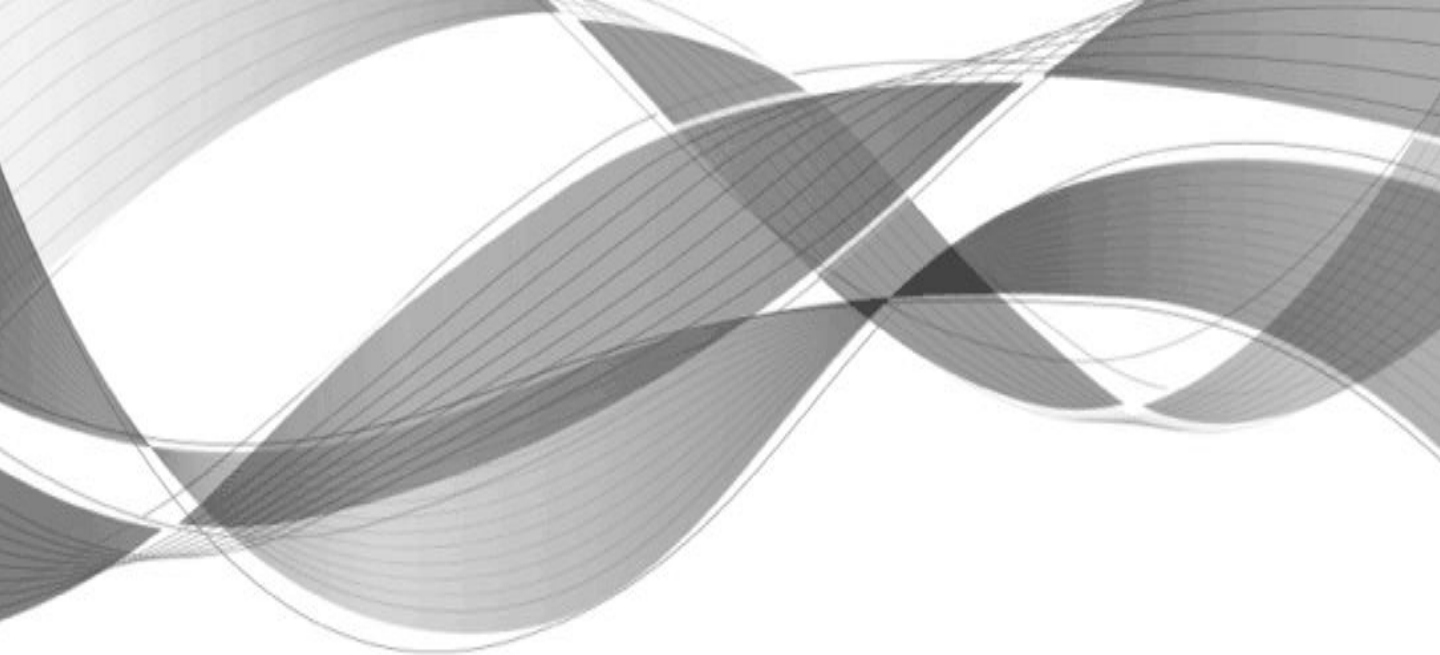




Burada yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler genel nitelikte olup, 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. Bu bildirimde dayanarak yapılan yatırım sonucunda ortaya çıkabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu teyit edilmez ve içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Global Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu bildirimlerden elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz, kısa vadeli model portföyümüze eklenecek/ kısa vadeli model portföyümüzden çıkartılacak hisse senedi ile ilgili bildirimlerimizde belirtilen anlık alım/satım fiyatları, maliyetler ve diğer veriler, bildirimlerin yayınlandığı an itibarıyla, Global Menkul tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Yatırım aracına ait fiyat ve maliyet bilgileri piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalar ve sistemsel kısıtlar sebebiyle değişiklik gösterebilir. Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü analistleri tarafından BIST TUM şirketleri arasından seçilmektedir. Hisselerin seçimi, şirketlerin finansal ve piyasa tahminlere dayalı olarak yapılan teknik ve temel analizlerin beklentilerine göre periyodik olarak yapılmaktadır. Kısa vadeli model portföye hisse ekleme ve hisse çıkarma konusunda gönderilen bildirimlerde yer alan getiriler, portföyde yer alan hisse senetlerinin son kapanış fiyatı ve ekleme bildiriminde yer alan anlık fiyat bilgisi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bildirimde yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılabilir.

© 2024 Global Menkul Değerler A.Ş.





 **GLOBAL**  
MENKUL DEĞERLER