

Görünüm 2024



ÖNSÖZ

2023 yılını, küresel piyasaları yönlendirmede öncü rolü olan gelişmiş ülke merkez bankalarının enflasyonla mücadele kararlılıklarından taviz vermeyerek yükselen faiz ortamını şekillendirdiği; arz yönlü aksaklıkların giderilmesinin de desteğiyle, bu parasal duruşun fiyat baskılarını azaltmada olumlu sonuçlarının alındığı; diğer taraftan, agresif parasal sıkılaştırma adımlarına karşın resesyon senaryosundan uzak kalındığı, sadece büyüme ivmesinde yavaşlamaların yaşandığı bir dönem olarak geride bırakıyoruz.

Bu noktada, geçen yılın Önsöz'ünde bu yıla ait öngörülerimizde öne çıkan şu ifadelere yer vermek isteriz: *'Önden yüklemeli faiz artırımı sürecini kararlı bir şekilde devreye alan Fed'in sıkılaştırma döngüsünün gelecek dönem hızında, büyümenin yavaşlama mı yoksa resesyona yaklaşma şeklinde mi gerçekleşeceği belirleyici olacaktır. Resesyonun olası bir senaryo olduğunu kabul etmekle beraber, büyümenin daha ılımlı düzeyde dengeleneceği öngörüsüyle, 2023'te enflasyon hedefe yakınsayana kadar yüksek faiz ortamının devam etmesini bekliyoruz. Bu durumda, Fed'in faiz silahını agresif kullanmaya ara verse de, miktarsal sıkılaştırmanın devam edeceğini düşünüyoruz. Bu yılın en dikkat çekici gelişmelerinden biri olarak güçlü dolar temasının devamı ise, global stagflasyon, serbest ticarete daha fazla kısıtlama, GOÜ'lerde borç sorunları, kırılan ekonomilerde daha ciddi siyasi ve ekonomik sıkıntıların yaşanma risklerini de artırabilecektir.'*

Nitekim, Fed ve ECB'nin yıl boyunca kararlı ve istikrarlı parasal sıkılaştırma hamleleri ile, politika faizleri 2001'deki seviyelerine geri dönerken; merkez bankalarının halen yükselen faiz ortamının sonuna geldiğine dair net bir sinyal vermekten kaçındığını görüyoruz. Daha da önemlisi, orta vadeli enflasyon hedefine kalıcı olarak ulaşıldığına dair güvenli bir görünüm oluşana kadar da, yüksek faiz ortamının devam edeceği konusunda son derece kararlı bir tavır sergileniyor. Orta vadeli hedeflere yakınsama da en erken 2025 yılında öngörülmüyor. Bu öngöründe etkili unsurlar olarak ise, büyüme ve iç talep göstergelerinin gücünü bir şekilde sürdürüyor olması; istihdam piyasasının belli açılardan sıkı koşulları yansıtıyor olması; en önemlisi de enflasyonda özellikle hizmetler ve ücret artışları kaynaklı katılıkların oluşması öne çıkıyor. Tabii ki, yeşil dönüşüm için gerekli yapısal değişimlerin neden olduğu ek fiyat baskılarını da unutmamak gerekiyor. Ancak ABD'de Ağustos 2022'de yürürlüğe giren Enflasyonu Düşürme Yasasının (*'Inflation Reduction Act'*) temiz enerji geçişinin etkisinin zaman içinde pozitif yöne dönebileceği durumu da göz ardı edilmemeli.

Bu noktada, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerinin özellikle 2024 görünümünde kritik bir role sahip olacağına dair görüşümüzü öne çıkarmak isteriz. Her ne kadar 2023 yılı şimdiye kadar resesyondan uzak bir ortam sunmuş olsa da, son dönemde Euro bölgesinde belirgin olmak üzere zayıflama işaretleri alıyoruz. Yapılan çalışmalar, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerinin gözlenen sürecinin gelişen ekonomilerde 1 yıl civarında sınırlı kalırken, gelişmiş ekonomilerde 3 yıla kadar uzayabildiğini göstermektedir. Bu çerçevede, zayıflama işaretlerinin sürmesi ve daralma bölgesindeki göstergelerin genişleme tarafına geçmemesi durumunda, 2024 yılının resesyon riskinin daha ciddi olarak test edildiği bir dönem olacağını düşünüyoruz. Ayrıca, güçlü dolar temasının korunması, Çin'in zayıf büyüme görünümünün derinleşmesi, küresel likiditeye önemli destek sağlayan BoJ'un politika değişikliğine uyum sürecinde sorunlar yaşanması gibi unsurlar da küresel resesyon senaryosunun güç kazanmasına neden olacaktır. Her ne kadar şimdiye kadar yapılan sıkılaştırma sonrasında para politikaları desteğinde ciddi bir alan oluşmuş olsa da, büyümede yavaşlama işaretlerine enflasyondaki katılıkların azalma yönünde eşlik etmemesi durumunda, ekonomi yönetimleri zor bir ikileme karşı karşıya kalacaktır.

İçeride ise, destekleyici parasal duruşun, seçimler sonrasında yeni ekonomi yönetimiyle politikaların daha rasyonel zemine geçirilmesi anlayışında sıkılaştırma duruşuna geçtiği ve bunun da ekonomik dinamiklerde yeni bir dengelenme başlattığı bir süreç içinde bulunuyoruz. Makro-finansal istikrar, dengeli büyüme ve enflasyonu kalıcı olarak düşürme öncelikli çerçevede, mali disiplin kararlılığının sürdürüldüğü ve yapısal dönüşümün canlandırıldığı ortamda ise, Türkiye ekonomisi pozitif ayrışanlar arasında yer alacaktır.

Küresel Özet: Enflasyonda katılık ve yüksek faiz ortamının küresel büyümede baskısı

2022'de tarihi zirvelerini gören, ancak 2023'te gelişmişler öncülüğünde kararlı bir şekilde devam ettirilen parasal sıkılaşımla kontrol altına alınarak gerileyen küresel enflasyonun, 2024 yılında, belirginleşen katılıklar nedeniyle yüksek faiz ortamının sürmesine; sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle de birlikte, küresel resesyon temasının güç kazanmasına neden olabileceğini düşünüyoruz. Diğer bir ifadeyle, 2024'te en büyük dilemmayı, resesyon riskinin daha güçlü senaryo haline geldiği koşullarda, buna enflasyonda katılıkların hızla çözülmesinin eşlik etmemesi durumunda, parasal desteğin gereken boyutta ve zamanda devreye sokulamaması noktasında görüyoruz.

Diğer yandan, enflasyon-büyüme ikileminin çözülmeye çalışılacağı bu süreçte güçlü dengelere sahip gelişmiş ve gelişen ekonomilerin pozitif ayrışacakları, kırılğan ekonomilerin ise yavaşlama ve resesyon temalarına sahne olacakları aşikardır. Küresel ekonomik ve finansal dengelerde belirleyici gücü olan öncü gelişmiş ekonomilerde gözlenen farklılaşmanın korunması ve bu durumun da güçlü dolar temasının güçlenmesine neden olması durumunda, emtia fiyatlarında gözlenebilecek aşağı yönlü baskılar, özellikle gelişen piyasalara sermaye akışında önemli bir risk unsuru haline gelebilecektir. Bu riskin gerçekleşmesi durumunda da, gelişen ve gelişmiş büyüme farkının belli bantta sınırlı kalacağı öngörüsünü makul karşıyoruz.

Küresel görünümde belirleyici ekonomilere özetle değinirsek, ABD ekonomisinde enflasyonda katılıkların ve gecikmeli etkilerinin gözlenmesiyle önümüzdeki döneme dair resesyon endişelerinin daha fazla dile getirildiğini izliyoruz. Politika faizinde tepeye ulaşarak 2024 yılına girmesi beklenen Fed'in, büyümede zayıflama

belirtilerinin güçlenmesi durumunda, faiz indirimlerini gündemine alsa da, bunu enflasyonda katılıklar kalıcı olarak çözümlene kadar son derece temkinli adımlarla yürütmesi beklenmelidir. Piyasa beklentilerinde, faiz indirimlerinin 2024'ün ikinci çeyreğinde başladığı ve sürecin çeyresel bazda sırasıyla 50-25-50 baz puanlık indirimlerle devam ettiği tablo öne çıkıyor. Burada soru işareti, enflasyon ve iş gücü piyasasının, faiz indirimlerinin Fed'e göre daha erken başlamasına imkan tanıyıp tanımayacağı noktasında olacaktır.

Önümüzdeki dönemde enflasyonda iyileşmenin devam etmesi durumunda, miktarsal sıkılaştırmanın hız kazanması; katılıkların kalması ve buna da büyümede yavaşlamanın eşlik durumunda ise, faiz indirimlerinde temkinlilik ihtiyacı nedeniyle, likidite yönetiminin destekleyici yanını sürdürmesi beklenebilir.

Her ne kadar ABD ekonomisi, ters verim eğrisine karşın, büyüme ivmesini şimdiye kadar belli seviyede korumuş olsa da; gelişmiş ekonomilerde para politikasının gecikmeli etkilerinin gözlenme sürecinin 3 yıla kadar uzayabildiği dikkate alındığında, 2024 yılının resesyon riskinin daha ciddi olarak test edildiği bir dönem olacağını düşünüyoruz.

Euro Bölgesi cephesinde de, sıkılaştırma sürecinin gecikmeli etkilerinin sektörel bazda belirginleşmesiyle, büyüme üzerinde aşağı yönlü risklerin arttığı; hatta bölgenin küresel resesyon senaryolarına öncülük ettiği bir görünümle karşı karşıyayız. Bölgeye ilişkin artan resesyon endişelerinde, bölge ekonomisinin önemli itici gücü olan Almanya'daki yavaşlamanın hızı önemli rol oynuyor. Kısa vade görünümünün de pek iyimser bir tablo yaratmadığı Almanya

ekonomisine ait istatistiksel çalışmalarımız, ülke büyümesinin bölge GSYH'si üzerindeki etkisinin yıllar içerisinde belirginleştiğine işaret ediyor. Ayrıca 2023'ün ilk yarısında zayıf büyüme kaydeden bölge ekonomisine ilişkin **AMB projeksiyonları** da risklerin arttığı öngörüsünü destekliyor. Bölge ekonomisinde öne çıkan resesyon senaryolarına karşın, enflasyonda katılıkların olması nedeniyle, orta vadeli hedefe yakınsamanın en erken 2025'te beklenmesi de, 2024'ün zorlu bir görünüm sunmasının en önemli bileşeni olarak öne çıkıyor.

Para politikasının görünümüyle ilgili olarak, AMB'nin faizlerin uzun süre yüksek kalabileceği söylemi karşısında **faiz indirimlerinin devreye alınabileceği yönündeki piyasa öngörüsüne yine temkinli yaklaşmayı tercih ediyoruz**. Banka'nın, faiz artırımlarında sona gelirse de, enflasyonda kalıcı iyileşmeye kadar, miktarsal sıkılaşmayı temkinli adımlarla da olsa sürdürmesini bekliyoruz. Ancak resesyonun derinleşmesi, likidite yönetiminin destekleyici yöne çevrilmesine imkan tanıyabilecektir.

Büyüme kompozisyonunun yeni modele uyum sağlamaya başlamasına karşın, **yapısal problemler ve küresel izolasyonla sonuçlanan politikalar nedeniyle büyüme üzerinde aşağı yönlü risklerin arttığı Çin'de**, enflasyonun hedefe ulaşmasında iç tüketimi artırma adımlarının etkinliği belirleyici olacaktır. Parasal cephede kritik göstergelerden biri, PBOC'nin **yuandaki değer kaybını belli bir bantta tutup tutamayacağıdır**. Büyümede artan aşağı yönlü riskler nedeniyle **yuanda değer kaybının devam etmesi** ana senaryo olarak karşımıza çıkarken; kontrol bandının ötesinde bir değer kaybı, gerek iç talebi desteklemeyi öne çıkaran yeni modelin sürdürülebilirliği, gerekse de hem gelişmiş hem de gelişen piyasalara yönelik risk iştahı

açısından baskı unsuru haline gelebilecektir.

Düşük büyüme çıkmazından çıkma mücadelesi veren Japonya'da, enflasyonun kalıcılığının halen sorgulandığı ve dünyada resesyon temasının öne çıktığı konjunktörde, parasal duruşta radikal değişikliğin hızlıca gerçekleşmesi zor görünüyor. Bu nedenle, BoJ'un küresel likiditeye desteğinin azalmasının beklendiği 2024'te, faiz artışını ve bilanço daraltılmasını temkinli yürütmesi beklenir.

Gelişen ekonomiler cephesinde, gelişen Asya içindeki ayrışmaların devam edeceğini düşünüyoruz. Çin ekonomisinde büyüme kompozisyonunun yeni modele evrilmeye devam edeceği öngörüsüne karşın, büyüme oranının 2024 yılında da %4'ler seviyesinde sınırlı kalacağı düşünülüyor. Küresel üretim üssü olmayı hedefleyen Hindistan ekonomisinin ise; yatırımlar, tüketim ve kamu harcamalarında öngörülen artışla %6,3 ile yine güçlü büyümesi bekleniyor.

Gelişen Avrupa'nın, Rusya'nın petrol ihracatının artacağı ve tüketimin güçleneceği beklentisiyle, %2,2 büyümesi öngörülüyor. Sahra-altı Afrika'nın ise, enerji projelerinin desteğinde %4 büyümesi tahmin ediliyor. Latin Amerika'nın, sektörel müdahaleler ve politik çalkantılar sebebiyle, %2,3 büyüyeceği öngörülüyor.

Özetle, bu yıl gelişmişlerin uyguladığı istikrarlı şahin politikalara karşın, öne çıkan katılıklar nedeniyle ancak %6,9'a gerileyen küresel enflasyonun, 2024'te de %5,8 ile 2000-2021 patikasının üzerinde seyretmesi bekleniyor. Bu doğrultuda 2024 yılının, gelişmiş merkez bankalarının enflasyonda katılıklarla mücadelede yüksek faiz ortamını uzun süre sürdürme riski altında, gelişen ekonomiler için zorlu bir dönemi yansıttığını söyleyebiliriz.

ABD: Enflasyonda katılık ve resesyon riski

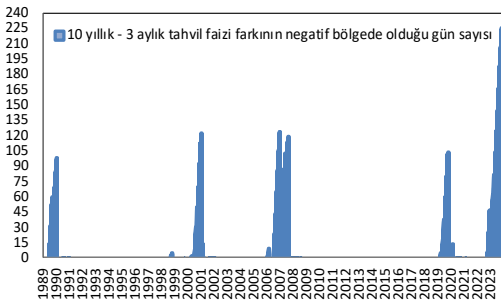
2023 yılını, Fed'in istikrarlı parasal duruşunun yansımalarıyla, bir önceki yıl tarihi yüksek seviyelerini gören enflasyonda baskıların dizginlendiği ve bu hamlelerin büyüme üzerindeki etkilerinin takip edildiği bir dönem olarak nitelendirebiliriz. Parasal sıkılaşmaya ek olarak, pandemi ilintili tedarik zinciri problemlerinin çözülmesi ve Rusya-Ukrayna geriliminin azalmasıyla, TÜFE enflasyonu Haziran'da %3'ün hafif altına kadar indi. Bu seviye, 2022'de görülen %9'lu seviyelere göre belirgin düşüşe işaret etmesine karşın; baz desteğinin ortadan kalkması ve enflasyonda katılıkların ön planda kalmaya devam etmesi nedeniyle, yıllık enflasyon Ekim ayında %3,2'ye ılımlı yükseliş gösterdi.

Diğer taraftan parasal sıkılaşmada, faiz tarafında cesur ve kararlı hamlelere karşın, büyüme görünümünün olumlu tarafta seyretmesinde, likidite araçlarının son derece temkinli ve dengeleyici olarak kullanılmasını kritik unsur olarak görüyoruz. Nitekim, yılın ilk iki çeyreğinde sırasıyla %2 ve %2,4'lük büyümelerle istikrarlı bir görünüm sunan ekonomi, üçüncü çeyrekte de büyüme hızını %5,2'ye taşımıştır. Ancak, enflasyonda katılıkların ve sıkılaşmanın gecikmeli etkilerinin gözlenmesine bağlı olarak, son çeyrekte itibaren büyüme hızının %1'ler seviyesine düşebileceği tahminleri, önümüzdeki döneme dair resesyon endişelerini güçlendirmektedir.

2024 yılında en büyük dilemmamızın da, resesyon riskinin daha güçlü senaryo haline geldiği koşullarda, buna enflasyonda katılıkların hızla çözülmesinin eşlik etmemesi durumunda, parasal desteğin gereken boyutta ve zamanda devreye sokulamaması noktasında oluşacağını düşünüyoruz. Her ne kadar şimdiye kadar yapılan faiz artırımları ile olası resesyona karşı Fed'in parasal destek sağlamada manevra alanı oluşmuş olsa da; enflasyon görünümünün izin vermemesi durumunda bu imkanı rahatça kullanmak mümkün olmayacaktır. Nitekim, ekonomik ve politika görünümünün aktarılmasında kritik bir yeri olan Jackson Hole toplantısında da ana temanın; faiz artırımlarının ne kadar süre devam edeceğinden ziyade, faizlerin ne kadar süre yüksek kalacağı şeklinde oluştuğu gözlenmiştir.

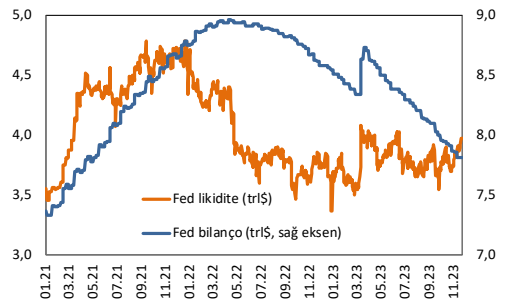
Enflasyondaki katılıkta ise, stratejik petrol rezervleri ve reel kazançlar önemli bileşenler olarak görülüyor. OPEC+'ın üretimi kısma hamleleri karşısında, 0,35 mın varil ile 1982'den bu yana en düşük seviyelere gerilemiş olan stratejik petrol rezervlerinin fiyat baskılarını dengelemede yetersiz kalabileceği öngörülüyor. Buna ilaveten, sıkı görünümünü koruyan işgücü piyasasının, özellikle hizmet sektörü kazançları üzerindeki yansımaları, tüketici harcamaları aracılığıyla enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk teşkil eden unsurlardan biri olarak öne çıkıyor.

Ters verim eğrisinin mevcut görünümü resesyon endişelerini güçlendiriyor



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Bilanço dışı enstrümanlar, likidite yönetiminde önemli dengeleyici unsur



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

2020'den bu yana %5'ler seviyesinde bulunan kazançlardaki artış, 2021-22 döneminde enflasyonun altında seyrettikten sonra, 2Ç23 itibarıyla farkı pozitif bölgeye taşımış görünmektedir. Her ne kadar aradaki fark son dönemde 1 puanın hafif altında seyrederek, yakın geçmişte 2008 kriz yılı ve 2020 pandemi döneminde gözlenen 3,5-4 bandının ciddi altında kalıp büyüme endişelerini yatıştırırsa da, **istihdam piyasası ve enflasyon etkileşiminin yakın takipte kalacağı** açıktır. Nitekim, tarihsel olarak kazanç artışının fiyatlardan 4 puan ya da daha yüksek seyrettiği dönemler Büyük Depresyon'un başlangıcı, II. Dünya Savaşı ve Kore Savaşı yılları, 1990'ların sonundaki 'productivity boom' dönemi ve pandemi yılı olarak belirmektedir. Öte yandan, **işgücü piyasasının enflasyon görünümünde ne kadar doğru bir öncü gösterge olduğuna dair karşı** uygulamanın yapıldığını da belirtmek isteriz.

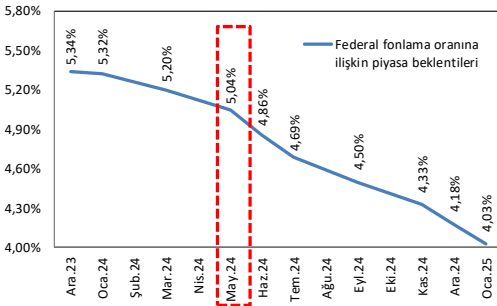
Bu belirsizlik karşısında da, politika faizinde tepeye ulaşarak 2024'e girmesini beklediğimiz Fed'in, büyümede aşağı yönlü risklerin artması durumunda, **faiz indirimlerini gündemine alsa da, bunu enflasyonda katılıklar yumuşama gösterene kadar son derece temkinli adımlarla uygulamasını bekliyoruz.** Piyasa beklentilerinde, faiz indirimlerinin 2024'ün ikinci çeyreğinde başladığı ve sürecin çeyrekse bazda sırasıyla 50-25-50 baz puanlık indirimlerle devam ettiği

tablo öne çıkıyor. Ancak, küçük bir kesimin ilk çeyrekte faiz indirimlerinin başlamasını öngördüğünü de atlamamak gerekir. Burada soru işareti ise, enflasyon ve iş gücü piyasasının, faiz indirimlerinin bu kadar erken başlamasına imkan tanıyıp tanımayacağı noktasında olacaktır.

Faizlerin yanı sıra **bilanço yönetimi de enflasyonla mücadelede kullanılan bir araç.** 13 Nisan 2022'de \$8,97 trl ile zirve yapan Fed bilançosu \$1,2 trl küçülerek son durumda \$7,8 trl'ye geriledi. Ancak önemli bir nokta olarak, **ters repo ve kamu mevduatı gibi enstrümanlar** şimdiye kadar dengeleyici bir rol üstlenerek, net likidite azaltımının bilançonun gösterdiğinin ancak üçte biri oranında gerçekleşmesini sağlamıştır. Önümüzdeki dönemde ise, enflasyonda iyileşmenin devam etmesi halinde, miktarsal sıkılaştırmanın hız kazanması; katılıkların kalması durumunda ise, faiz indirimlerinde temkinlilikle likidite yönetiminin destekleyici yanını sürdürmesi beklenebilir.

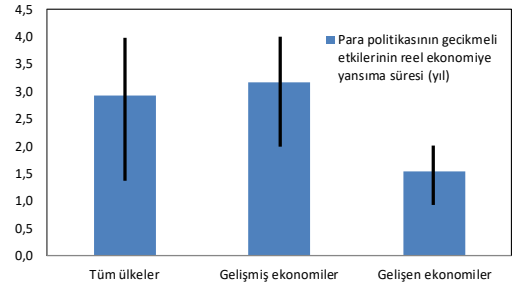
Son ama önemli nokta olarak, ABD ekonomisi ters verim eğrisine karşın büyüme ivmesini şimdiye kadar belli seviyede korumuş olsa da; gelişmiş ekonomilerde para politikasının gecikmeli etkilerinin gözlenme sürecinin 3 yıla kadar uzayabildiği düşünüldüğünde, **2024'ün resesyona riskinin daha ciddi olarak test edildiği bir dönem olacağını** öngörüyoruz.

Enflasyonda katılıklar karşısında, faiz indirimlerinde temkinlilik



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Para politikasının gecikmeli etkilerinin görülme dönemi, gelişmiş ekonomilerde 3 yıla kadar uzuyor



Kaynak: IMF World Economic Outlook, HLY Araştırma

Euro bölgesi: Daha zorlu geçecek enflasyon ve büyüme ikilemi

Temmuz 2022'de başlayan parasal sıkılaştırma sürecinin gecikmeli etkilerinin imalat sektöründe bu yılın ikinci çeyreği, hizmetler tarafında ise üçüncü çeyrek itibarıyla belirginleşmesiyle, **bölge ekonomisi üzerinde aşağı yönlü risklerin arttığı**; hatta bölgenin küresel resesyon senaryolarına öncülük ettiği bir görünümle karşı karşıyayız. Öyle ki, faiz artırımı sürecinin başladığı Temmuz 2022'den beri daralma bölgesinde bulunan imalat PMI, tam bir yıl sonra 42,7 ile dip yaptıktan sonra, son verilerde 44,2'ye hafif toparlanma gösterse de, pandemide kaydedilen dip seviyelerin ancak sınırlı oranda üzerinde bulunuyor. Bölgenin en büyük ihracat pazarı olan Çin'deki yavaşlama nedeniyle yeni siparişlerin son 26 yılın en hızlı düşüşünü kaydetmesi dikkat çekiyor. Nispeten güçlü kalan hizmet PMI da, sıkılaştırma boyunca 50 eşik değerinin üzerinde kalabilmiş olsa da, son verilerde 48,2 ile daralma bölgesindeki seyrini sürdürüyor.

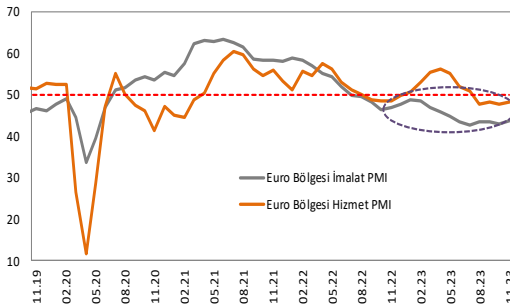
Bölge ekonomisine ilişkin artan resesyon endişelerinde, bölgenin önemli itici gücü olan **Almanya ekonomisindeki yavaşlamanın hızı** da önemli rol oynuyor. Geçen yıl %1,8 büyüyen Almanya ekonomisi, parasal sıkılaştırma etkileriyle imalatla öne çıkan zayıflama ve talepteki düşüşle 1Ç23'te yıllık bazda sadece %0,2 büyüebildi. İkinci ve üçüncü çeyreklerde ise sırasıyla %0,4 ve %0,8'lik daralmalar kaydedildi. Teknik resesyona girmiş bulunan

Almanya'nın bu yılı %0,5 daralma ile tamamlayacağı ve gelecek yıl büyümesinin ise %0,9 ile sınırlı kalacağı öngörülerini ışığında, kısa vade görünümünün pek iyimser bir tablo yaratmadığı açıktır. Ayrıca istatistiksel çalışmalarımız, ülke büyümesinin bölge büyüme oranları üzerindeki etkisinin yıllar içerisinde ciddi artış gösterdiğine işaret ediyor. Bu bağlamda, Almanya'da beklenen resesyon, bölge ekonomisi açısından ayrı bir önem arz ediyor.

Nitekim, 1Ç23 ve 2Ç23'te yıllık bazda sırasıyla %1,1 ve %0,5'lik zayıf büyümeler kaydeden bölge ekonomisine ilişkin **Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) projeksiyonları** da aşağı yönlü risklerin arttığını gösteriyor. Son tahminlerde, bu yılın büyümesinin %0,9'dan %0,7'ye, 2024 büyümesinin de %1,5'ten %1'e revize edildiğini izliyoruz.

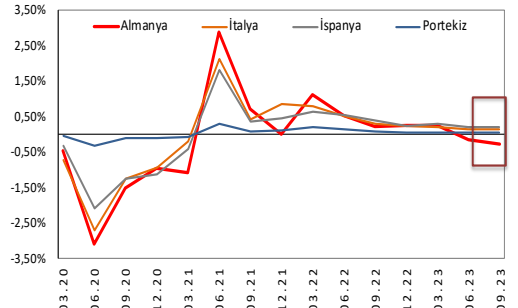
Bölge ekonomisinde öne çıkan resesyon senaryolarına karşın, enflasyonda hala katılıkların olması nedeniyle **orta vadeli hedefe yakınsamanın en erken 2025 yılında beklenmesi**, 2024'ün zorlu bir görünüm sunmasının en önemli bileşeni. Geçen yılı %8,4 ile tek haneli fakat tarihi yüksek seviyelerde tamamlayan ancak son verilerde %2,4'e gerileyen TÜFE'nin, bu yılı petrol fiyatlarının da baskısıyla %5,6 ile tamamlayacağı; 2024 sonunda da ancak %3,2'ye gerileyebileceği öngörülüyor.

Küresel resesyon senaryosu Euro bölgesi öncülüğünde öne çıkıyor



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Almanya'nın bölgeye katkısı pandemi döneminden bu yana ilk kez negatif bölgede



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Rusya-Ukrayna geriliminin etkileri, enerji enflasyonundaki artış, zayıf euro nedeniyle ithalat fiyatlarındaki yükselişe ek olarak, yıllık bazda %4,6 ile yüksek seyrini sürdüren maaş artışlarının hizmet enflasyonunu beslemesi, fiyat baskılarında gözlenen katılıkta etkili unsurlar. Bu doğrultuda, enflasyonun orta vadeli hedefe, %2,1 ile ancak 2025'te yakınsayabileceği tahmin ediliyor.

Her ne kadar büyümede güçlenen aşağı yönlü riskler ve dezenflasyona yönelik devam eden inanç karşısında, politika faizinde tepe seviyelere yakın olduğu düşünülse de; enflasyonda katılıklar çözülene kadar politika faizinin yüksek kalacağı bir görünümün hakim olduğunu söyleyebiliriz. Diğer bir ifadeyle, AMB'nin enflasyon baskılarını yönetme ve büyüme ikileminde, tavrının enflasyondan yana ağır basacağı bir görünüm mevcut.

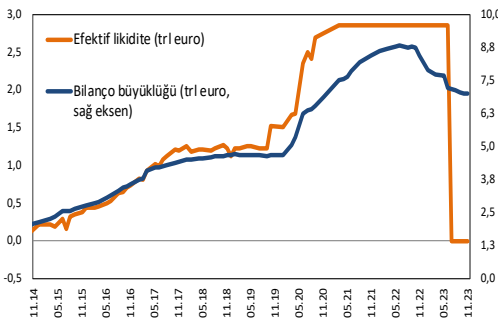
AMB'nin, Eylül toplantısında faiz artırım döngüsünü 10. aya taşımasının ardından, Ekim'de ara vermeyi ve Kasım'da da bir şey yapmamayı tercih ettiğini izledik. Enflasyon riskleri nedeniyle, Banka'nın faizlerin uzun süre yüksek kalabileceği söylemine karşılık, faiz indirimlerinin devreye alınabileceği yönündeki piyasa öngörüsüne ise temkinli yaklaşıyoruz. Ayrıca Banka'nın, faiz artırımlarını sona erdirse de, enflasyonda katılıklar çözülene kadar, likidite daralmasını

temkinli de olsa sürdürmesini bekliyoruz. Ancak resesyonun derinleşmesi halinde, likiditenin destekleyici yöne çevrilmesinin mümkün olabileceğini düşünüyoruz.

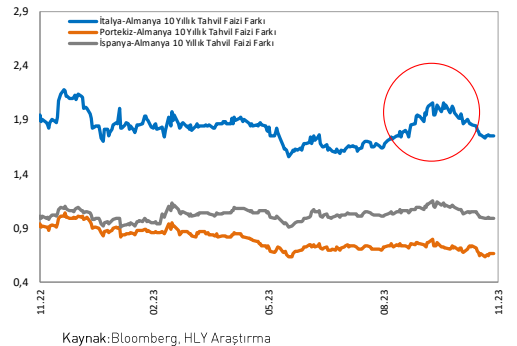
Kamu borçluluğunda ise, büyümeyi destekleyici olarak kullanılan AB fonlarının daha ılımlı kullanılması ve AMB'nin sorunlu bölge tahvillerinde yaptığı alımlara ait faiz yükünün azalmasıyla, borç rasyosunun %91'den bu yıl %89,6'ya gerilemesi ve ilerleyen dönemlerde de düşüş eğilimini ılımlı sürdürmesi bekleniyor. Geçen yıl %3,6 olan bütçe açığı/GSYH'nin de bu yıl %3,4'e yavaşça gerilemesi bekleniyor. Gelecek yılı da %3'ün altında tamamlaması öngörülüyor.

'Çekirdek' ve 'sorunlu' bölge tahvil faiz farkları cephesinde ise, İtalya'daki yapısal problemler ve yüksek borçluluğa karşın, İtalya-Almanya 10 yıllık tahvil faizi farkının yılbaşındaki 2,12 puandan düşüş eğilimiyle 1,50'li seviyelere kadar düştüğünü; son dönemde de 2 puanın hafif altında seyrettiğini izliyoruz. Bu yıl içinde yaşanan düşüşte, AMB'nin faiz farklarını dengede tutmak için devreye aldığı destek paketi kritik unsur oldu. Ancak yaz aylarında İtalya'da bankacılık sektörünü hedef alan %40'luk vergi oranı gibi başarısız girişimlerin tekrarlanması halinde, tahvil piyasalarında volatilitenin artabileceğini belirtmek isteriz.

Likidite yönetimi, büyüme-enflasyon ikileminde kritik unsur olacak



'Çekirdek' ve 'sorunlu' bölge tahvil faiz farklarında oynaklık yüksek



Çin: Konut kriziyle mücadelede büyümeyi sağlama çabası

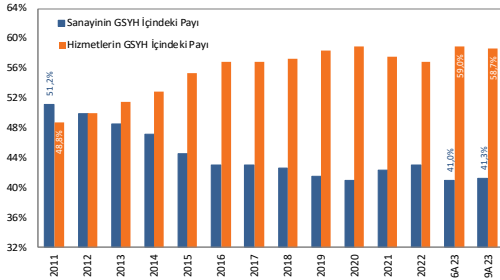
2023'ün ilk yarısı sıfır kovid politikasının sonlandırıldığı ve büyüme kompozisyonunun hizmetler lehine geliştiği bir dönem oldu. Böylece, geçen yılın ilk yarısında ve yılın tamamında kaydedilen sırasıyla %2,6 ve %3,0'lık yıllık büyüme oranlarına göre toparlanma gözlenerek **bu yılın ilk yarısında yıllık bazda %5,4 büyümeye ulaşıldı**. 3Ç23'te de %4,9 ile beklentilerin bir miktar üzerinde performans sergilendi. Ancak yine de; hükümetin geniş kapsamlı destekleyici adımlar atmaktan kaçınması, dış ticaret fazlasındaki düşüş, talepteki azalma ve emlak sektöründeki yavaşlama gibi unsurlar nedeniyle, istihdam artışı sağlayacak geçmişteki büyümelerin altında kaldı.

Üstelik son veriler, hem bu yılın kalanı hem de 2024 için büyümede ivme kaybının yaşanacağı yönünde. Özellikle, imalat PMI verisinin beş ay daralma bölgesinde kaldıktan sonra Eylül ayında eşik değere ulaşmasının ardından tekrar daralma bölgesine gerileyerek buradaki seyrini sürdürmesi, büyümede aşağı yönlü risklerin ağırlığını gösteriyor. Endeksin arka arkaya üç aydan fazla daralma bölgesinde kaldığı en son durum, pandemi öncesi Mayıs-Ekim 2019 döneminde 6 ay olarak gerçekleşmişti. Hizmet PMI da beş ay süren düşüşünün ardından, Eylül'de kaydedilen ilımlı artışın sürdürülememesiyle, tekrar eşik değere yakın seyrini sürdürüyor. Sabit sermaye yatırımları zayıf görünümünü

sürdürürken, Nisan 2022'den bu yana düşüş eğilimi sergileyen konut yatırımları Eylül'de de %9,3 geriledi. Bu yılı sırasıyla %4,1 ve %5,3 düşüşlerle tamamlaması beklenen ihracat ve ithalatın, 2024'te ancak %2'li artışlar göstereceği öngörülüyor. Bu nedenle dünya GSYH'sinde %35 ağırlığı olan Çin'e ilişkin büyüme öngörülerini, **bu yıl için %5, gelecek yıl için de %4'ler seviyesine çekilmiş** görünüyor.

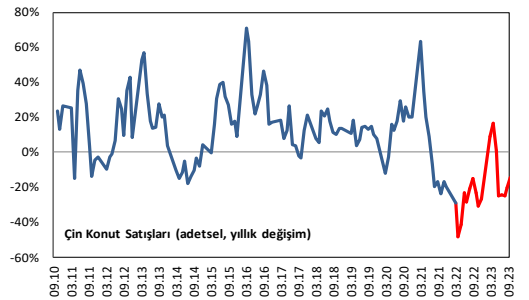
Ekonomik görünümde en büyük tehdit olarak, son dönemde orta sınıfın servet depolama alanı olan emlak sektöründe artan kırılmalıklar öne çıkıyor. GSYH'nin yaklaşık dörtte birini oluşturan emlak sektöründe, Evergrande ile başlayan borç krizi probleminin yankıları, diğer gayrimenkul geliştiricilerinin borçlarını ödeyememesi ile derinleşiyor. Konut sektöründeki gelişmelerin makro yansımalarını kontrol altında tutabilmek için hükümet, talebi güçlendirme amaçlı uygulamaları devreye alırken; PBOC parasal araçları kullanıyor. Ancak, genişlemeci parasal adımların gelecek yıllarda sektörde L tipi bir toparlanma yaratabileceği düşünülüyor. Ayrıca, sektörün sıkıntıları, mevduatlardan daha yüksek getirili yatırımlar sunan ve genellikle gayrimenkul projelerine yatırım yapan Çin'in finansal "trust" şirketlerine de sıçradı. Sonuç olarak, konut sektörünün sunduğu sıkıntılı görünüm, küresel büyüme ve küresel piyasalar için önemli bir baskı unsuru olarak öngörülüyor.

Büyüme kompozisyonu yeni modele uyum sağlıyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Konut sektöründe sıkıntılar büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturuyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Nitekim MSCI Çin endeksinde, MSCI GOÜ endeksine göre, yılbaşıdan bugüne yaşanan %15 daha zayıf performansta, bu sıkıntılı görünümün yansımalarının etkili olduğu görülüyor. MSCI Avrupa ve MSCI ABD endekslerine göre de sırasıyla %22,72 ve %33,88 negatif ayrışmalar söz konusu.

Geçen yıl %77,1 olan kamu borçluluğun bu yıl %83'e, 2024'te de %87,4'e yükselmesi öngörülüyor. Bütçe açığı/GSYH'nin de bu yıl %7,5 ile, pandemi dönemindeki seviyeye yakınsaması bekleniyor. 2024 ve 2025 için sırasıyla %7,1 ve %7 seviyelerine düşüş öngörüsünün ise, oldukça zorlu bir süreç gerektireceği tahmin ediliyor.

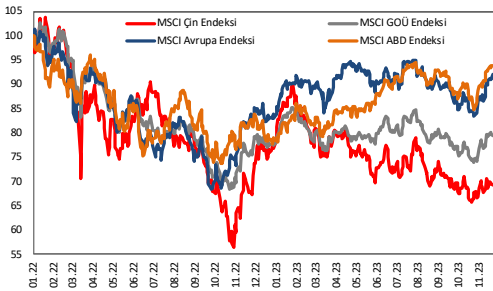
Enflasyon tarafında ÜFE'nin, imalattaki zayıflama nedeniyle bu yıl %2,8 gerilemesi bekleniyor. 2024'te ise %0,7'lik ılımlı artış göstereceği tahmin ediliyor. TÜFE'de ise, yaşanan gelişmelerin tüketici güvenini olumsuz etkileyerek harcamaları baskılamasının belirleyici olması bekleniyor. Ayrıca, büyüme yapısının yeni modele uyum sağlama eğilimine karşın, problemlerin boyutu nedeniyle atılan destekleyici adımlar yeterli görülüyor. Bu nedenle geçen yıl %2 artışla uzun vadeli ortalamasının altındaki seyrini sürdüren TÜFE'nin, bu yıl ancak %0,7 artış göstereceği düşünülüyor. 2024 ve 2025'e ilişkin beklentiler ise, tekrar %2 seviyesine yakınsama şeklinde beliriyor. Ancak, bu

seviyeye ulaşılmasında, iç tüketimi artırma adımlarının verimliliği etkili olacaktır.

PBOC, küresel sıkılaştırmacı hamlelere karşın, sıfır kovid politikasının ve konut krizinin büyüme üzerindeki etkilerini dengelemek için, yuandaki zayıflamayı belli bir bantta tutmaya çalışarak, faiz ve zorunlu karşılıkları baz alan adımlar atıyor. Ancak bu adımlar, büyümede aşağı yönlü riskleri baskılamak için yeterli görülüyor. Öyle ki, geçen yılın Kasım ayından itibaren yuanda öne çıkan güçlenme eğilimi sürdürülemedi ve bu yıl içinde yuan dolar karşısında %2,5 değer kaybetti.

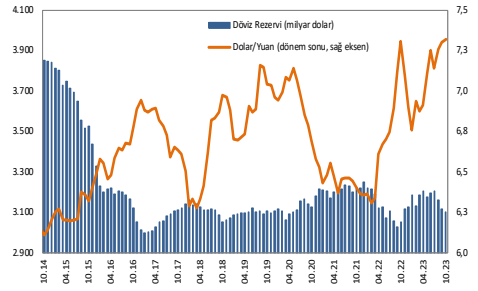
2024 yılında da kritik göstergelerden biri, PBOC'nin yuandaki değer kaybını belli bir bantta tutup tutamayacağı olacaktır. Büyümede artan aşağı yönlü risklere karşın, yuanda değer kaybı eğiliminin devam etmesi ana senaryo olarak karşımıza çıkarken; kontrol bandının ötesinde bir değer kaybı, gerek iç talebi desteklemeyi öne çıkaran yeni büyüme modelinin sürdürülebilirliği, gerekse de hem gelişmiş hem de gelişen piyasalara yönelik risk iştahı açısından baskı unsuru haline gelebilecektir. Bu bakış altında, USDCNY için 2024 ve 2025 sonu için sırasıyla 7 ve 6,70 seviyelerinde şekillenen öngörülere de temkinli yaklaşılması gerekliliği ortaya çıkıyor.

Konut ve büyümede artan riskler, Çin piyasalarının negatif ayrışmasına neden oluyor



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Yuanın değer kaybının belli bantta tutulması, küresel dengeler açısından kritik olacak



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Japonya: Zayıf büyüme-düşük enflasyon çıkmazına tekrar yakalanmama çabası

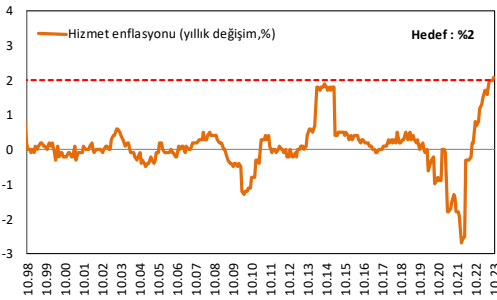
2023'ün ilk yarısı Japonya'da, azalan tedarik zinciri sorunları ve ihracatın güçlenmesine ek olarak turizmin ivmelendiği bir dönemdi. Japonya bu dönemde yıllık bazda %1,8 büyüyerek, geçen yılın ilk yarısındaki %1,15 ve tüm yıldaki %1,1'lik GSYH artışlarına göre daha güçlü bir gelişim sergiledi. Tüketim harcamalarındaki yavaşlamanın yatırımlar ve ihracattaki artışla dengelenerek, tüm yılın da aynı seviyede tamamlanacağı öngörüldü. Öte yandan mevcut görünüm, düşük büyüme çıkmazının devam ettiğini gösteriyor. Çünkü zayıf yenin iç tüketimdeki ve emtia ithalatlarındaki etkisi önemli baskı unsuru. Ayrıca, Çin'deki zayıflamayla, Ağustos'ta ihracatın düşüşünü 2,5 yıldır ilk kez ikinci aya taşımasının ardından, Ekim'de yıllık bazda %1,6'lık artışla gösterdiği toparlanmanın kalıcı olması beklenmiyor. Bu doğrultuda 2024'te büyümenin; net ihracat, özel yatırımlar ve tüketimde zayıflamayla %1'e gerilemesi öngörüldü.

Ocak 2023'te yıllık bazda %4,3 artışla son 42 yılın zirvesine yükselen TÜFE, Şubat-Ekim döneminde ortalama %3,25 artış gösterdi. Sürdürülebilir enflasyona geçişte önemli olan hizmet enflasyonu da Ekim'de %2,1 artarak %2 seviyesi yakınlarındaki seyrini sürdürdü. Hizmet enflasyonunun Mart 1998'den beri görülen zirveye yükselmesiyle fiyat baskılarının hedefi aştığı 2023'ün, %3,2'lik TÜFE ile tamamlanacağı tahmin ediliyor. 2024

görünümü ise, BoJ'un politika tercihine ve halkın harcama alışkanlıklarına bağlı olacaktır. Enflasyonun hedefin üzerinde kalıcılaşabileceği senaryosu ışığında, 2024'te verim eğrisi kontrolünün sonlandırılması bekleniyor. Ancak ülkede enflasyonun kalıcılığının halen sorgulandığı ve dünyada resesyon temasının öne çıktığı konjunktörde, politika değişikliğinin hızlı ve radikal gerçekleşmesi zor görünüyor. BoJ'un eşanlı olarak küresel likiditeye desteğinin bu yılkinden daha az olacağı öngörülen 2024'te, faiz artışını ve bilanço daraltılmasını temkinli yürütmesi beklenir. Banka'nın, küresel sıkılaşmayı gecikmeli takip etmekle birlikte, düşük zayıf büyüme çıkmazına dönmek için, hem faiz hem de likidite bacağına daha ılımlı ilerleyebileceğini düşünüyoruz.

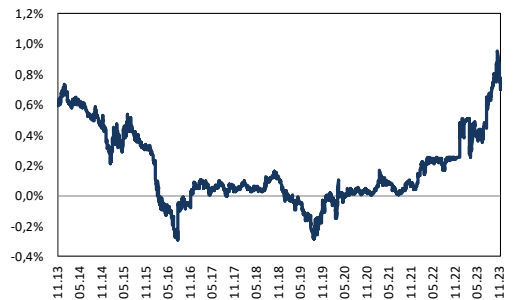
Getiri eğrisi kontrolünün bırakılması halinde 10Y tahvil faizlerinin %2 ile son 24 yılın zirvesine çıkabileceği senaryosunda, büyüme ve enflasyondaki yansımalar kritik olacaktır. Bilindiği gibi bu yıl, küresel parasal sıkılaşma ve arz sıkıntılarının giderilmesine karşın, enflasyonda katılıklar ön planda. Japonya'nın iç tüketim ve fiyatlama davranışlarındaki farklılığa karşın, ücret artışlarının enflasyondaki yansımaları, hedef üzerindeki seyrin geçici olduğuna dair öngörülerin sorgulanmasına neden olmaktadır. Bu noktada, politika değişikliğinin gecikmeli etkilerinin görülme zamanı önemli olacaktır.

BoJ, hizmet enflasyonunun sürdürülebilirliğe ulaştığını düşünmüyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

JPY 10 yıllık tahvil faizleri Eylül 2013'ten bu yana görülen zirve seviyeye yükseldi



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Gelişen Ülkeler: Güçlü doların baskısı altında, büyüme ve enflasyonda dengelenme çabası

2022'de gelişmişler öncülüğündeki parasal sıkılaştırmanın büyüme ve borçluluktaki yan etkileriyle yüzleşilmişti. 2023 ise, enflasyonda katılık unsurunun tetiklediği enflasyon-büyüme ikileminin politika adımlarıyla çözülmeye çalışıldığı bir sürecin başlangıcı olarak adlandırılabilir.

2022'de %4,1 ile pandemi öncesi döneme göre daha zayıf büyüme kaydeden gelişenlerin bu yılı da %4'lük benzer GSYH artışı ile tamamlayacağı öngörülüyor. Yine 2022'de sıkılaştırmanın yansımalarıyla ivme kaybederek %2,6 büyüyen gelişmişlerin ise, artan resesyon endişeleriyle bu yıl ancak %1,5'lik GSYH artışı kaydedeceği tahmin ediliyor.

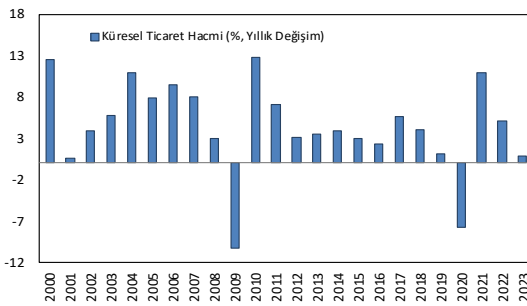
Çin, geçen yıl geleneksel modele dönme eğilimi göstermesine ek olarak, 'sıfır kovid'in yansımalarıyla yavaşlayarak %3 büyümüştü. Bu politikanın sonlandırıldığı ve büyüme kompozisyonunun hizmetler lehine geliştiği 2023'te de; hükümetin kapsamlı adımlardan kaçınması, dış fazladaki düşüş ve emlak sektöründeki yavaşlamayla %5 seviyesinde büyüme ile uzun dönem ortalamasının altında kalması bekleniyor. Hindistan'da ise, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerinin yarattığı baskıya ek olarak, dış ticaretteki zayıflamanın büyümede belirleyici olması bekleniyor. Mayıs 2022'de devreye alınan ve toplamda 250 baz puan ile politika faizinin %6,5'e yükseltilerek 2010'dan beri en agresif sıkılaştırmanın

yaşandığı Hindistan'da enflasyon, emtia fiyatlarındaki artışlar nedeniyle yılın ikinci yarısında ivmelenecek %6,83'e yükseldikten sonra Ekim sonunda %4,87'ye geriledi. Bu nedenle, esasında düşük enflasyon ve makro indikatörlerdeki zayıflama nedeniyle beklendiği politikasına geçiş yapan RBI'nın 3Ç24'e kadar politika faizini sabit tutması bekleniyor. Borçluluğun %81'den %81,9'a hafif yükselmesi, bütçe açığı oranının %8,8'e ılımlı düşüş kaydedmesi bekleniyor. Bu çerçevede, Hindistan ekonomisinin yıllık bazda hafif yavaşlama gösterecek olmasına karşın, %6,3 büyüme ile diğer Asya ekonomilerinden pozitif ayrışmasını sürdürmesi öngörülüyor. Gelişen Asya'nın ise, Çin'de beklenen yavaşlama nedeniyle, %5,2 ile son 10 yıllık ortalamasının altında büyüme kaydedeceği tahmin ediliyor.

Gelişen Avrupa'nın ise, Rusya'da sağlanan mali desteğin makro indikatörlerde sağladığı ivmelenmeyle, bu yıl %2,4 büyümesi tahmin ediliyor (2022'de %0,8). Latin Amerika'da ise, parasal sıkılaştırmanın talep üzerindeki gecikmeli etkileri ve ABD'deki yavaşlamanın ihracatı baskılamasıyla büyümenin %2,3'e gerilemesi bekleniyor (2022'de %4,1). Geçen yıl %4 büyüyen Sahra-altı Afrika'nın da bu yıl, zorlaşan finansal koşullar ve güç kesintileri nedeniyle, %3,3'lük GSYH artışı kaydedeceği öngörülüyor.

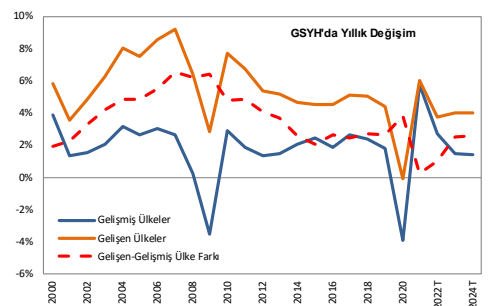
Enflasyon baskılarıyla mücadelenin büyümede

Küresel ticaret hacmi pandemi döneminden bu yana en zayıf performansını gösteriyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Gelişen-gelişmiş büyüme farkı yükselişini sürdürebilecek mi?



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

neden olduğu yavaşlamanın gelişmişlerde daha belirgin olmasıyla, gelişen-gelişmiş ülke büyüme farkının bu yıl 2,5 puana genişlemesi öngörülmüyor (2022'de 1,5 puan).

Gelişen grupta şahin duruşun büyümedeki gecikmeli yansımalarını hafifletme çabaları ile sağlanan mali destekler karşısında borçluluğu dengede tutma hedefiyle, bütçe açığı oranının %5,1'den %5,6'ya yükselerek, gelişmiş ülke tahmini olan %5,2'nin hafif üzerinde olacağı tahmin ediliyor.

ABD'de büyümede aşağı yönlü risklerin Euro Bölgesi'ne kıyasla daha ılımlı düzeyde kalması, güçlü dolar temasını ön planda tutuyor. 2024 yılı için de, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerine karşı Euro bölgesinin daha fazla duyarlılık gösterebileceğine dair güçlenen sinyaller karşısında, bu temanın ağırlığını koruyabileceği bir görünüm ortaya çıkıyor. Güçlü doları, resesyon olasılığının artması durumunda da, emtia fiyatlarında yaratabileceği aşağı yönlü baskılar nedeniyle, gelişen piyasalara sermaye akışında önemli bir risk unsuru olarak görüyoruz. Bu çerçevede, 2024'te gelişen ve gelişmiş ülke büyüme farkının sınırlı kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Öte yandan, 2024'te gelişen ülke büyümesinin %4 olacağı piyasa öngörüsü altında, %4,8 büyüyeceği tahmin edilen gelişen Asya'daki

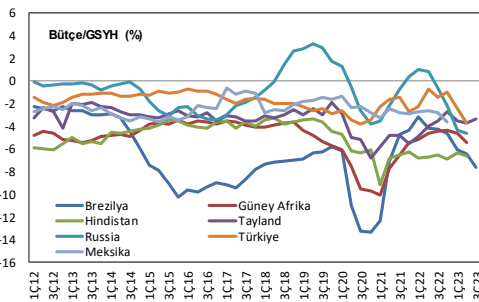
ayırışma öne çıkıyor. Çin'in, yapısal problemler ve küresel izolasyona sebep olan politikalar nedeniyle, %4'ler seviyesinde büyümeyle tamamlaması bekleniyor. Küresel üretim üssü olmayı hedefleyen Hindistan'ın da; yatırımlar, tüketim ve kamu harcamalarında öngörülen artışla %6,3 büyümesi bekleniyor.

Gelişen Avrupa'nın ise, Rusya'nın petrol ihracatlarının artacağı ve tüketime güçleneceği beklentisiyle, %2,2 büyümesi öngörülmüyor. Sahra-altı Afrika'nın ise, enerji projelerinin desteğinde %4 büyümesi tahmin ediliyor. Latin Amerika'nın ise, sektörel müdahaleler ve politik çalkantılar sebebiyle, %2,3 büyüyeceği öngörülmüyor.

2024 yılını, gelişmiş merkez bankalarının enflasyondaki katılıkla mücadelede yüksek faiz ortamını uzun süre sürdürme riski nedeniyle, gelişenler için daha zorlu bir dönemin adayı olarak görüyoruz. Nitekim, GOÜ CDS endeksinin Eylül ayında, 24,5 baz puan ile Haziran 2022'den bu yana en sert aylık artış kaydederek 226 baz puana yükselmesini öncü sinyal olarak görüyoruz.

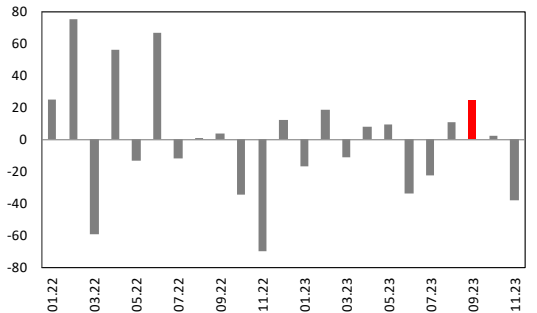
Türkiye ekonomisinin ise, makro-finansal istikrar, dengeli büyüme ve enflasyonu kalıcı olarak düşürme öncelikli çerçevede, mali disiplin kararlılığının sürdürüldüğü ve yapısal dönüşümün canlandırıldığı ortamda, pozitif ayırışmalar arasında yer alacağı inancındayız.

2024'te büyümede bütçenin desteği sınırlı kalacak



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

GOÜ'lerde artan riskler nedeniyle, CDS endeksi Eylül'de son 15 ayın en sert artışını gösterdi



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Türkiye Özet: Enflasyonu indirme öncelikli, istikrarlı ve dengeli büyüme dönemi

Dünyada enflasyonla mücadele kapsamında kararlı ve cesur adımlarla uygulanan parasal sıkılaştırmanın ekonomilerde sert resesyona neden olacağı korkusunun şimdiye kadar gerçeğe dönüşmediği bir yılı geri bırakıyoruz. Ancak, önemli boyuttaki faiz artırımlarının gecikmeli etkilerinin hızlı bir şekilde gözlenmeye başladığı mevcut küresel konjonktürün özellikle 2024 için zorlu bir zemin oluşturduğunu da hemen eklemek isteriz.

Her ne kadar yapılan faiz artırımları sonrasında para politikası desteğinde ciddi bir alan oluşturduğunuz farkında olsak da, büyümede yavaşlama işaretlerine enflasyondaki katılıkların azalma yönünde eşlik etmemesi durumunda, ekonomi yönetimlerini zor bir ikilemin beklediğini de göz ardı etmemek gerekiyor.

İçeride ise, destekleyici para politikasının, seçimler sonrasında yeni ekonomi yönetimiyle politikaların daha rasyonel zemine geçirilmesi anlayışında sıkılaştırma duruşuna geçtiği ve bunun da ekonomik dinamiklerde yeni bir dengelenme başlattığı bir süreç içinde bulunuyoruz.

Pandemi sonrası ekonomi politikalarının da desteğiyle %11,4 büyüyen Türkiye ekonomisi, geçen yıl %5,5 büyümesinin ardından, bu yıl ekonomide yeniden dengelenme ihtiyacına yönelik olarak uygulanan para politikasında normalleşme ve mali disiplin çerçevesinde potansiyel düzeyin hafif altına gerileyen bir büyüme görünümü sergilemektedir. Yine de, hem küresel belirsizliklere hem de içeride seçim belirsizliği yaşanmış olmasına karşın, ekonomik aktivitenin küresel büyümenin üzerinde bir hızda korunabildiği bir büyüme ortamından bahsedebiliriz.

Büyüme görünümünde, iç talebin desteklediği

genel tablo korunurken; deprem nedeniyle iktisadi faaliyette gözlenen düşüş ve aksamalar ise kısa sürede ve büyük ölçüde telafi edilmiştir. Seçim sonrası ekonomi politikalarında daha rasyonel bir zemine geçiş kararlarının temkinli ve ölçülü adımlarla gerçekleştirilmesinin yanı sıra, yüksek enflasyon ortamında fiyat güncelleme beklentileri de iç talebin güçlü kalmasında etkili bir unsur olmuştur. Ayrıca, deprem nedeniyle ertelenen harcamaların gerçekleştirilmesine ek olarak, seçim belirsizliğinin ortadan kalkmasının ve turizm sezonunun güçlü gerçekleşmesinin de iç talepte canlılığı desteklediği izlenmiştir.

Net dış talep ise, bir taraftan ana ihracat pazarlarımızda gözlenen yavaşlama ve kurun rekabet gücünde azalmaya bağlı olarak ihracatımızda yaşanan ivme kaybı; diğer taraftan güçlü iç talebe ek olarak, hem enerji maliyetlerinin belli seviyede kalması hem de altın ithalatında artışın etkisiyle ithalatın yüksek seyretmesi sonrasında, büyümeye katkısı negatif olmuştur.

Böylece, yılın dokuz ayında yıllık bazda %4,7 büyüme kaydedilirken; iç talebin 8,7 puanlık katkısına karşılık net dış talebin 4,1 puan büyüme oranını aşağı çektiğini görüyoruz. Kredi koşullarında sıkılaştırmaya bağlı olarak sanayi üretiminde yavaşlama görülmesine karşın, güçlü kalan hizmetler sektörü büyümenin ana itici gücü olmuştur. Tarım sektörü ise son üç yıldır zayıf performans göstermektedir.

Bu yılın geri kalanı ve 2024 yılına ilişkin olarak da, iç talep ağırlıklı geleneksel büyüme modelinin korunmasını bekliyoruz. Yıl sonu büyüme tahminimiz ise %4,4 düzeyinde.

Bu yıl küresel enflasyonda, hem pandemi sonrası tedarik süreçlerindeki aksaklıklarda

düzelme hem de enerji ve gıda fiyatlarında yaşanan ılımlı sürece, baz ve parasal sıkılaştırmanın etkilerinin de eklenmesiyle, zirve seviyelerden geri dönüşlere tanık olduk. Ancak, enflasyon oranlarının orta vadeli hedeflerin hala önemli ölçüde üzerinde bulunduğu ve katılıklar gösterdiğini de belirtmek isteriz.

İçeride enflasyon gelişimi için de küresel enflasyona benzer bir tablodan bahsetmek mümkün. Ekim 2022’de %85,51 ile zirve yapan yıllık TÜFE enflasyon oranı bu yılın Haziran sonu itibarıyla %38,21’e sert bir gerileme göstermiştir. Küresel emtia fiyatları ve taşımacılık maliyetlerindeki düşüşe ek olarak, arz kısıtı göstergelerinin tarihsel ortalamalarının altındaki seyri ve bazı mal ve hizmetlerde afetlerin yol açtığı arz-talep uyumsuzluklarının kısa süreli kalması enflasyon baskılarının yavaşlamasında etkili olmuştur. Kredi koşullarındaki sıkılaştırma ile kurdaki oynaklığın azalmış olması da ek destekleyici faktörler olarak sayılabilir.

Ancak, seçim sonrasında kurda yaşanan hızlı değer kaybı ile ücret ve vergi ayarlamalarının yarattığı maliyet ve talep baskıları, yılın ikinci yarısının başında enflasyonda tekrar yükseliş hareketinin başlamasına neden olmuştur. Para politikasının etki alanı dışında olan işlenmemiş gıda fiyatlarında yaşanan artışlar ve hizmet enflasyonundaki katılık da enflasyonda hızlı geri dönüşte etkili olmuştur. Böylece, yıllık enflasyon Kasım sonunda %61,98 seviyesine yükselmiştir.

Baz etkisi ile birlikte, maliyet enflasyonundan talep enflasyonuna gecikmeli etkileri de dikkate aldığımızda, yılın kalan döneminde de yıllık tüketici enflasyon oranında yükseliş eğiliminin korunacağını ve yılı %64,7 ile, 2022 sonunda kaydedilen %64,27’ye benzer durumda kapatabileceğini tahmin ediyoruz.

Politika faiz oranında, 2021 Eylül ayından bu yılın Şubat ayına kadar yürütülen faiz indirim sürecine Mart ayında ara verildikten sonra, faiz oranının Haziran ayına kadar %8,5 seviyesinde sabit tutulduğu bir süreç geçirdik. Başkanlık seçimlerinin geride kalmasının ardından yapılan ilk PPK toplantısında ise, enflasyonun ana eğiliminin gerilemesini ve orta vadede %5 hedefine ulaşmasını sağlayacak parasal ve finansal koşulları oluşturmanın gerekli olduğu tespiti yapılarak, politika duruşunda önemli bir değişikliğe gidildi. Önden yüklemeli başlatılan ve gerektiğinde zamanlı ve ölçülü olarak devam ettirme kararlılığı korunan parasal sıkılaştırma duruşuyla politika faizi mevcut durumda %40’a yükselmiş durumda.

TCMB, faiz artırımının yanı sıra, parasal sıkılaştırma sürecini destekleyecek seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma kararlarını da uygulamaya koymuştur. Ayrıca, para politikası çerçevesinin, piyasa işlevselliğini artıracak ve makro finansal istikrarı güçlendirecek şekilde sadeleştirilmesi de hedeflenmektedir.

Enflasyonun yakın dönem gelişiminde ana eğilimin yükseliş tarafında kalması nedeniyle, politika faizi artışlarının devam etmesini ve faizin yıl sonunda %42,5 seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.

Cari denge cephesinde ise, 2022 yılında başlayan bozulmanın bu yıl da devam ettiğini izledik. 2021 sonunda 7,2 milyar dolara inen yıllıklandırılmış cari açık 2022 sonunda 49,1 milyar dolara çıktıktan sonra, bu yılın Eylül sonu itibarıyla 51,7 milyar dolara yükselişini sürdürdü. Turizm ve taşımacılık gelirlerindeki güçlü seyir ve enerji ithalatındaki gerilemeye karşın; yüksek altın ithalatı, güçlü tüketim malları talebi, küresel sıkılaştırmanın ana ihracat pazarlarımızda neden olduğu zayıflama ve deprem felaketinin ihracatta

etkisi gibi bir dizi unsur cari işlemler açığının genişlemesinde etkili olmuştur. Yıl sonunda cari açık tahminimiz ise 49 milyar dolar seviyesinde.

Maliye politikası ile ilgili olarak, 2011-2018 döneminde %1-2 aralığında sınırlı kalan **bütçe açığı oranı**, pandeminin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmaya yönelik kapsamlı önlemlerin de uygulandığı takip eden üç yıllık dönemde %3 civarına bir hızlanma gösterdikten sonra, 2022 yılında tekrar %1 seviyesine hızlı geri dönüş göstermiştir.

Ancak, Şubat ayında yaşanan afetle ilgili yapılan harcamalara ek olarak; kamu çalışanlarının maaşlarında artışlar, cari transferler ve Hazine yardımları bütçe harcamalarının yükünü bu yıl artırmıştır. Böylece, geçen yılın sonunda %1,0 ile sınırlı kalan **12 aylık bütçe açığının gelire oranı**, bu yılın ilk yarı sonunda %3,7'ye çıkmış; Ekim sonu itibarıyla ise %2,4'e gerilemiştir. Ancak yılın kalan döneminde, OVP'nin de işaret ettiği üzere, vergi gelirlerinde yavaşlık ve harcamaların önemli baskısıyla, bütçe açığının tekrar yükseliş göstererek **yıl sonunda %5,6 seviyesine ulaşabileceğini**; 2024 yılında da yine yüksek kalacağını tahmin ediyoruz (OVP tahmini her iki yıl için de %6,4).

2023 yılını özetle; hem küresel ekonomide hem de iç dinamiklerde önemli **politika duruşları/geçişleri ve kısmi dengelenmelerle** geride bırakıyoruz. **2024 yılını ise**, ekonomik dengesizliklerle mücadelede uygulanan **politika hamlelerinin etkilerinin/gecikmeli etkilerinin görüleceği** kritik bir dönem olarak öngörüyoruz. **Enflasyonu katılıklar karşısında orta vadeli hedeflere çekme mücadelesini**, dışarıda ve içeride ortak ekonomik öncelik olarak görürken; bu önceliğin içeride **makro-finance istikrar ve daha dengeli büyüme** çerçevesinde gerçekleştirilmesini bekliyoruz.

Bu doğrultuda, **2024 yılına ait öngörülerimizi** şu şekilde özetleyebiliriz:

❑ **İç talep ağırlıklı geleneksel büyüme modelinin daha dengeli olarak korunmasını bekliyoruz.** Parasal sıkılaştırma duruşunun yavaşlatıcı etkilerine karşı; rasyonelleştirme ve sadeleştirme politikalarının güven ortamını güçlendirmesinin, hem tüketim hem de yatırım kanallarıyla iç talepteki yavaşlamanın ılımlı gerçekleşmesine yardımcı olacağını düşünüyoruz. Son üç yıldır büyümeye eksi katkı yaratan stokların da azalış eğilimini yavaşlatmasını bekliyoruz.

Dış talebin ise, bu yıla göre daha olumlu bir görünüm verse de, sınırlı da olsa 'eksi' katkı görünümünü koruyacağını tahmin ediyoruz. Küresel faizlerde tepe noktalarına yakın olduğu düşünülse de, enflasyondaki katılıklar çözümlene kadar yüksek faiz ortamının korunacak ve parasal sıkılaştırmanın likidite araçlarıyla devam edecek olmasının yanı sıra geçmiş faiz artırımlarının gecikmeli etkilerinin **küresel büyümede aşağı yönlü riskleri artırdığı** inancındayız.

Yaptığımız projeksiyonlarda, özel tüketim harcamalarından 2024 yılı büyümesine 3,8 puanlık katkı öngörürken; yatırım harcamalarının 1,2 puanlık katkı sağlayacağını, stok değişiminin negatif etkisinin önemli ölçüde azalabileceğini hesaplıyoruz. Net dış talebin 'eksi' katkısının da 0,4 puanla sınırlı kalmasını bekliyoruz.

❑ **Enflasyonun gelecek yıl gelişiminde**, fiyatlama davranışındaki bozulmalar ve maliyet baskılarına ek olarak baz etkisindeki değişimler nedeniyle, özellikle yılın ilk yarısında **dalgalanmalar yaşanabileceğini** düşünüyoruz. Yılın ilk çeyreğinde aşağı yönlü eğilim öne çıkarken; ikinci çeyrekte yıllık enflasyonun %70 seviyesine yaklaşabileceğini

tahmin ediyoruz. Ancak, ikinci çeyrek sonu itibarıyla, parasal sıkılaştırma ile birlikte mikro- ve makroihtiyati çerçevenin kademeli olarak sadeleştirilmesinin parasal aktarım mekanizmasında yaratacağı iyileşmenin de desteğiyle, enflasyonda kalıcı düşüş eğiliminin başlayabileceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede de, **2024 sonu enflasyon tahminimizi %39,5 seviyesinde oluşturuyoruz.**

□ Gelecek dönem para politikası yaklaşımında, enflasyon görünümünde belirgin ve kalıcı bir iyileşme sağlanana kadar sıkılaştırma duruşundaki kararlılığın korunacağını düşünüyoruz. Nitekim, enflasyonun yakın dönemde ana eğilimi yükseliş yönünde kalıyor. TCMB projeksiyonlarında da, enflasyon oranının 2024'ün ikinci çeyreğine kadar yükselmeye devam edebileceği öngörüsü öne çıkıyor.

Bu doğrultuda, politika faizinin 2023 sonunda %42,5 seviyesine ulaştıktan sonra, enflasyonda kalıcı düşüş trendine kadar bu seviyede tutulmasını bekliyoruz. Kalıcı düşüşün başlamasını beklediğimiz yılın ikinci yarısı başında ise faiz indirim sürecine geçilerek, **politika faizinin yıl sonunda %34,5'e indirilebileceğini** öngörüyoruz.

□ Küresel sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle resesyon riskinin gündemde kalacağı öngörüsüne bağlı olarak enerji fiyatlarında göreceli ılımlı seyrin devamıyla beraber, dünyada büyüme ivmesinin bir ölçüde korunması ve kurun rekabet gücü sayesinde ihracatta ılımlı toparlanma, turizm gelirlerinin beklentilerin üzerinde ve genele yayılmış seyri ve altın ithalatındaki artışı sınırlamaya yönelik getirilen düzenlemeler gibi faktörler doğrultusunda cari dengede 2024 yılında iyileşme bekliyor; yıl sonunda açığın 37,5 milyar dolara gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

OVP'de de, altın ithalatının yarıdan fazla azalarak 12,5 milyar dolara ineceği; enerji ithalatının da bu yıla yakın olarak 77 milyar dolar ile 2022 yılına kıyasla ılımlı düzeyde kalacağı öngörülerini öne çıkıyor.

Finansman tarafında ise, portföy girişlerinin ılımlı kalması durumunda bile - ki not artırım senaryoları daha güçlü bir görünüm sunuyor-, rezervlerdeki güçlenme eğiliminin devam etmesini bekliyoruz.

□ Bu yıl, ülkemizde yaşanan deprem felaketiyle ilgili yapılan harcamalara ek olarak; kamu çalışanlarının maaşlarında artışlar, cari transferler ve Hazine yardımlarına bağlı olarak **%5,6 seviyesine çıkacağını tahmin ettiğimiz bütçe açığı oranının**, deprem sonrası yeniden inşa harcamalarının da etkisiyle, OVP ile uyumlu olarak, 2024 yılında da **%5,9 ile yüksek kalabileceğini** düşünüyoruz.

Ancak, deprem maliyetlerinin azalacak olmasının yanı sıra; bağış, yardım, kredi gibi ek kaynaklar, enerji fiyatlarının ılımlı seyretmesiyle enerji KİT'lerine transferlerin makul boyutta kalma beklentisi; kur korumalı mevduata ilişkin sistemin bütünüyle TCMB'ye devredilmiş olması gibi unsurlarla birlikte, makroekonomik istikrar ve dengeli büyümeyle etkinliği artacak mali disiplin yaklaşımının, takip eden dönemde bütçe açığını hızla indirebileceğini; **açık oranının 2025'te %3,5'e gerileyebileceğini** öngörüyoruz.

Özetle 2024 yılının, 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 dönem olarak öngörmekteyiz.

Büyüme: Daha dengeli büyüme tablosu

2023 yılını Türkiye ekonomisi açısından, büyüme oranının potansiyel düzeyin altına gerilediği; ancak, gerek küresel ekonomik görünümde belirsizliklerin hakim kalmaya devam etmesine gerekse de içeride kritik başkanlık seçimi takvimini içermiş olmasına karşın, ekonomik aktivitenin belli düzeyde korunabildiği bir dönem olarak geride bırakıyoruz.

İç talebin desteklediği büyüme tablosu korunurken; deprem nedeniyle iktisadi faaliyette gözlenen düşüş ve aksamaların ise kısa sürede ve büyük ölçüde telafi edildiği gözlenmiştir. Seçim sonrası ekonomi politikalarında daha rasyonel bir zemine geçiş kararlarının temkinli ve ölçülü adımlarla gerçekleştirilmesinin yanı sıra, yüksek enflasyon ortamında fiyat güncelleme beklentilerinin de iç talebin güçlü kalmasında etkili bir unsur olduğunu düşünebiliriz. Ayrıca, deprem nedeniyle ertelenen harcamaların gerçekleştirilmesine ek olarak, seçim belirsizliğinin ortadan kalkmasının ve turizm sezonunun güçlü gerçekleşmesinin de iç talepte canlılığı desteklediği izlenmiştir.

Dış talep tarafında ise, küresel para politikalarında belirginleşen sıkılaşma süreciyle ana ihracat pazarlarımızda gözlenen yavaşlama ve kurun rekabet gücünde azalmaya bağlı olarak ihracatımızda ivme kaybı yaşanmıştır.

Ayrıca, güçlü iç talebe ek olarak, hem enerji maliyetlerinin belli seviyede kalmasının hem de altın ithalatında artışın da etkisiyle ithalatın yüksek seyretmesine ve net dış talebin katkısının yılın dokuz ayında negatif bölgede belirmesine neden olmuştur.

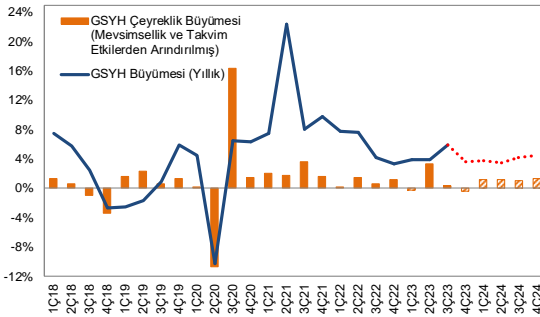
Büyümenin diğer bileşenleri olarak, yatırımlarda sınırlı pozitif katkı görünümünün korunduğunu; stokların ise büyümeyi yavaşlatıcı yönde kaldığını izliyoruz. Önümüzdeki dönemde, ekonomi politikalarının daha rasyonel zemine oturmasının desteğiyle güven ortamının kalıcı bir şekilde tesis edilmesi durumunda, stokların negatif etkisinin azalması büyümede destek unsuru olacaktır.

Yılın dokuz ayında yıllık bazda %4,7 büyüme kaydedilirken; iç talebin 8,7 puanlık katkısına karşılık net dış talebin 4,1 puan büyüme oranını aşağı çektiğini görüyoruz. Kredi koşullarında sıkılaşmaya bağlı olarak sanayi üretiminde yavaşlama görülmesine karşın, güçlü kalan hizmetler sektörü büyümenin ana itici gücü olmuştur. Tarım sektörü ise son üç yıldır zayıf performans göstermektedir.

Bu yılın geri kalanı ve 2024 yılına ilişkin olarak ise, iç talep ağırlıklı büyüme tablosunun korunmakla birlikte daha dengeli gelişmesini bekliyoruz. Fiyat istikrarını yeniden sağlama hedefli olarak para politikasında uygulanan

Potansiyelin altında ancak dünyaya göre daha güçlü büyüme

İç talep ağırlıklı geleneksel büyüme modeli korunuyor



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Harcamalar Yöntemiyle Hesaplanan GSYH'ye Katkılar				
(Yüzde puan)	2022	9A23	2023T	2024T
GSYH Büyüme Oranı (%)	5,5	4,7	4,4	4,0
Toplam tüketim	12,2	10,5	9,2	4,4
Özel	11,7	9,7	8,5	3,8
Kamu	0,6	0,7	0,8	0,6
Sabit sermaye yatırımı	0,3	2,0	1,7	1,2
Stok Değişimi	-7,7	-3,7	-3,5	-1,2
Net dış talep	0,7	-4,1	-3,0	-0,4
İhracat	2,4	-1,0	-0,5	1,1
İthalat	-1,7	-3,1	-2,5	-1,5

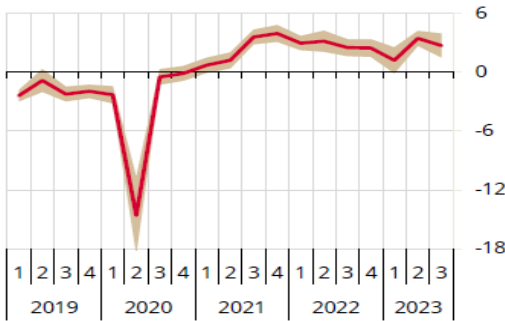
Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

sıkılaştırmanın ölçülü ve kademeli gerçekleşmesinin, iç talebin yükselen faiz ortamına karşı son döneme kıyasla daha düşük olsa da gücünü korumasına imkan tanıyacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca, ekonomi ve para politikalarının rasyonelleştirilmesi ve sadeleştirilmesi çerçevesinde güven ortamının güçlendirilmesi ile, iç talebe tüketim harcamalarına ek olarak yatırım harcamalarının da katkı sağlamaya devam ettiğini görebiliriz. Stokların da azalış eğilimini yavaşlatması beklenebilir.

Dış talep cephesinde ise, küresel piyasalarda finansal koşullardaki sıkılaşıma rağmen görece güçlü talep koşulları ve işgücü piyasalarındaki sıkılığın ekonomik aktiviteleri desteklediği görülmektedir. Ancak bu süreçte, küresel politika faiz oranlarında yapılan önemli artışlara karşın merkez bankalarının likidite araçlarını son derece temkinli kullanmalarının desteği de yadsınmaz. Bu noktada da, küresel politika faiz oranlarında tepe noktalara yakın olunması ve bundan sonraki dönemde daha ziyade likiditede sıkılaştırma stratejilerinin öne çıkabileceği öngörüsü karşısında küresel ekonominin gücünü ne şekilde sürdürebileceği, dış talebin büyümeye katkısında önemli bir risk unsuru olarak belirmektedir.

Bu noktada, geçmiş faiz artırımlarının gecikmeli etkilerini de dikkate almak

Çıktı açığı pozitif bölgede kalıyor

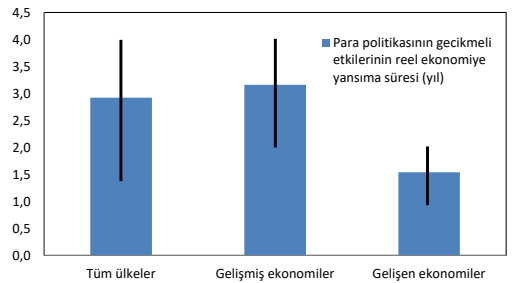


Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

gerekebilecek. Nitekim, gelişen ülkelerde, gecikmeli etkilerin oluşması 1 yılı içeren bir süreç alırken; gelişmiş ekonomilerde bu zaman dilimi 3 yıla kadar uzayabilmektedir. Son dönemde de, özellikle gelişmiş ekonomilerin büyüme hızında yavaşlama sinyalleri ağırlık kazanmaktadır. Bu görünüm karşısında, net dış talebin büyümeye katkısının bu yıla göre çok daha ılımlı düzeyde olsa da negatif bölgede kalabileceğini tahmin ediyoruz.

Bu doğrultuda ekonominin, bu yılı %4,4 ve 2024 yılını da %4 büyümeye oranları ile tamamlayabileceğini öngörüyoruz. İçeride ekonomi politikalarının istikrar kazanması ve dışarıda da küresel ekonomik görünüm ve para politikalarının geleceğiyle ilgili daha net bir tablonun oluşmasının desteğiyle, orta vadede de potansiyel düzeye yakın büyümeye oranlarına ulaşılabilirliğine inanıyoruz.

Küresel faiz artırımlarının gecikmeli etkilerinde GOU-GÜ farklılaşması



Kaynak: IMF World Economic Outlook, HLY Araştırma

Enflasyon: Dalgalanma sonrası kalıcı dezenflasyon sürecine doğru

Küresel ekonomide, pandemi dönemi tedarik süreçlerindeki aksaklıklara ek olarak Rusya-Ukrayna savaşının etkisiyle, enerji ve gıda fiyatlarında yaşanan yüksek artışların yarattığı yüksek enflasyon ortamının bu yıl bir miktar hafiflediğine tanık olduk. Söz konusu baskı unsurlarında yaşanan rahatlamaların yanı sıra, para politikalarında sıkılaştırmanın fiyatlarda yarattığı aşağı yönlü baskılar ve baz etkisi yıllık enflasyon oranlarının zirvelerinden geri gelmesinde etkili oldu. Ancak, söz konusu düşüşe karşın, enflasyon oranlarının hala yüksek sayılabilecek seviyelerde ve orta vadeli hedeflerin önemli ölçüde üzerinde bulunduğu; gıda ve enerji hariç çekirdek enflasyon verileri ve hizmet enflasyonunda orta vadeli hedeflere ulaşma konusunda risk yaratan yapışkan bir görünüm izlendiğinin de altını çizmek isteriz.

İçeride enflasyon gelişimi için de küresel enflasyona benzer bir tablodan bahsetmek mümkün. Ekim 2022’de %85,51 ile zirve yapan yıllık TÜFE enflasyon oranı bu yılın Haziran sonu itibarıyla %38,21’e sert bir gerileme göstermiştir. Küresel emtia fiyatları ve taşımacılık maliyetlerindeki düşüşe ek olarak, arz kısıtı göstergelerinin tarihsel ortalamalarının altındaki seyri ve bazı mal ve hizmetlerde afetlerin yol açtığı arz-talep uyumsuzluklarının kısa süreli kalması söz konusu dönemde enflasyon baskılarının yavaşlamasında etkili unsurlar olmuştur. Kredi koşullarındaki sıkılaştırma ile kurdaki

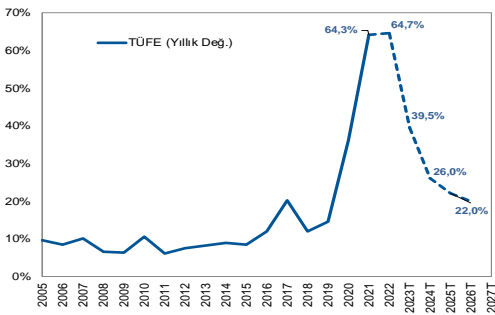
oyunluğun azalmış olması da ek destekleyici faktörler olarak sayılabilir.

Ancak, seçim sonrasında kurda yaşanan hızlı değer kaybı ile ücret ve vergi ayarlamalarının yarattığı maliyet ve talep baskıları, yılın ikinci yarısı başında enflasyonda tekrar yükseliş hareketinin başlamasına neden olmuştur. Para politikasının etki alanı dışında olan işlenmemiş gıda fiyatlarında yaşanan artışlar ve geriye endeksleme fiyat davranışının etkili olduğu hizmet enflasyonundaki katılık da enflasyonda hızlı geri dönüşte etkili olmuştur. Böylece, yıllık enflasyon Kasım sonunda %61,98 seviyesine yükselmiştir.

Baz etkisi ile birlikte, maliyet enflasyonundan talep enflasyonuna gecikmeli etkileri de dikkate aldığımızda, yılın kalan döneminde de yıllık tüketici enflasyon oranında yükseliş eğiliminin korunacağını ve yılı %64,7 ile, 2022 sonunda kaydedilen %64,27’ye hemen hemen benzer durumda kapatabileceğini tahmin ediyoruz.

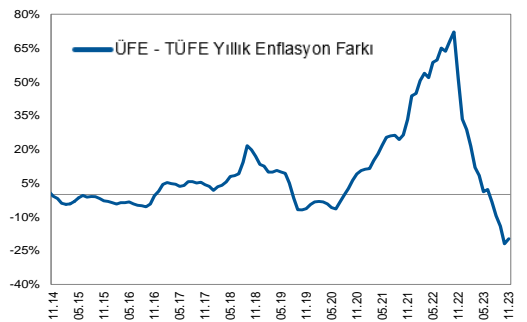
2021-2022 döneminde enflasyon artışıyla birlikte ciddi boyutlara ulaşan maliyet ve talep enflasyonu farkı, 2023’te düşen enflasyon ortamıyla birlikte hızlı bir normalleşme süreci göstermiştir. Ekim 2022 sonunda 72 puanın üzerine çıkan ÜFE-TÜFE yıllık enflasyon farkı, son verilerde negatif bölgeye geçmiş ve Kasım’da 22 puandan 19,7 puana gerilemiştir.

Yıllık enflasyonda dalgalanmalar 2Ç24’e kadar devam edebilir



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Talep ve maliyet enflasyon farkında hızlı normalleşme



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

2024 yılına ilişkin olarak, fiyatlama davranışındaki bozulmalar ve maliyet baskılarına ek olarak baz etkisindeki değişimler nedeniyle, yıllık enflasyon gelişiminde özellikle yılın ilk yarısında dalgalanmalar yaşanabileceğini düşünüyoruz. Yılın ilk çeyreğinde aşağı yönlü eğilim öne çıkarken; ikinci çeyrekte yıllık enflasyonun %70 seviyesine yaklaşabileceğini tahmin ediyoruz. Ancak, ikinci çeyrek sonu itibarıyla, parasal sıkılaştırma ile birlikte mikro ve makroihtiyati çerçevede kademeli olarak sadeleştirilmesinin parasal aktarım mekanizmasında yaratacağı iyileşmenin de desteğiyle, enflasyonda kalıcı düşüş eğiliminin başlayabileceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede de, 2024 sonu enflasyon tahminimizi %39,5 seviyesinde oluşturuyoruz.

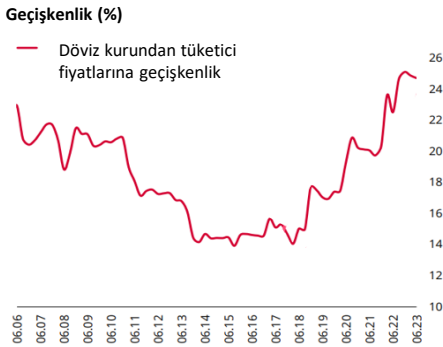
Kalıcı dezenflasyona geçişte, fiyat istikrarında baskı yaratan dengesiz talep oluşumuna izin vermeyecek para politikası duruşunun korunması kritik olacaktır. Böylece, enflasyon beklentilerinin çıpalanması ve fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın kontrol altına alınması mümkün olacaktır. Kredi ve finansal koşulların dezenflasyon politikalarıyla uyumlu kalması da diğer kritik bir unsur olacaktır.

Para politikasında bu yönde kararlılığın korunması, kurdaki oynaklığın makul boyutta kalması ve dezenflasyon sürecinin kalıcılığının sağlanması açısından önemli olacaktır.

Nitekim, 2018 yılının başlarında %15'in altında seyreden kur geçişkenliği, sonrasında hızlı bir artış trendine girmiş ve mevcut durumda %25 civarına ulaşmış görünmektedir. Diğer bir ifade ile, enflasyon beklentilerinin rolü kontrol edildiğinde, döviz kuru sepetindeki %10'luk artışın tüketici fiyatlara maliyet kaynaklı etkisinin bir yıllık sürede 2,5 puan civarında olduğu öngörülmektedir.

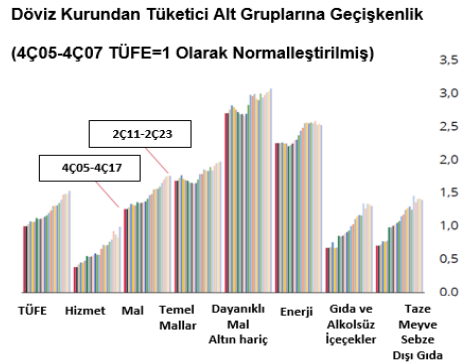
Kur geçişkenliğinde, ticarete konu olan temel mal grubu ve burada da dayanıklı tüketim malları ve yüksek yurt dışı bağımlılık gösteren enerji fiyatları öne çıkmaktadır. Yurt içi gelişmelere duyarlılığı yüksek ve uluslararası ticarete konu olma kapasitesi sınırlı olan hizmet grubunda kur geçişkenliği daha sınırlı kalsa da; beklentilerinin çıpalanamadığı yüksek enflasyon ortamında, geriye doğru endeksleme davranışı ya da fiyatlama davranışında bozulma ve ücretlerde artışa bağlı olarak bu grupta da geçiş etkisi yükselmektedir. Nitekim, mal grubunda bu yıl gözlenen sert düşüşe karşın; hizmet enflasyonu, önce sınırlı bir düşüş sonrasında da artış trendiyle enflasyonda ataletin önemli bir bileşeni olmaktadır. Kira, lokanta-otel, eğitim, sağlık ve ulaştırma kalemlerinde katılığın yüksek olduğu izlenmektedir. Bu doğrultuda da, hedeflenen dezenflasyon sürecinin gerçekleşmesinde, kur istikrarı ve enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması kritik bir önem taşımaktadır.

Kur geçişkenliğinde artış



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Hizmetlerde katılık, enflasyonla mücadelede en önemli risk unsuru



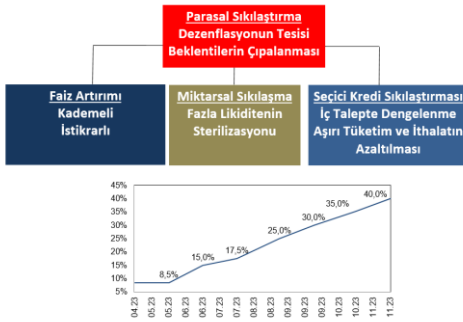
Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Para Politikası: 'Önden yüklemeli' parasal sıkılaştırma sonrası, dezenflasyon eşliğinde indirim süreci bekliyoruz

Politika faiz oranında, 2021 Eylül ayından bu yılın Şubat ayına kadar yürütülen faiz indirim sürecine Mart ayında ara verildikten sonra, faiz oranının Haziran ayına kadar %8,5 seviyesinde sabit tutulduğu bir süreç geçirdik. Başkanlık seçimlerinin geride kalmasının ardından Haziran'da PPK toplantısında ise, enflasyonun ana eğiliminin gerilemesini ve orta vadede %5 hedefine ulaşmasını sağlayacak parasal ve finansal koşulları oluşturmanın gerekli olduğu tespiti yapılarak, politika duruşunda önemli bir değişikliğe gidildi. Önden yüklemeli başlatılan ve gerektiğinde zamanlı ve ölçülü olarak devam ettirme kararlılığı korunan parasal sıkılaştırma duruşuyla politika faizi %40'a yükseltildi. Haziran'da 650 baz puan ile başlatılan artırımı boyutu, Temmuz'da 250 baz puana inmiş; ancak artan enflasyon riskleriyle Ağustos'ta 750 baz puan ve Eylül-Kasım döneminde de 500'er baz puan olarak gerçekleşmiştir.

Sıkılaştırma duruşuna geçişte; dezenflasyona geçiş kararlılığı, enflasyon beklentilerinin doğru yönetimi, fiyatlama davranışındaki bozulmanın kontrol altına alma gerekliliği öne çıkan unsurlardır. Küresel para politikalarıyla ilgili olarak da daha temkinli bir tutumun oluştuğunu; bunda da, enflasyonun gerilemesine karşın uzun dönem ortalamasının üzerinde kalmasının ve merkez bankalarının sıkılaştırmayı sonlandırmada çekimser kalmalarının etkili olduğunu söyleyebiliriz.

Parasal sıkılaştırma, faiz ve faiz dışı kanallarla yürütülüyor



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

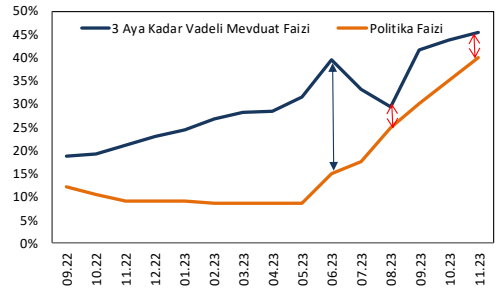
TCMB, faiz artırımının yanı sıra, parasal sıkılaştırma sürecini destekleyecek seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma kararlarını da uygulamaya koymuştur. Ayrıca, para politikası çerçevesinin, piyasa işlevselliğini artıracak ve makro finansal istikrarı güçlendirecek şekilde sadeleştirilmesi de hedeflenmektedir.

Para politikası yaklaşımında, enflasyon görünümünde belirgin iyileşme sağlanana kadar 'parasal sıkılaştırmanın gerektiği zamanda ve gerektiği ölçüde kademeli olarak güçlendirilmesi' stratejisinin korunduğunu görüyoruz. Nitekim, enflasyonun yakın dönem gelişiminde ana eğilimin yükseliş tarafında kaldığı gözleniyor. TCMB projeksiyonlarında, enflasyon oranının 2024'ün ikinci çeyreğine kadar yükselmeye devam edebileceği öngörüsü öne çıkıyor.

Bu doğrultuda, politika faizinin yıl sonunda %42,5'e ulaşmasını ve enflasyonda kalıcı düşüş trendine kadar da bu seviyede tutulmasını bekliyoruz. Kalıcı düşüşün başlamasını beklediğimiz yılın ikinci yarısında ise faiz indirim sürecine geçilerek, politika faizinin yıl sonunda %34,5'e indirilebileceğini öngörüyoruz.

Politika çerçevesinde sadeleşmenin eş anlı olarak uygulanacağını; sürecin kademeli ilerlemesinde etki analizlerinin sonuçlarının önemli bir araç olacağını düşünüyoruz.

Faiz tarafında, politika ve piyasa göstergeleri farklılaşması artık daha makul boyutlarda



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Dış Denge: İç talep artış hızında yavaşlama ve güçlü hizmet gelirlerinin desteğinde cari açığta azalma

Cari dengede 2022 yılında başlayan bozulmanın bu yıl da devam ettiğini izledik. 2021 sonunda 7,2 milyar dolara inen yıllıklandırılmış cari açık 2022 yılında 49,1 milyar dolara çıktıktan sonra, bu yılın Eylül sonu itibarıyla 51,7 milyar dolara yükselişini sürdürdü. **Turizm ve taşımacılık gelirlerindeki güçlü seyir ve enerji ithalatındaki gerilemeye karşın, bir dizi unsur yıllıklandırılmış cari işlemler açığının artış trendinde kalmasına neden olmuştur: i. yüksek altın ithalatı, ii. iç talebin desteklediği güçlü tüketim malları ithalatı, iii. gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkılaştırma politikalarının ana ihracat pazarlarımızın iktisadi faaliyetinde neden olduğu zayıflama, iv. ülkede yaşanan afetin ihracatta etkisi gibi.**

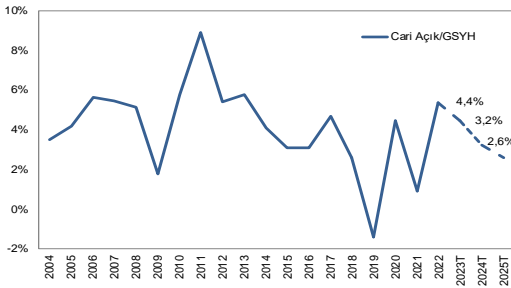
Böylece dokuz aylık dönemde, enerji ithalatı geçen yılın aynı dönemine göre 21,3 milyar dolar azalırken; 12,5 milyar dolar ile daha ılımlı olsa da yine de yüksek artışa işaret eden altın ithalatının bu pozitif etkinin bir kısmını ortadan kaldırdığını izledik. Aynı dönemde 3,4 milyar dolarlık artış gösteren net seyahat gelirlerine karşın, dış borç faiz ödemelerinde 3,3 milyar dolarlık artış ve geniş tanımlı ihracatta 3,7 milyar dolarlık gerileme de cari açığta baskı yaratan unsurlar olmuştur.

Ancak, küresel sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle resesyon riskinin gündemde kalacağı öngörüsüne bağlı olarak enerji

fiyatlarında göreceli ılımlı seyirle beraber, dünyada büyüme ivmesinin bir ölçüde korunması ve kurun rekabet gücüyle ihracatta ılımlı toparlanma, turizm gelirlerinin genele yayılmış seyri ve altın ithalatını sınırlamaya yönelik düzenlemeler gibi faktörler doğrultusunda yıllıklandırılmış cari açığın önümüzdeki dönemde gerileme göstermesini; **bu yılı 49 milyar dolar ve 2024 yılını da 37,5 milyar dolar seviyelerinde tamamlamasını bekliyoruz.** Öte yandan, iç talep seviyesi ve deprem bölgesine yönelik yeniden inşa faaliyetleri kaynaklı ithalat talebi cari açığta yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

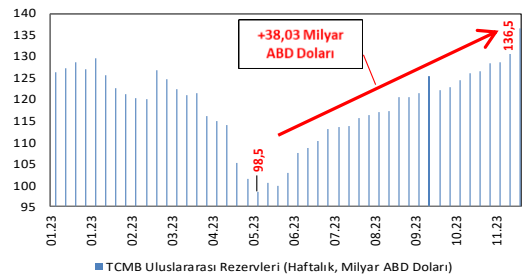
Cari açığa artışa ek olarak, portföy yatırımlarının çıkış yönünde kalması ve kaynağı bilinmeyen hareketleri yansıtan net hata ve noksan kaleminin çıkışa dönmesinin etkisiyle, **TCMB brüt rezervlerinin beş aylık dönemde ciddi azalış kaydettiğini takip ettik.** TCMB haftalık verilerine göre, 2022 sonunda 128,8 milyar dolar seviyesinde bulunan brüt rezervler Mayıs sonuna doğru 98,5 milyar dolara kadar geriledi. Ancak, seçimlerin geride bırakılmasının da etkisiyle finansman koşullarındaki iyileşmeyle, rezervler 136,5 milyar dolara yükselmiş durumdadır. Finansman projeksiyonlarımız da, portföy girişlerinin ılımlı kalması halinde bile (kredi notunda artırım beklentileri daha güçlü bir görünümü de getirmektedir), **rezervlerdeki artışın devam edebileceğine işaret ediyor.**

Cari açığta düşüş bekliyoruz



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

Rezervlerde güçlenme dikkat çekici



Kaynak: TCMB, HLY Araştırma

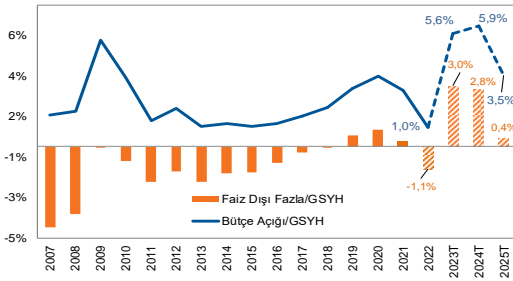
Maliye Politikası: Bütçede orta vadede daha dengeli bir görünüme doğru

2011-2018 döneminde %1-2 aralığında sınırlı kalan bütçe açığı oranı, pandeminin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmaya yönelik kapsamlı önlemlerin de uygulandığı takip eden üç yıllık dönemde %3 civarına bir hızlanma gösterdikten sonra, 2022 yılında tekrar %1 seviyesine hızlı geri dönüş göstermiştir. Bütçe harcamalarına kıyasla gelirlerde sağlanan daha güçlü performans, bütçe dengesinde gözlenen hızlı iyileşmede etkili olmuştur.

Ancak, Şubat ayında yaşanan afette ilgili yapılan harcamalara ek olarak; kamu çalışanlarının maaşlarında artışlar, cari transferler ve Hazine yardımları bütçe harcamalarının yükünü bu yıl ciddi ölçüde artırmıştır. Bütçe gelirlerinde ise, önemli bileşenlerden gelir vergisi ile KDV ve ÖTV gibi vergi kalemlerinin katkısına karşılık, kurumlar vergisindeki artış ılımlı kalmıştır.

Böylece 10 ayda, faiz dışı harcamalarda yıllık bazda %94 ve faiz ödemelerinde de %100 artışlar yaşanırken; vergi gelirlerinde yükseliş %85 düzeyinde kalmıştır. Geçen yılın 10 ayında 128,7 milyar TL açık veren bütçe dengesi ise, bu yılın aynı döneminde 608,1 milyar TL açık veren bir gelişim göstermiştir. Nitekim, geçen yılın sonunda %1,0 ile sınırlı kalan 12 aylık bütçe açığının gelire oranı, bu yılın ilk yarı sonunda %3,7'ye çıkmış; Ekim sonu itibarıyla ise %2,4'e gerilemiştir.

Bütçe açığının sürdürülebilir seviyelere gerilemesi ancak 2025'ten itibaren programda



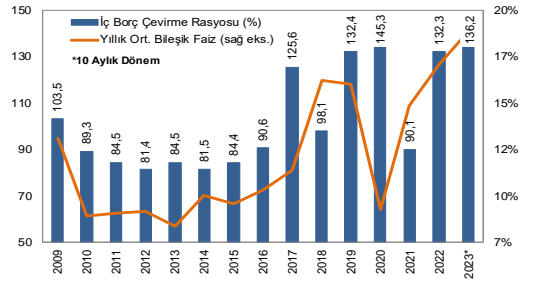
Kaynak: TÜİK, Hazine ve Maliye Bakanlığı, HLY Araştırma

Ancak yılın kalan döneminde, OVP'nin de işaret ettiği üzere, vergi gelirlerinde yavaşlık ve harcamaların önemli baskısıyla, bütçe açığının tekrar yükseliş göstererek yıl sonunda %5,6 seviyesine ulaşabileceğini; 2024 yılında da %5,9 ile yine yüksek seviyede kalacağını tahmin ediyoruz (OVP: %6,4).

Öte yandan, deprem sonrası yeniden inşa maliyetlerinin azalacak olmasının yanı sıra; bağış, yardım, kredi gibi kaynaklar ve Afet Yeniden İmar Fonu kaynakları; enerji fiyatlarının ılımlı seyri sayesinde enerji KİT'lerine yapılacak aktarımların makul boyutta kalma beklentisi; kur korumalı mevduata ilişkin sistemin bütünüyle TCMB'ye devredilmiş olması gibi unsurlarla birlikte, makroekonomik istikrar ve dengeli büyümeyle etkinliği artacak mali disiplin yaklaşımının, takip eden dönemde bütçe açığını hızla indirebileceğini; açık oranının 2025'te %3,5'e gerileyebileceğini düşünüyoruz.

Bütçe açığının finansmanında, iç borçlanma ağırlıklı kanal olmaya devam ederken; iç borç geri çevirme rasyosu 10 aylık dönemde, geçen yılın tamamına ait %132,3'e benzer şekilde %136,2 seviyesine ulaşmıştır. Hazine iç borçlanmasının ortalama maliyetinin de aynı dönemler için %16,9'dan %18,79'a ılımlı da olsa yükselişini sürdürdüğünü görüyoruz. Ortalama vade de 70 aydan 65 aya sınırlı olarak kısalmaktadır.

İç borç geri ödeme rasyosu yüksek kalıyor



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, HLY Araştırma

Makroekonomik Tahminler

Makro Ekonomik Göstergelere İlişkin Tahminler							
	2022	Yeni Ekonomi Programı			HLY Araştırma		
		2023T	2024P	2025P	2023T	2024T	2025T
TÜFE Enflasyon (dönem sonu)	64.3%	65.0%	33.0%	15.2%	64.7%	39.5%	26.0%
Çekirdek Enflasyon (dönem sonu)	51.9%				70.0%	47.0%	30.0%
GSYH (Milyar TL)	15,012	25,483	41,159	52,942	26,329	42,854	60,456
GSYH (Milyar \$)	906	1,067	1,119	1,205	1,106	1,166	1,359
GSYH Büyüme	5.5%	4.4%	4.0%	4.5%	4.4%	4.0%	4.5%
GSYH Deflatör	96.0%	62.6%	55.3%	23.1%	68.0%	56.5%	35.0%
Cari Denge (Milyar \$)	-49.1	-42.5	-34.7	-31.7	-49.0	-37.5	-35.0
İhracat (Milyar \$)	254.2	255.0	267.0	283.6	255.5	265.5	280.0
İthalat (Milyar \$)	363.7	367.0	372.8	388.9	366.0	375.0	390.0
Cari Denge / GSYH	-5.4%	-4.0%	-3.1%	-2.6%	-4.4%	-3.2%	-2.6%
Politika Faizi (dönem sonu)	9.0%				42.5%	34.5%	29.0%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (dönem sonu)	9.8%				26.0%	24.5%	23.0%
Gösterge 10Y Tahvil Faizi (ort)	18.2%				18.2%	25.5%	24.0%
USD/TRY (dönem sonu)	18.69				29.60	42.85	46.00
USD/TRY (ortalama)	16.57	23.88	36.78	43.94	23.80	36.75	44.50
Bütçe açığı / GSYH	1.0%	6.4%	6.4%	3.4%	5.6%	5.9%	3.5%
Faiz dışı fazla / GSYH	1.1%	-3.9%	-3.4%	-0.03%	-3.0%	-2.8%	-0.4%

Kaynak: Orta Vadeli Program, HLY Araştırma

BIST Strateji 2024: 'Finansal istikrar ve daha dengeli büyümenin desteğinde pozitif ayrışma bekliyoruz'

Global ekonomilerin 2023 yılı başında ana gündem başlıkları; enflasyon ve küresel merkez bankalarının enflasyonla mücadele için atmış olduğu adımlar ve bu adımların büyüme üzerindeki etkisi ile Rusya-Ukrayna merkezinde jeopolitik gelişmeler oldu. ABD ve gelişmiş ülke merkez bankalarının enflasyonla mücadele kapsamında atmış olduğu sıkılaştırma adımları sonucunda, enflasyonun kontrol altına alınması ve zirve seviyelerinden önemli gerilemeler kaydetmesi mümkün oldu. Ancak endişelerin, hem enflasyonda katılıklara hem de parasal hamlelerin gecikmeli sonuçları nedeniyle büyüme görünümüne kaydığını görüyoruz. Bu nedenle de, yıla başlarken hakim olan ancak sonrasında güçlü görünümle geride bırakılan 'sert iniş' korkularının tekrar canlandığını söyleyebiliriz.

2023 yılını, hem küresel ekonomide hem de iç dinamiklerde önemli politika duruşları / geçişleri ve kısmi dengelenmelerle geride bırakırken; 2024 yılını, ekonomik dengesizliklerle mücadelede uygulanan politika hamlelerinin gecikmeli etkilerinin görüleceği kritik bir dönem olarak öngörüyoruz. Enflasyonun orta vadeli hedeflere çekilme çabasını, dışarıda ve içeride ortak ekonomik öncelik olarak görürken; bu önceliğin içeride makro-finansal istikrar ve daha dengeli büyüme çerçevesinde gerçekleştirilmesini bekliyoruz.

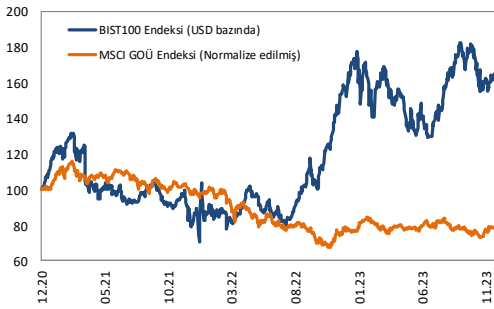
İçeride destekleyici para politikasının, yeni ekonomi yönetimiyle politikaların daha rasyonel zemine geçirilmesi anlayışında sıkılaştırma duruşuna geçtiği ve bunun da ekonomik dinamiklerde yeni bir dengeleme başlattığı bir süreç içinde bulunuyoruz.

2023, BIST tarafında tarihi zirvelerin görüldüğü bir yıl oldu. BIST-100 yılbaşından bu yana TL bazında %46,30 artarken, dolar bazında %5 değer kaybetti (05.12.2023 kapanışı itibariyle). 3 Ekim 2023'te 8.563 puan seviyesi ile BIST100 endeksinde tüm zamanların rekor seviyesi görüldü.

BIST100 endeksi dolar bazında, MSCI GOÜ endeksine göre yılbaşından bu yana %7,5 oranında negatif ayrışırken; F/K bazında GOÜ'lere göre %52 iskontolu işlem görüyor. MSCI gelişmiş ülke borsaları endeksi yılbaşından bu yana %16,3, gelişen ülke endeksi %2,5 ile sınırlı yükselişe işaret ediyor.

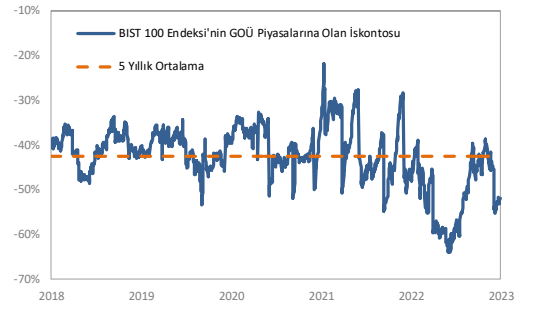
Mevcut durumda, BIST100 Endeksi 6,33x cari F/K ile %52 iskontolu işlem görüyor. BIST Banka Endeksi de GOÜ Bankalarına göre F/K bazında %63 iskontolu işlem görüyor. Son 5 yıllık ortalamasına baktığımızda ise %52,0 iskontoya işaret ediyor. BIST Sanayi Endeksi ise 7,95x FD/FAVÖK ile MSCI GOÜ Sanayileri FD/FAVÖK çarpanına göre %4,8 iskontolu işlem görüyor.

BIST100 endeksinde son 3 yıllık dönemde gelişen piyasalara göre güçlü performans



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

BIST100 Endeksi GOÜ'lere göre hala %52 iskontolu



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Ekonomi yönetimindeki değişiklikler ve rasyonel politikalara geri dönüş çerçevesinde, para politikası kanalı etkinliğinin artırılması ve mali disiplinin desteklenmesi yönünde atılan adımları, makroekonomik ve finansal istikrar açısından olumlu gelişmeler olarak görüyoruz.

Bu gelişmeler karşısında ülke risk priminde gözlenen gerilemenin, politikaların kalıcılığı durumunda devam etmesini; bunun da özellikle özel sektör borçlanma, banka sendikasyon maliyetleri ve yabancı sermaye girişlerinde daha belirgin iyileşmelere neden olacağını düşünüyoruz. Portföy girişleri kanalıyla yabancı yatırımcı paylarında artışlar gözlemliyoruz; iç dinamiklere yönelik ilginin yüksek olduğu geçmiş dönemlerdeki seviyeler dikkate alındığında, mevcut seviyelerin cazip oranda artış potansiyeli taşıdığını söyleyebiliriz.

Ülke kredi notu hala yatırım yapılabilir seviyelerin 5-6 kademesi altında bulunuyor olsa da, üçüncü çeyrek sonundan itibaren görünüm notunda iyileşmeler açıklandığını takip ediyoruz. Önümüzdeki dönemde, ekonomik politikalarının rasyonel zemine geçişinin kalıcılığı konusunda güven ortamının güçlenmesi halinde, buna kredi notu iyileşmelerinin de eşlik edeceğini düşünüyoruz. Mart 2024'te yapılması

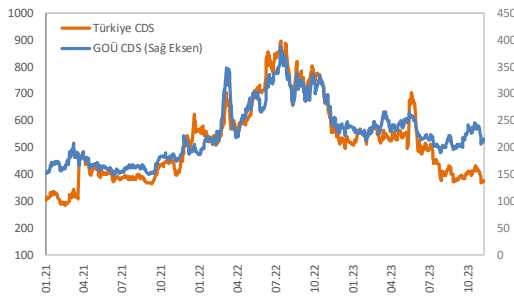
planlanan yerel seçimler sonrasında ise, makro ekonomik görünümün de olumlu gelişmesi durumunda, kredi notundaki iyileşmelerin hız kazanmasını bekliyoruz. Buna yönelik görünümün oluştuğu konjonktürde de, Türk Lirası varlıklarına yabancı ilgisinin güçleneceğini düşünüyoruz.

KKM'den çıkış sürecinin başlatılmasını takiben KKM'den ayrılacak olan yatırımcının varlık seçiminde, faizlerin dengeleneceği seviyelerin hisse yatırımcısı için kritik unsurlardan biri olacağını tahmin ediyoruz.

Özetle, Borsa İstanbul'da hisse seçiminde, iç makro ekonomik unsurlar ve küresel dinamiklere göre relatif gelişimin ana belirleyici olacağını ve sektör/hisse seçiminin önemini koruyacağını düşünüyoruz. Özellikle, küresel resesyon senaryosunun gerçekleştiği durumda, istikrarlı iç görünüm, fiyat avantajıyla birlikte, pozitif ayrışmayı belirginleştirecektir.

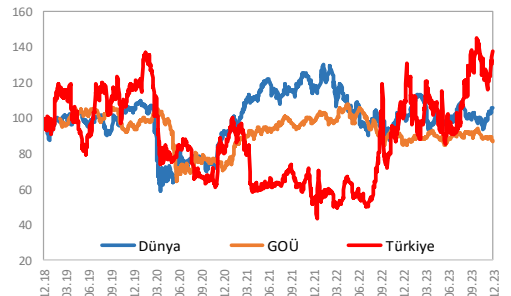
2024 yılında BIST'in performansına ilişkin olarak; Araştırma kapsamımızda bulunan şirketler için TL bazlı değerlemelerde %19 risksiz faiz oranı, %4,0 büyüme ve %39,5 enflasyon oranı varsayımlarımız altında, BIST100 endeksi için 12-aylık tahminimizi 11.300 olarak belirliyoruz. Endeks hedefimiz de, %40 getiri potansiyeline işaret ediyor.

CDS'lerde düşüş



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

XBANK'te, MSCI GOÜ Banka Endeksine göre sınırlı pozitif ayrışma



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

HLY Model Portföy

2023 görünümüne ilişkin belirlediğimiz temalar doğrultusunda yıl başında oluşturduğumuz HLY Model Portföyümüz bugüne kadar BIST'e relatif %43,74 pozitif getiri sağladı.

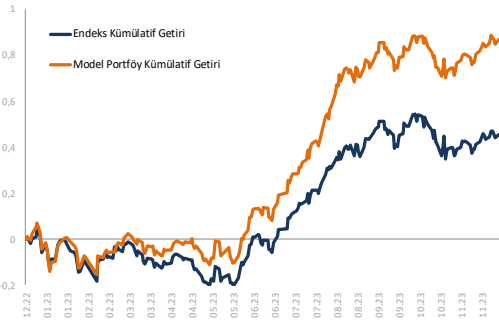
2024 yılı için oluşturduğumuz Model Portföyümüzde ise, bankacılık sektörüne %20 ağırlık verirken (%10-YKBNK, %10-TSKB); banka dışında diğer şirket hisselerine de eşit ağırlık vermeyi tercih ediyoruz. Dolar bazında BIST Bankacılık endeksi yılbaşından bu yana %14 değer kazanırken (MSCI GOÜ banka endeksi %2,7 değer kazandı), BIST sanayi endeksi %6,4 düşüşle daha zayıf performans gösterdi (MSCI GOÜ sanayi endeksi %2 düştü). XBANK/XUSIN rasyosu da, geçen yıl sonundaki 0,56 seviyesinden son verilerde 0,69'a yükselmesine karşın, hala 5 yıllık ortalaması olan 0,74'in altında bulunuyor.

2024 Model Portföyümüzde %20 ağırlık verdiğimiz bankacılık sektörünün, özellikle özel sektör bilançolarının karşılaştıkları riskleri yönetmekte yabancı emsallerine kıyasla başarılı olduğunu düşünüyoruz. Seçimler sonrasında oluşan pozitif fiyatlamaya ortamının, nispeten artış göstermesini beklediğimiz yabancı fon akımı ile birlikte, bankacılık sektörü liderliğinde kısa-orta vadede devam edeceğine inanıyoruz. Seçimler öncesinde ticari kredi faizleri üzerindeki baskılanma, seçimleri takiben devreye alınan

politikalar ile birlikte bu kez aksi yönde dengelenme içerisine girdi. Finansal koşullardaki sıkılaşıma kredi faizleri üzerinde baskı yaratmaya devam edecektir. Her ne kadar parasal sıkılaşıma ve KKM'den çıkış kapsamında atılan adımlar mevduat faizlerinde de yukarı yönlü baskı yaratıyor olsa da, bu hareketin kredi faizlerindeki yükselişe kıyasla daha ılımlı kaldığını gözlemliyoruz; dolayısıyla bankacılık kesiminin marjlarını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.

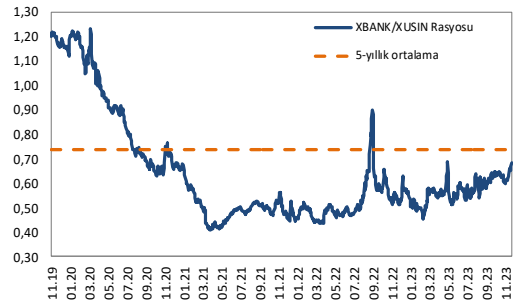
İç talebin desteklediği büyüme tablosu korunurken; deprem nedeniyle iktisadi faaliyette gözlenen düşüş ve aksamaların ise kısa sürede ve büyük ölçüde telafi edildiği gözlenmiştir. Ekonomi politikalarında daha rasyonel bir zemine geçiş kararlarının temkinli ve ölçülü adımlarla gerçekleştirilmesinin yanı sıra, yüksek enflasyon ortamında fiyat güncelleme beklentileri de iç talepteki baskılanmanın sınırlı kalmasını sağlamaktadır. Turizm sezonunun güçlü gerçekleşmesi de iç talebi desteklemektedir. Ancak yükselen faiz ortamının, otomotiv, teknoloji perakende ve dayanıklı tüketim gibi sektörlerdeki talebi gelecek dönemde kademeli olarak azaltması beklenebilir. Buna karşılık; havacılık, rafineri, petro-kimya, gıda perakendeciliği, içecek, telekomünikasyon, enerji, savunma ve tarım sektörlerinin güçlü görünümünü koruyacağını düşünüyoruz.

Model Portföy Kümülatif Performans



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

XBANK/XUSIN rasyosu 5 yıllık ortalamasına yaklaşıyor



Kaynak: HLY Araştırma

HLY Model Portföy

Havacılık sektörünün 2024'te güçlü görünümünü korumasını beklemekle birlikte; 2022 ve 2023'te oluşan oldukça güçlü bazın etkisiyle, daha dengeli ve sürdürülebilir büyüme görünümü sergileyeceğini tahmin ediyoruz. Diğer taraftan, yüksek seyreden jet yakıtı fiyatlarını, sektör üzerinde baskılayıcı unsur olarak değerlendiriyoruz.

Dezenflasyon sürecine geçiş öncesinde etkili olmaya devam etmesini beklediğimiz yüksek enflasyon ortamının hisse piyasalarının cazibesini korumasını beklerken; gıda enflasyonunun da, gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesinde destekleyici unsur olarak kalacağını öngörüyoruz. Ayrıca sıkılaştırma yönünde makro koşulların da, tüketimi dayanıklı tüketim ürünlerinden hızlı tüketim ürünlerine kaydırması beklenebilir.

Rafineri sektöründe; OPEC cephesinde devam eden destekleyici adımlar beraberinde arz sorunlarının sektör marjları üzerinde destekleyici olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Petro - kimya sektörü tarafında ise, dip seviyelerinde seyreden nafta makaslarında toparlanma eğiliminin yaşanabileceğini düşünüyoruz.

Tarım sektörünün yurt içinde artan traktör talebi ve küresel trendlere uyum çerçevesinde güçlü karlılık sergileyeceğini öngörüyoruz.

Savunma sanayi sektörünün, güçlenen Suudi Arabistan - Türkiye ilişkilerinin de desteğinde artan yeni siparişlerle güçlü operasyonel performans kaydetmesini bekliyoruz.

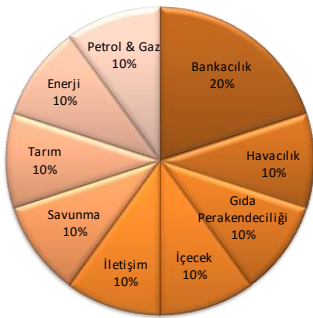
Telekomünikasyon sektörü tarafında ise, yüksek enflasyon ortamında fiyatlama politikasına ek olarak, maliyet verimliliği amaçlı çalışmalarla karlılığın artacağını düşünüyoruz.

Türkiye'de tüketici talebinin yıllar itibarıyla istikrarlı artış gösterdiği içecek sektöründe, alkolsüz içeceklere ve diğer yenilikçi ürünlere tüketici bağımlılığının artmasına bağlı olarak önümüzdeki dönemde sektörün pazar büyümesini artırmasını bekliyoruz.

Enerji sektörü tarafında ise, Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından paylaşılan 12. Kalkınma Planı'na ilişkin hedefler doğrultusunda, yenilenebilir enerji alanında atılmasını beklediğimiz adımların etkisiyle sektörün yatırım cazibesini devam ettirmesini bekliyoruz.

Borçsuz finansal yapıya sahip ya da yatırım döngüsünü büyük oranda tamamlamış, nakit yapısı kuvvetli, düzenli gelir üretimi ve karlılık yaratmakta güçlük çekmeyen, yabancı para pozisyonu artıda olan veya yabancı paraya endekslı gelir akışı olan şirketler korunaklı kalabilir.

2024 yılı Model Portföy sektörel dağılımı



Kaynak:HLY Araştırma

2024 yılı Model Portföy hedef fiyatlar

Şirket	Piyasa Değeri (milyon TL)	Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli (%)
YKBNK	171.306	20,28	28,80	42,0%
TSKB	20.832	7,44	10,91	46,6%
TUPRS	298.268	154,80	207,00	33,7%
THYAO	357.420	259,00	374,00	44,4%
BIMAS	187.473	308,75	435,55	41,1%
SISE	148.260	48,40	74,80	54,5%
TCELL	127.380	57,90	83,20	43,7%
TTRAK	67.495	674,50	1.242,10	84,2%
ENJSA	56.550	47,88	79,10	65,2%
CCOLA	113.704	447,00	605,00	35,3%

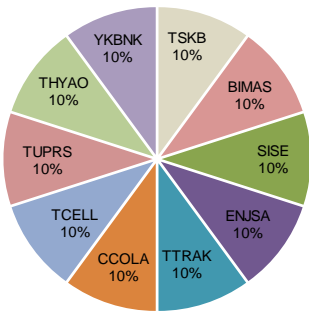
Kaynak:HLY Araştırma

HLY Model Portföy

Model Portföyümüzde öne çıkardığımız şirketlere geçecek olursak; bankacılık sektöründe, yüksek TÜFE'ye endeksli tahvil geliri ile TL kredi mevduat makasının finansal performansını destekleyeceği düşündüğümüz Yapı Kredi Bankası (YKBNK) ve önümüzdeki dönemde yüksek sermaye yeterliliği ile daha hızlı büyümesini beklediğimiz Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB); yüksek gıda enflasyonu, hızlı mağaza açılışları ve tüketicilerin artan bütçe hassasiyeti ışığında talebin indirim marketlerinde güçlü olmasının etkisiyle Bim (BIMAS); İş bankası grubu şirketlerinin yeni bir şirket altında toplanma kararının grup şirketleri performansı üzerinde yaratacağı pozitif etkiye ek olarak, şirketin büyüme planları ve yatırımlarını da göz önüne aldığımızda potansiyel sunduğunu düşündüğümüz Şişecam (SISE); küresel bazda tarımsal üretimin önem kazanması ve yurt içinde artan traktör talebiyle karlılığın zirve seviyelere ulaşacağını beklediğimiz Türk Traktör (TTRAK); orta-distilat marjlarda sektör ortalamasının üzerindeki seyrini sürdüreceği beklentisi doğrultusunda 2024'te güçlü operasyonel görünümün devamını beklediğimiz Tüpraş (TUPRS); güçlü kapasite ve büyüyen pazar payının desteğinde güçlü faaliyet kar performansını sürdüreceğini öngördüğümüz Türk Hava Yolları (THYAO); enerji sektöründe hem dağıtım hem de perakende segmentinde sahip olduğu güçlü

konumu, artan yatırımlara bağlı olarak güçlenen varlık tabanı ve yenilikçi çözümler ile faaliyet alanını genişletmesi sonucu güçlü finansallar açıklamasını öngördüğümüz Enerjisa (ENJSA); şirketin yüksek enflasyon ortamında hakim olan fiyatlama politikasına yoğunlaşmasıyla olumlu görünüm sergileyen ARPU-TÜFE makasına ek olarak, şirketin enerji ilintili çalışmalarının operasyonel karlılığı destekleyeceği beklentisiyle Turkcell (TCELL); geniş ürün bileşiminin sunmuş olduğu pazar hakimiyeti, yurt içinde enflasyonist ortamın destekleyici unsur olması ve yurtdışı operasyonlarının artan katkısı nedeniyle Coca-Cola (CCOLA) ön plana çıkıyor.

2024 yılı Model Portföy hisse dağılımı



Bankacılık Sektörü: 'Marjlarda olumlu görünümün devami'

Bankacılık sektörü, 2022 yılını başarılı bir şekilde tamamlamasının ardından, 2023 yılında da, karlılık momentumu zayıflamış olsa da, olumlu görünümünü korudu. Net faiz marjı, yılın ilk yarısında TL kredi/mevduat makasında görülen daralmanın etkisiyle düşüş eğiliminde gelişse de, ikinci yarıda kredi mevduat makasında görülen toparlanmanın etkisiyle artış eğilimi gösterdiğini takip ediyoruz.

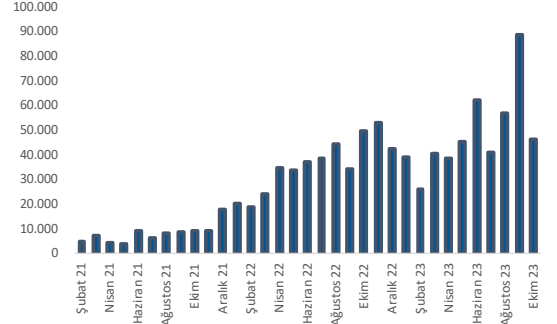
Kur korumalı mevduatlardan kademeli çıkış ve CDS'lerdeki düşüşle birlikte kredi faizlerinde yaşanan yükseliş, banka bilançolarını destekledi. Bu arada, TÜFE'ye endeksli tahvil gelirlerindeki artış, bankacılık sektörün performansına önemli ölçüde katkı sağladı.

Her ne kadar parasal sıkılaştırma ve KKM'den çıkış kapsamında atılan adımlar mevduat faizlerinde yukarı yönlü baskı yaratıyor olsa da; yükseliş hareketinin kredi faizlerine kıyasla daha ılımlı kalması bankacılık kesiminin marjlarını olumlu etkilemektedir. Marjlardaki olumlu seyir, TL kredi ve mevduat fiyatlaması ile TÜFE'ye endeksli tahvil getirilerinin desteğiyle, önümüzdeki dönemde de süreceğini düşünüyoruz.

Bankacılık sektörünün net karı, 10 aylık kümülatif verilere göre, yıllık bazda %44,7'lik artışla 486 milyar TL seviyesine ulaştı. Sektörde geçen yılın aynı dönemine kıyasla en yüksek kar artışı %56,8 ile yabancı mevduat tarafında gerçekleşti. 2023'ün ilk çeyreğinde yıllık bazda %67,8, ikinci çeyrekte %38,3 net kar büyümesi kaydedilen bankacılık sektöründe, üçüncü çeyrekte %59,6'lık yıllık büyümeye ulaşıldı. Son açıklanan Ekim ayı bankacılık sektör verilerinde ise net faiz gelirleri, TL menkul kıymet getirilerindeki normalleşme paralelinde, aylık bazda %33,7 gerileyerek, sektörel net karda aylık %47,9'luk azalışa neden oldu.

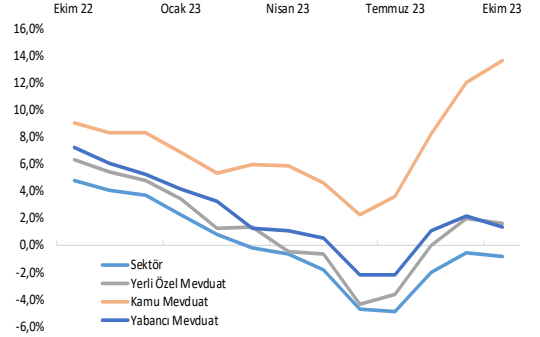
Özetle; yılın genelinde karlılık açısından olumlu bir görünüm sergileyen Türk bankacılık sektörünün, 2024 yılında da güçlü performansını koruyacağını öngörüyoruz. Özellikle, daha rasyonel zemine geçiş ve bunun gecikmeli olumlu etkilerinin destekleyici unsur olarak kalacağını düşünüyoruz.

Karlılıkta olumlu görünüm korunuyor



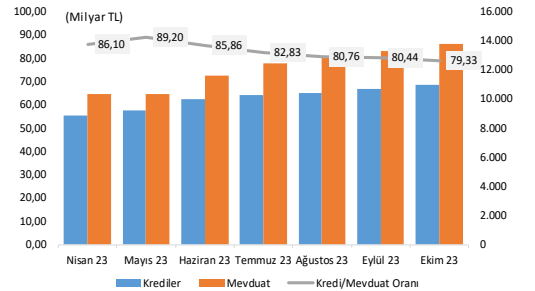
Kaynak: BDDK, HLY Araştırma

Kredi-Mevduat makasında olumlu görünüm



Kaynak: BDDK, HLY Araştırma

Kredi/mevduat oranında ılımlı gerileme



Kaynak: BDDK, HLY Araştırma

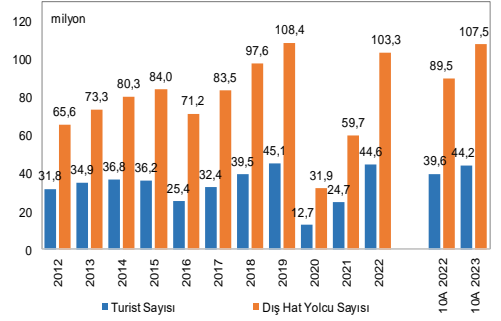
Havacılık Sektörü: 'Güçlü kapasitenin desteğiyle dengeli büyüme görünümü'

IATA verilerine göre küresel havayolu kapasitesi 2022'de, devam eden toparlanma eğilimiyle, arz edilen koltuk kilometre (AKK) 2019'un %71,9'una ulaşırken; yurt içi havayolu şirketleri (THYAO, PGSUS) kapasitesini salgın öncesi dönemin sırasıyla %7,5 ve %8,3 üzerine çıkarmayı başarmıştı. 2023'te de, küresel cephede toparlanmanın ivme kazanmasının beraberinde, 3Ç23 sonu itibariyle AKK metriğinde geçen yılın aynı döneminde kaydedilen seviyenin %95'ine ulaşıldı. Türkiye havacılık sektörünün pozitif ayrışmasında, ülkemizin sahip olduğu coğrafi konum avantajının desteğinde Türkiye'nin doğal hub olması, sahip olunan turizm potansiyeli ve havayolu şirketlerinin güçlü operasyonel yönetimi ana faktörler olarak ön plana çıkıyor. Bu doğrultuda, 2023'ün 10 ayında dış hat yolcu sayısı yıllık bazda %20,1 artışla 107,5 milyona ulaştı. Turizm cephesinde ise, 10A23'te yıllık bazda %11,6 artışla 44,2 milyon turisti sayısına ulaşıldı. İç hatlarda ise yolcu sayısı, yıllık bazda %16,7 artışla 38,6 milyon oldu. Toplam yolcu sayısının ise 2023'ü %19,4 artışla 170,3 milyon ile tamamlayacağını; 2024'te ise %10 artışla 187,3 milyon seviyesine ulaşılacağını tahmin ediyoruz. 2022 ve 2023'te oluşan oldukça güçlü bazın etkisiyle, 2024'te sektörün daha dengeli ve sürdürülebilir büyüme görünümü sergileyeceğini öngörüyoruz.

Sektörün en önemli risk unsurları, yüksek seyreden jet yakıtı fiyatları ve artan personel maliyetleri. Nitekim, OPEC cephesinde, Suudi Arabistan ve Rusya'nın devam eden gönüllü üretim kısıtlamaları, ham petrol ve jet yakıtı marjları üzerinde 2023'ün geri kalanı ve 2024'te yukarı yönlü katalizör olarak dikkat çekiyor.

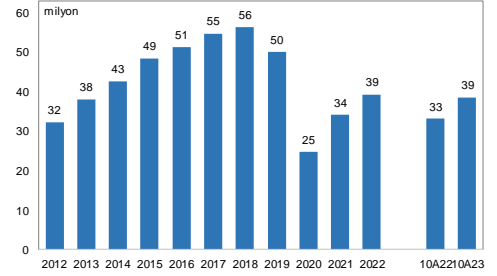
Kargo cephesinde ise, devam eden normalleşme sürecine rağmen, kargo tarifelerinin 2016-2019 ortalamasının yaklaşık %20 üzerinde seyretmeye devam edeceğini ve sürdürülebilir büyümeyi destekleyeceğini düşünüyoruz.

Yolcu sayısında güçlü görünüm devam ediyor



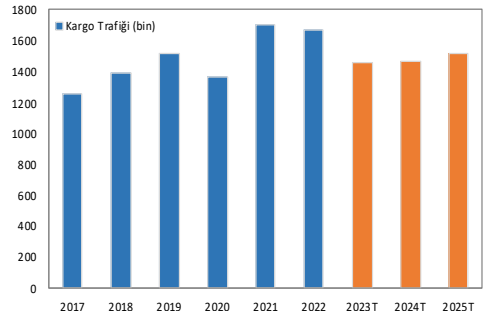
Kaynak: T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, DHMI, HLY Araştırma

2023: İç hatlarda toparlanma eğilimi



Kaynak: DHMI, HLY Araştırma

Kargo trafiğinde normalleşme



Kaynak: DHMI, HLY Araştırma

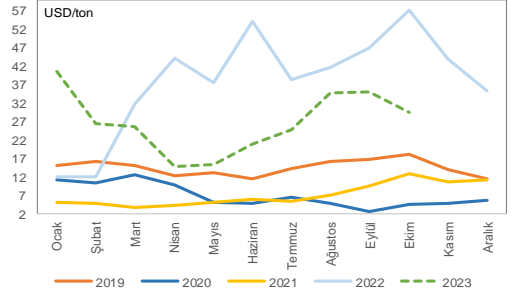
Petrol & Petrokimya Sektörü: 'Jeopolitik riskler ve arz kısıtlamaları beraberinde rafinerilerde güçlü marjlar'

OPEC cephesinde görülen fiyat destekleyici adımlar ve özellikle Suudi Arabistan ile Rusya'nın yıl sonuna kadar gönüllü olarak arz kısıtlamasına yönelik aldığı kararın etkisi ile, Brent petrol fiyatlamalarında Eylül ayında yılın en yüksek seviyesi olan 95 dolar/varil görüldü. Uluslararası Enerji Ajansı raporuna göre, ortalama küresel petrol talebinde 2023'te 2,2 milyon varil/gün, 2024'te ise 1 milyon varil/gün artış öngörülmüyor. Kurumun son öngörülerinde ise Brent petrol ortalama fiyatının, 2023 yılını tamamlaması beklenen 84 USD/Varil'den 2024 yılında 93 USD/Varil seviyesine yükseltmesi bekleniyor. Bu noktada, jeopolitik risklerin etkisinin öne çıktığını söyleyebiliriz. Tahmin edilen fiyat seviyelerinin de, rafinerilerdeki güçlü karlılık görünümünün sürdürülmesinde destek olacağını düşünüyoruz.

Özellikle, Avrupa bölgesinde bulunan rafinerilerde jeopolitik riskler ve pandemi sonrası mobilitede gözlenen artışın desteği ile 2022'de dizel cephesinde tarihi zirve seviyeleri olarak (yıl ortalaması: 37,85 dolar/varil) takip etmiştik. 10A23'te ise beklentilerimize paralel olarak marjlarda tarihi seviyelerden kademeli normalleşme süreci başlamış olsa da; mevcut durumda 26,71 USD/Varil seviyesinde olan marj, 5 yıllık ortalamamızın %65 üzerinde seyrediyor. OPEC cephesinde devam eden fiyat destekleyici adımların etkisi ile Ekim ayı itibari ile dizel-ham petrol makası 29,2 Varil/USD ile tekrardan zirve seviyelere yaklaşmış oldu. Söz konusu dönemde jet yakıtı cephesinde ise, 2023'te beklentilerimize paralel olarak kademeli normalleşme devam ederken, marj 5 yıllık ortalamamızın %94 üzerinde seyrediyor. Havacılık sektöründe devam eden toparlanma sürecinin desteğinde, jet yakıtı marjlarında olumlu görünümün devam edeceğini düşünüyoruz.

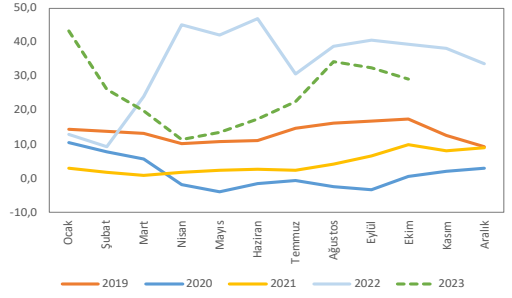
Petrokimya tarafında ise, 10A23'te etilen-nafta makası, Çin cephesinde seyreden zayıf talebin etkisi ile, 5 yıllık ortalama olan 465 dolar/ton'un %58 altında seyrediyor. Çin'in iç dinamiklerine yönelik gelişmeler makas görünümünde belirleyici olacaktır. Dip seviyelerde seyreden makasta 2024'ün ikinci yarısından itibaren ılımlı toparlanma yaşanabileceğini düşünüyoruz. Yüksek ham madde fiyatı, makasta baskılayıcı unsur olmaya devam edecektir.

Dizel marjlarında güçlü görünüm



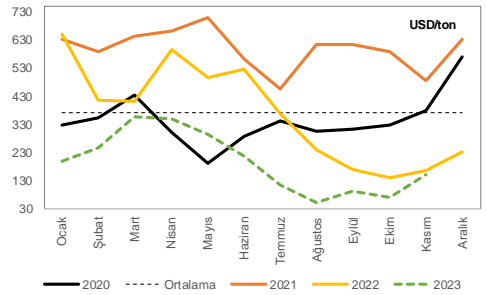
Kaynak: Tüpraş, HLY Araştırma

Sektörel toparlanma desteğinde jet yakıtında olumlu marjlar



Kaynak: Tüpraş, HLY Araştırma

Etilen-Nafta makasında, Çin'deki zayıf talebin etkisi sürüyor



Kaynak: Petkim, HLY Araştırma

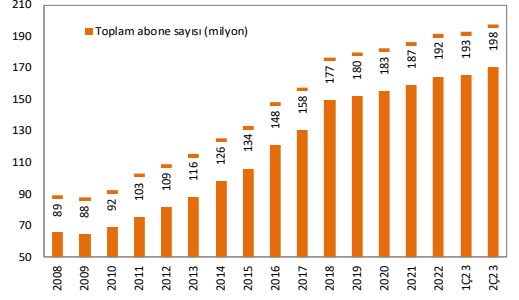
Telekomünikasyon Sektörü: 'Dijital dönüşümün yansımalarıyla güçlü görünümünü sürdürecektir'

Salgın sonrası yeni normalde uzaktan çalışma ve online eğitimin günlük rutinelere dahil olmasıyla artan bağlantı ve ses hizmetleri ihtiyacının katkısıyla, telekom sektörü abone bazı artış eğilimini sürdürüyor. 2008-2022 döneminde, mobil ve sabit genişbant segmentleri öncülüğünde toplam telekom sektörü abone artışı yıllık ortalama %6 seviyesinde gerçekleşti. Operatörler özelinde yaptığımız tahminler doğrultusunda, 2024 yılında da sektörün abone artış eğilimini sürdüreceğini söyleyebiliriz. Ayrıca Haziran 2023 itibarıyla operatörler özelinde ortalama %1,5 seviyesinde gerçekleşen abone kaybı oranının düşük seyrini sürdürdüğünü de belirtmek isteriz.

Türkiye'deki yüksek teknoloji adaptasyonu ve tüketim eğiliminin beraberinde genç nüfus oranının Avrupa ülkelerine göre daha yüksek olması, data talebinin yüksek seviyelerini korumasında etkili olan en önemli unsurlar olarak öne çıkıyor. Salgın sonrası dönemde toplumda kanıksanan dijitalleşme sonucunda data kullanımı cephesinde güçlü seyrin devam edeceğini tahmin ediyoruz.

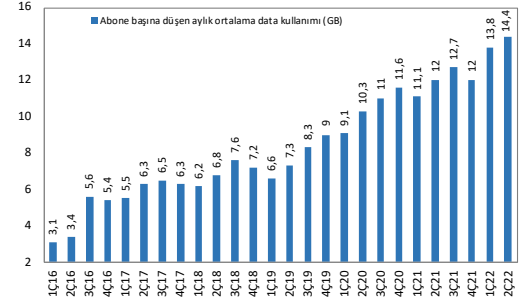
2023 yılında abone başına elde edilen ortalama gelir (ARPU) tarafında da, abonelerin data kullanımını artırıcı ürün kombinasyonlarının beraberinde, telekom şirketlerinin kendi özellerinde uyguladıkları fiyatlandırma politikalarına küresel bazda öne çıkan enflasyonist baskıları büyük ölçüde yansıttıklarını takip ettik. Fiyat baskılarının kısmen ılımlaşmasının öngörüldüğü 2024 yılında da, operatörlerin kendi fiyatlandırma politikalarını sürdürmelerine imkan sağlayacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, telekom şirketlerinin operasyonel performanslarının güçlü seyretmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Abone sayısında artış devam edecek



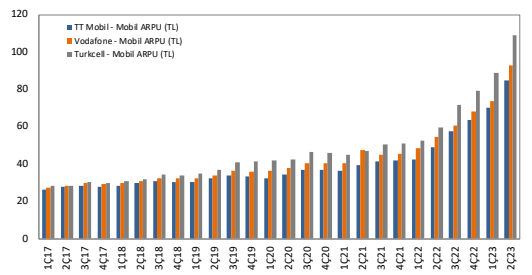
Kaynak: BTK, HLY Araştırma

Dijitalleşme, data talebinde kritik parametre



Kaynak: BTK, HLY Araştırma

Güçlü ARPU telekom şirketleri için destekleyici



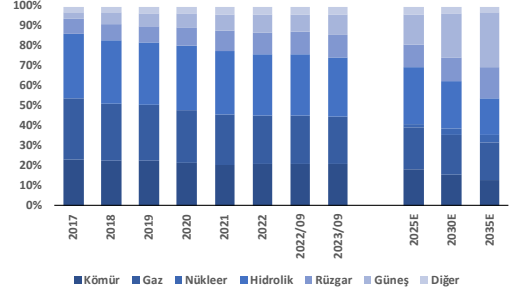
Kaynak: BTK, HLY Araştırma

Enerji Sektörü: 'Yenilenebilir enerji alanında yatırımlar devam ederken, fiyatlamaalarda normalleşme destekleyici olacak'

Eylül 2023 itibarıyla Türkiye'nin toplam kurulu gücü, 2022 yıl sonundaki 103.867 MW'dan 105.677 MW'a ulaştı. Yılın dokuz aylık döneminde 1.810 MW kurulu güç devreye alınırken, bu kurulu gücün 1.422 MW'ı güneş enerjisi santrallerinden sağlandı. Rüzgar enerjisi santrallerinin kurulu gücünde 213 MW artış gerçekleşti. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından yayımlanan Ulusal Enerji Planına göre, kurulu güçteki en yüksek kapasite artışı güneş enerjine bağlı santrallerden geliyor. Güneş enerjisi kurulu gücünün 2025 yılına kadar 6,9 GW artış ile 17,9 GW seviyesine yükselmesi planlanıyor. Buna ek olarak, devreye alınması planlanan nükleer santralin 2025 yılında 2,4 GW kurulu güce sahip olması bekleniyor. Maliyetlerdeki azalış, temiz enerji teknolojilerinin diğer fosil yakıtlarla rekabet edebilecek düzeye gelmesi ve dışa bağımlılığın azaltılması noktasında yenilenebilir enerji sektörü ön plana çıkmaktadır. Türkiye ile BAE arasında imzalanan anlaşmaların büyük bölümünün yenilenebilir enerji yatırımları olduğu düşünüldüğünde yenilenebilir enerjinin cazibesini koruyacağını düşünüyoruz.

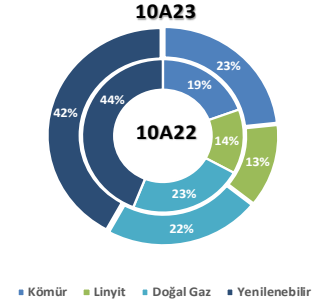
Doğalgaz piyasasına baktığımızda ise, 2022 yılında Rusya-Ukrayna krizi sonrasında görülen sert yükselişin ardından fiyatların yakın dönem ortalamasına yakınsadığını gözlemliyoruz. 2023 yılında Avrupa'da LNG depolarının doluluk oranının yüksek seyretmesi ve iklime bağlı gelişmeler ile jeopolitik gerilimde azalma fiyatlardaki düşüş eğiliminde etkili olurken; yıl içinde zaman zaman grev kaynaklı tedarik sıkıntısına yönelik beklentilerle dalgalanmalar yaşandı. Avrupa piyasasında doğalgaz fiyatları 5 yıllık ortalamasının %16 altında 39 EUR/MWh'ten işlem görürken, Türkiye'de doğalgaz fiyatları ise 5 yıllık ortalama paralelinde 37 EUR/MWh'ten fiyatlanıyor. Doğalgaz piyasasında fiyatların 2024 yılında genel olarak ortalamaya yakın seyredeceğini düşünmekle birlikte; jeopolitik risklere bağlı olarak dalgalanmaların boyutunun artabileceğini de göz ardı etmiyoruz.

Kurulu güçte yenilenebilir enerjinin payı artıyor



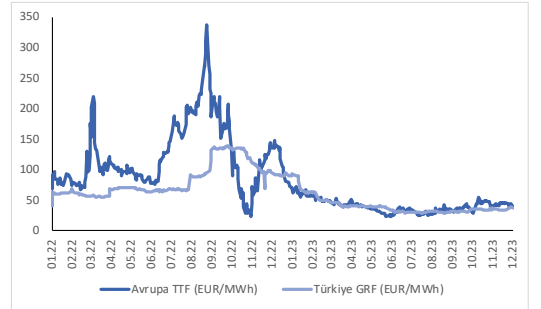
Kaynak: TEİAŞ, HLY Araştırma

Üretimde en yüksek pay yenilenebilir enerjinin



Kaynak: TEİAŞ, HLY Araştırma

Doğalgaz fiyatları tarihsel ortalamaya yakın seyreliyor



Kaynak: TEİAŞ, HLY Araştırma

Perakende Sektörü: 'Yüksek enflasyon ortamının desteğinde satış büyümeleri güçlü kalacak'

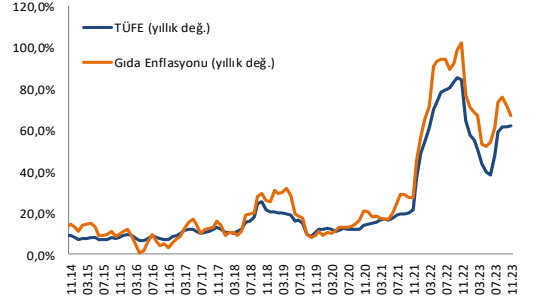
Gıda perakendeciliği şirketleri 2023'te, yüksek gıda enflasyonu ve faaliyet kaldıracından kaynaklanan marj artışı sayesinde güçlü satış ve kar artışı kaydetti. Online satış kanalı talebinin artması ve özel markalı ürünlerin fiyat ve performansı bu ayrışmaya destek oldu. Bunlara ek olarak, devam eden mağaza açılış ivmesi, tüketicilerin düşen alım gücü nedeniyle indirim mağazacılığına ve ev içi gıda tüketimine yönelişi sektörün performansını destekledi.

Ücret artışlarının hızlı tüketim sektörü özelinde talebi canlı tutmaya devam edeceğini, makro koşulların da tüketimi dayanıklı tüketim ürünlerinden hızlı tüketim ürünlerine kaydıracağını düşünüyoruz. Mevcut ekonomik ortamda geleneksel pazardan modern pazara kayışın devam etmesini; dolayısıyla şirketlerin pazar payı kazanımını sürdürmesini bekliyoruz. Satış büyümesinin yüksek enflasyon ortamının desteğinde güçlü kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Yüksek baz nedeniyle 2023'e göre bir yavaşlama beklemekle birlikte; trafik artışı, sepet büyümesi ve mağaza açılış hızı sayesinde 2024 güçlü ciro büyümelerininin devamına işaret ediyor. Güçlü talebin etkisiyle benzer mağaza satışlarının reel olarak da büyümesini öngörüyoruz. Perakende sektörü hisselerinin yüksek enflasyon seyrine ek olarak, kur riski taşımayan bilanço yapıları nedeniyle 2024 yılında ön planda olmaya devam edeceklerini düşünüyoruz.

Gıda perakendeciliğinde ucuzluk marketlerindeki büyüme öne çıkarken, sektörün önümüzdeki dönemde metrekare başına ciroları artırmak için verimlilik artışına odaklanacağını öngörüyoruz. Türkiye perakende sektörünün özel markalı ürünlerin yaygınlaşması açısından fırsatlar barındırdığını düşünüyoruz.

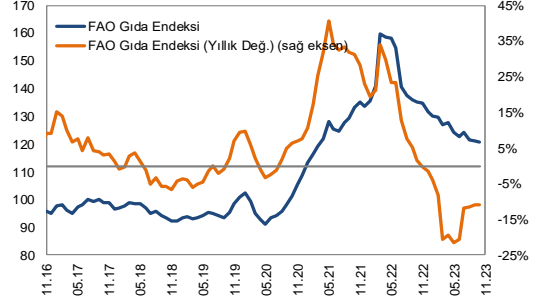
Yüksek enflasyon, temel tüketim maddelerine yönelik talebin esnek olmaması ve turizm sektöründeki iyileşmenin de desteğiyle gıda perakendecilerinin birbir satış büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz.

Gıda enflasyonunda yeniden hızlanma



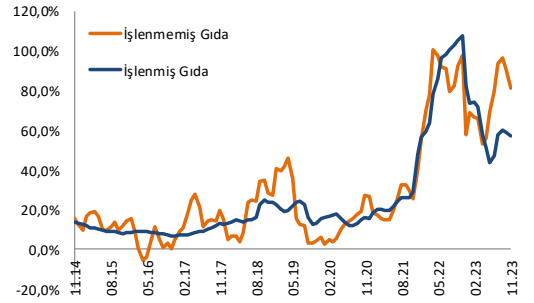
Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Küresel gıda fiyatlarında daha ılımlı seyir



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Hem işlenmiş hem de işlenmemiş tarafta, yıllık fiyat artışları yükseliş eğilimini sürdürüyor



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

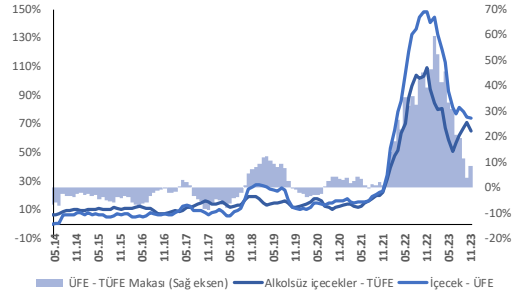
İçecek Sektörü: 'Yüksek enflasyon ve düşen girdi maliyetleri sektörü destekliyor'

İçecek sektöründe faaliyet gösteren şirketler, artan enflasyon ve etkin fiyatlama avantajıyla 2023'te güçlü satış büyümeleri elde etti. Yılın devamında tüketici cephesinde enflasyonist baskılar devam ederken, içecek sektörüne yönelik üretici enflasyonunun gerilediğini ve bunun da şirketlere maliyet avantajı sağladığını söyleyebiliriz. Sektör şirketleri, üretici enflasyonunda yılbaşından bu yana görülen yavaşlamanın desteğine ek olarak, uyguladıkları etkin maliyet yönetimi ve fiyatlama politikaları ile brüt kar marjlarını geçen yıla göre ortalama 1-1,5 puan aralığında güçlendirdiklerini takip ettik.

İçecek sektörü özelinde ÜFE-TÜFE makası Ocak 2023'te %59,7 seviyesi ile tüm zamanların rekor seviyesi olarak gerçekleşirken, ÜFE'de görülen sert gerileme ile makasın Ekim ayı itibarıyla %8,5 seviyesine gerilediğini görüyoruz. İçecek sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin girdi maliyetlerinde paketleme önemli bir ağırlığa sahipken; bir diğer önemli girdi maliyeti olarak şeker ön plana çıkıyor. Son dönemde reçine ve alüminyum fiyatlarında görülen gerileme girdi maliyetlerinde azalışa neden olurken, şeker fiyatlarındaki yükseliş maliyetler üzerinde baskılayıcı unsur oldu. Şeker tarafında Avrupa'da pancar üretimini etkileyen kötü iklim koşullarının yanı sıra Brezilya ve Hindistan gibi diğer büyük üretici ülkelerdeki şeker kamışı üretimi nedeniyle şeker fiyatları yılbaşından bu yana artış gösterdi. 2024'e ilişkin olarak ise, paketlemenin girdi maliyetlerini destekleyici tarafta yer almasını öngörürken; beklenen olumsuz iklim koşulları nedeniyle, şeker fiyatlarında artış eğiliminin devamını öngörüyoruz.

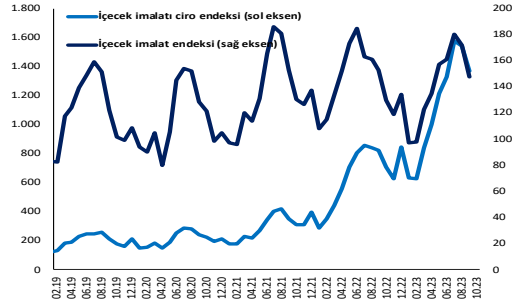
Türkiye'de tüketici talebinin yıllar itibarıyla istikrarlı artış gösterdiği içecek sektöründe, alkolsüz içeceklere ve diğer yenilikçi ürünlere tüketici bağımlılığının artmasına bağlı olarak önümüzdeki yıllarda sektörün pazar büyümesini artırmalarını bekliyoruz.

Azalan girdi maliyetlerinin desteğiyle üretici enflasyonu geriliyor



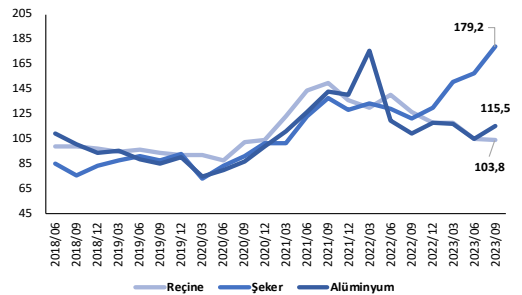
Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

İçecek ciro endeksi görünümü destekliyor



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Şeker fiyatları sektör için önem arz ediyor



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

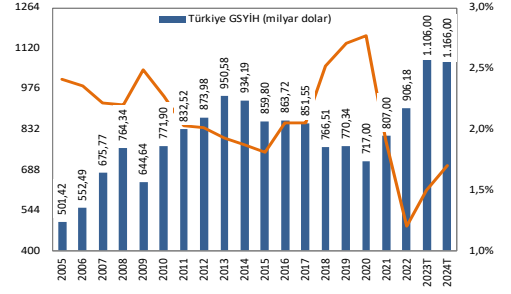
Savunma Sektörü: 'Yeni dünya düzeninde genişleyen etki alanı ile ihracat performansı güçlü seyrini sürdürecektir'

Bilginin teknoloji ve mühendislik altyapısı ile üretime dönüştüğü bir alan olan savunma sanayi, Türkiye için jeopolitik konumundan kaynaklı olarak kritik öneme sahip olan sektörler arasında ilk sıralarda yer alıyor. 2024'e ilişkin olarak, OVP (2024-2026) kapsamında, savunma ve güvenlikle ilgili işlerde sorumluluk üstlenen kurumlara tahsis edilen ödenek %84 artırılarak 717 milyar TL olarak öngörüldü. Bu çerçevede, savunma sanayi harcamalarının milli gelire oranını %1,5 seviyesinden %1,7 seviyesine yükselterek tekrar Nato hedefine yakınsayacağını tahmin ediyoruz.

Ocak - Ekim 2023 döneminde savunma sanayi ihracatı yıllık bazda ortalama %34 artışla \$4,35 milyara yükseldi. SSB öngörülleri bu yıl sektörel ihracatın önceki yıla göre %15 yükselişle \$10,20 milyara yükseleceği ve 2025 yılına kadar da bu seviyedeki seyrini sürdüreceği öngörülmüyor. Bu çerçevede, sektör cirosu içerisinde ihracatlarının payının %38 seviyesindeki seyrini sürdürmesi bekleniyor.

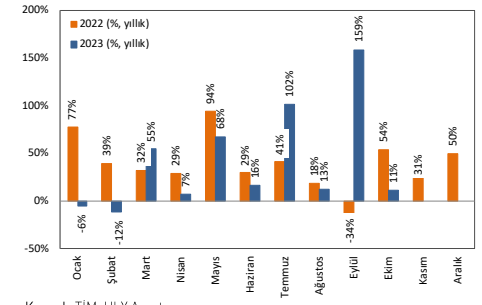
Ayrıca, yeni dünya düzenine adaptasyonun önem kazandığı mevcut ortamda, savunma sanayinin etki alanının genişlediğini de belirtmek gerekiyor. Özellikle, bu süreçte çalışmaların otonom, yapay zeka ve uzaktan komuta konularında yoğunlaşmasının, insansız ve uzaktan komutalı kara sistemleri alanında önemli gelişmeleri gündeme getireceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla, savunma sanayi sektörünün 2024 yılında etki alanını genişleterek güçlü performans sergileyeceğini öngörüyoruz.

Savunma sanayi harcamalarının NATO hedefine yakınsaması öngörülmüyor



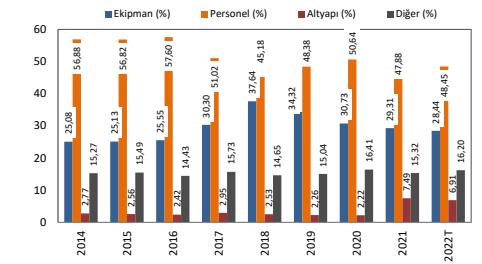
Kaynak: HLY Araştırma

Savunma sanayi ihracatında ivmelenme



Kaynak: TIM, HLY Araştırma

Personel ve ekipman giderleri önemli kalemler



Kaynak: NATO, HLY Araştırma

Tarım Sektörü: 'Pandemi, jeopolitik ve iklim değişikliği gelişmeleriyle şekillenen yeni dünya düzeninde ağırlığını artırıyor'

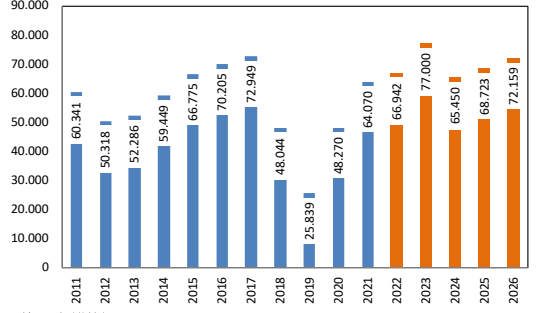
Salgın sonrasında tarım sektörünün küresel çapta önem kazanması ışığında artan tarımsal ekipman talebi yurt içinde de etkisini sürdürmesi sonucunda yurt içi traktör pazarının 2023 yılını %15 büyümeye ile 77.000 adet seviyesinden tamamlayacağını öngörüyoruz. 2024 yılının ise, güçlü geçen 2023 yılının ardından sektörel satış hacminin normalleşeceği bir dönem olabileceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede yurt içi traktör pazarının 2024 yılında 65.450 seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

Teşviklere ilişkin olarak, 2023 yılı bütçesinde de ek kaynaklarla beraber tarımsal desteklerin tutarının 2022 yılı rakamının %36 üzerinde, 54 milyar TL seviyesinde olacağı açıklandı. Tarıma ayrılan bütçe de, Temmuz ayında açıklanan ek bütçe sonrasında %96 artarak 106,1 milyar TL'ye yükseldi. 2024 yılına ilişkin olarak OVP kapsamında 152,61 milyar TL ödenek sağlanacağı öngörülmüyor.

Finansal cephede de, 2023 yılında politika faizinde yapılan artışların etkisiyle Ziraat Bankası tarafından sağlanan tarım kredilerinin faiz oranı %18,3'e yükselmesine karşın, rekabetçi konumunu korudu. 1 milyon TL olan limit ise aynı kalırken; ithal traktörler için %25 olan faiz desteği, traktörün yerli üretim olması durumunda %50 olarak sağlanmaya devam ediyor.

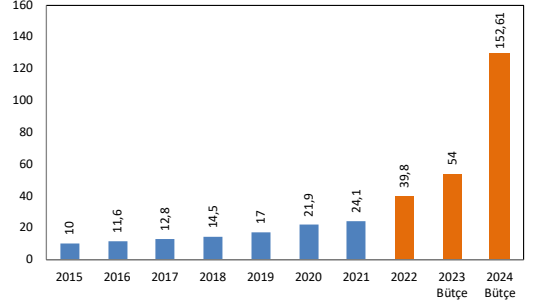
Türkiye'de tarım sektörü; 80 milyonluk ülke nüfusunun gıda ihtiyacını karşılarken, 5 milyon insana istihdam sağlamaktadır. Ayrıca Türkiye yıllık tarımsal hasılası ile Avrupa'da 2. ve dünyada ise 14. sırada bulunuyor. TÜİK verilerine göre GSYH'in %10'unu oluşturan tarım sektörü, toplam istihdamın %16,1'ini de kapsamaktadır. Tarım sektörü, Ocak-Ekim 2023 döneminde büyüme eğilimini sürdürerek kümülatif olarak 28,56 milyar dolar ihracat gerçekleştirdi (yıllık bazda %3,78 artış). Bu çerçevede TİM verilerine göre, tarım ihracatı toplam ihracatın %15,67'sini oluşturdu (Ocak-Ekim 2022: %14,70).

Yurt içi traktör pazarında hacim artışının dengelenmesi öngörülmüyor



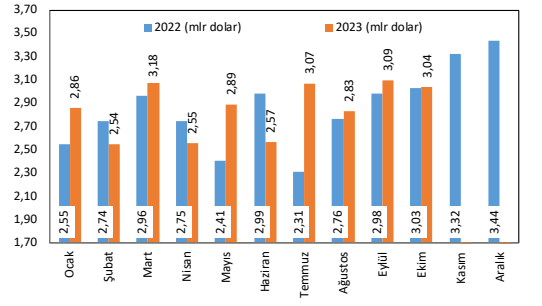
Kaynak: HLY Araştırma

2024 yılında tarım sektörüne 152,61 milyar TL ödenek sağlanacak



Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı

Tarım sektörü ihracatı güçlü seyrini sürdürüyor



Kaynak: TİM, HLY Araştırma

Yapı Kredi Bankası: 'Güçlü marj artışı ile emsallerinden ayrışıyor'

Net kar büyümesinde iyileşme

2022 yılını %403 net kar büyümesi ile tamamlayan Yapı Kredi Bankası'nın bu yılın 9 ayında net karı, yıllık bazda %38 artışla 48,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Ücret ve komisyon gelirlerindeki %128 artış ve iştirak gelirindeki %163'lük büyüme karlılığı destekledi. Kümülatif net faiz marjı %5,8 seviyesine ulaşarak, %5 olan banka yönetimi beklentisinin üzerinde gerçekleşti. Bankanın TL bazında toplam kredileri 9A23'te yıllık bazda %42 artış kaydederek, 747 milyar TL'ye yükseldi. Kredilerin %64'ünü TL krediler oluşturdu.

TÜFE'li tahvil getirileri karlılıkta öne çıkıyor

Banka, temel bankacılık gelirlerinin sene başından bu yana düzenli büyüme kaydetmesi (yıllık bazda %34 artış), düşük efektif vergi matrahına sahip olması ve mevduat maliyetlerinin rakiplerine göre daha az artması ile ön plana çıkıyor. Banka'nın orta-uzun vadeli performansında; artan kredi getirileri, yönetilen mevduat maliyetleri ve menkul kıymetler portföyünde %64 oranında bulunan TÜFE'li tahvil pozisyonu etkili oldu.

Güçlü net kar büyümesi

TÜFE'ye endeksli yüksek menkul kıymet getirileri, TL kredi mevduat makasında iyileşme ve komisyon gelirlerinin desteğiyle 2023'ü 73,3 mlr TL, 2024'ü de 85,2 mlr TL net karlar ile tamamlamasını öngörüyoruz. Banka'nın net faiz marjının 2023'ü %10,8 ile tamamlamasını beklerken, 2024'te de %10 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bunun yanında, komisyon gelirlerindeki güçlü seyrin 2023 ve 2024'te yıllık bazda sırasıyla %116,4 ve %23 büyümelerle devamını bekliyoruz. Diğer taraftan, yüksek enflasyon ortamına bağlı olarak faaliyet giderlerinin 2023 ve 2024'te yıllık bazda %93,4 ve %31,5 artışlarla karlılığı baskılayacağını düşünüyoruz.

Kredi kartı pazarında büyüme

Banka, TL ticari krediler ile yüksek getirili ihtiyaç ve kredi kartı pazarında payını artırmaya devam ediyor. Ayrıca, güçlü TÜFE'li tahvil pozisyonunun da desteğiyle, Banka'nın önümüzdeki süreçte fonlama maliyetini etkin bir şekilde yönetebileceğini düşünüyoruz.

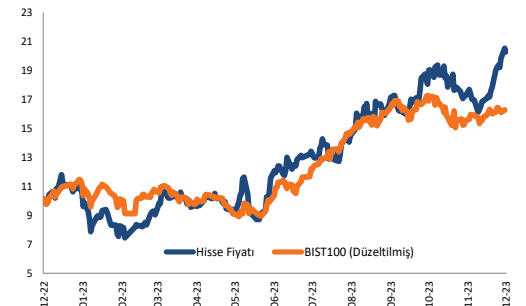
Hisse Fiyatı: 20,28 TL
Hedef Fiyat: 28,80 TL
Getiri Potansiyeli: %42

Özet Veriler

Hisse Kodu	YKBNK
Cari Fiyat (TL)	20,28
52H En Yüksek (TL)	20,52
52H En Düşük (TL)	7,19
Piyasa Değeri (mın TL)	171.306
Piyasa Değeri (mın USD)	5.928
Halka Açıklık Oranı (%)	38,83
Konsensus HF (TL)	22,02
Konsensus Tavsiye	%75 A / %15 T / %10 S
3A Hacim (mın USD)	142,6
HLY HBK (2023T)	8,68
Konsensus HBK (2023T)	7,55

Tahminler ve Rasyolar	2021G	2022G	2023T	2024T
Faiz Gelirleri (mın TL)	51.629	128.152	211.369	258.126
Yıllık Büyüme	56%	148%	65%	101%
Net Faiz Geliri (mın TL)	22.697	76.948	80.018	127.230
Yıllık Büyüme	34%	239%	4%	65%
Net Kar (mın TL)	10.490	52.745	73.306	85.233
Yıllık Büyüme	107%	403%	39%	62%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	7.315	14.134	30.586	37.630
Faaliyet Giderleri	10.287	22.417	43.353	57.029
Özsermaye Karlılığı	19%	56%	57%	45%
Aktif Karlılık	2%	6%	6%	5%
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	19%	21%	23%	26%

Fiyat Performansı



TSKB: 'Yenilenebilir enerji alanındaki yatırımlar kredi büyümesini destekleyecek'

İstikrarlı iş modeli büyümeye destek oluyor

TSKB'nin 9 aylık karı 5,03 milyar TL olup geçen yılın aynı dönemine göre %90 artarak, %42 ortalama özkaynak karlılığına işaret etti. Şirketin güçlü gelir görünümü, yıllık bazda %99 büyüme kaydeden ticari karlar ve yıllık bazda %140,5 büyüyen rekor net ücret ve komisyon gelirleri tarafından desteklendi. TSKB'nin yıllıklandırılmış net faiz marjı %6,6 olarak gerçekleşti. Öte yandan 9A23'te bankanın elinde bulundurduğu TÜFE'ye endeksli tahvil pozisyonu yıllık bazda %29 arttı. Yüksek enflasyon ortamının en azından gelecek yılın ilk yarısında da geçerli olacağı beklentisiyle, TÜFE'li tahvil getirilerinin 2024 yılında da net faiz marjını desteklemesini bekliyoruz.

Banka, döviz ağırlıklı bilanço yapısıyla öne çıkıyor

TSKB'nin yılın 9 ayında yıllık kredi büyümesi %53,6 olarak gerçekleşti. Banka kredilerinin %93'ü YP kredilerden, kalanı ise TL kredilerden oluşuyor. TSKB, özellikle döviz ağırlıklı bilanço yapısı nedeniyle rakipleri arasında güçlü karlılık profiline sahiptir.

Güçlü aktif kalitesi

Banka için 2023 net kar tahminimiz, güçlü ticari karlar ve net ücret-komisyon gelirlerinin de desteğiyle, 8,2 mlr TL seviyesinde bulunuyor. 2024 net kar tahminimiz ise 7 mlr TL seviyesinde. Banka'nın net faiz marjınının 2023'ü %7,6 ile tamamlamasını beklerken, 2024 için tahminimiz %5,6 seviyesinde. TSKB'nin aktif kalitesinin oldukça yüksek olduğunu söyleyebiliriz. Bankanın son iki senede takibe attığı kredilerin miktarı oldukça düşük düzeyde bulunuyor. 2023 ve 2024 yılları için beklentimiz, takipteki kredilerin %2 oranında gerçekleşmesi yönünde bulunuyor.

Yenilenebilir enerji alanında büyüme

Banka'nın yenilenebilir enerji ve döngüsel ekonomi alanlarında fonlama imkanının yüksek olması nedeniyle, önümüzdeki süreçte bu alanlardaki büyümenin bankanın kredi büyümesine destek olabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, çevreye uyumlu finansmanın yaygınlaşmasıyla, bu alanda yoğun fon erişimine sahip olan Banka'nın iş yapma alanlarının da genişleyebileceğini düşünüyoruz.

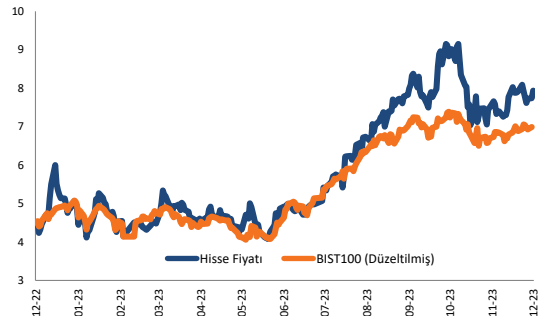
Hisse Fiyatı: 7,44 TL
Hedef Fiyat: 10,91 TL
Getiri Potansiyeli: %47

Özet Veriler

Hisse Kodu	TSKB
Cari Fiyat (TL)	7,44
52H En Yüksek (TL)	9,05
52H En Düşük (TL)	3,45
Piyasa Değeri (mın TL)	20.832
Piyasa Değeri (mın USD)	721
Halka Açıklık Oranı (%)	43,94
Konsensus HF (TL)	8,55
Konsensus Tavsiye	%78.6 A / %14.3 T / %7.1 S
3A Hacim (mın USD)	19,8
HLY HBK (2023T)	2,88
Konsensus HBK (2023T)	-

Tahminler ve Rasyolar	2021G	2022G	2023T	2024T
Faiz Gelirleri (mın TL)	4.541	10.103	16.667	19.385
Yıllık Büyüme	39%	122%	65%	92%
Net Faiz Geliri (mın TL)	2.863	6.735	9.425	11.173
Yıllık Büyüme	43%	135%	40%	19%
Net Kar (mın TL)	1.089	4.055	8.056	7.549
Yıllık Büyüme	49%	272%	99%	86%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	71	158	413	494
Faaliyet Giderleri	263	505	1.118	1.294
Özsermaye Karlılığı	17%	45%	59%	35%
Aktif Karlılık	2%	4%	6%	4%
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	21%	22%	25%	22%

Fiyat Performansı



Türk Hava Yolları: 'Güçlü kapasite ve büyüyen pazar desteğinde'

Artan kapasite ve büyüyen pazar desteği

THY, küresel benzerlerinden pozitif ayrılarak, kapasitesini (AKK) 10A23'te yıllık bazda %16,5 artırarak 196,8 milyar seviyesine ulaştırdı. Havaçılık sektörü genelinde, Avrupa ve ABD'li sektör oyuncularının 2019 seviyelerini tekrar yakaladığı gözlenirken; geri kalan major bölgelerin (Asya, Afrika, Orta Doğu) salgın öncesi döneme yakınsadığını ve toparlanma sürecinin devam ettiğini takip ediyoruz. Bu doğrultuda 2024'te, **Uzak Doğu ve Orta Doğu cephesinde devam eden toparlanma ve büyüyen pazarın, yolcu trafiğine ve operasyonel karlılığa destekleyici etkisi olacağını düşünüyoruz.** Artan kapasite desteğinde 10A23'te dış hat yolcu sayısında yıllık bazda %21,6, toplam yolcu sayısında ise %17,8 artış yaşandı. Böylece, güçlü operasyonel yönetim ve genişleyen filo desteği ile dış hat cephesinde yılın 10 ayında bir önceki yıl aynı döneme kıyasla %15,7 artış gerçekleşti. THY'nin 2023 yılını 85,2 milyon yolcu sayısı (YoY: %15) tamamlayacağını, 2024'te ise **94,7 milyon yolcu (YoY: %11) sayısına ulaşarak güçlü finansal görünümünü sürdüreceğini düşünüyoruz.** Şirket "2033 vizyonu" stratejisi kapsamında 2033'te 171 milyon yolcuya ulaşmayı hedefliyor.

Azalan borçlulukla daha güçlü bilanço yapısı

Salgın döneminde 14,9 milyar dolara ulaşan net borçluluğun 2023 sonunda 8,4 milyar dolar (2022:9,3 milyar USD) seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Böylece net borç/FAVÖK'ün 1,64x seviyesinde (2022:2,04x) gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2024'te ise net borç/FAVÖK oranında iyileşmenin devam ederek 1,5x seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. THY'nin 2023'ü 510,9 milyar TL ciro (YoY:%64), 129 milyar TL FAVÖK (%64 YoY) ile tamamlayacağını düşünüyoruz. 2024'te ise yıllık bazda %51 artışla 769,8 milyar TL ciro ve %36 artışla 176,08 milyar TL FAVÖK rakamına ulaşarak güçlü operasyonel performansın devam edeceğini düşünüyoruz.

Riskler

Sektör oyuncularının güçlü toparlanmayı sürdürerek rekabet baskısını artırması ve jet yakında yüksek seyrin devam etmesi ana risk unsurları olarak modelimizde yer alıyor.

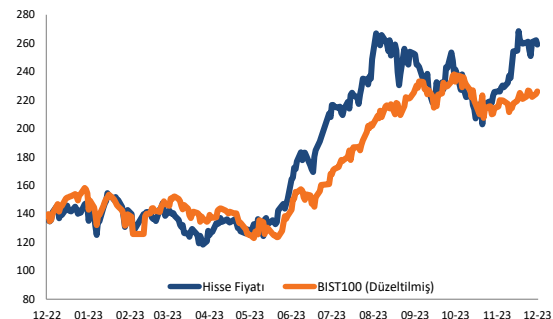
Hisse Fiyatı: 259,00 TL
Hedef Fiyat: 374,00 TL
Getiri Potansiyeli: %44

Özet Veriler

Hisse Kodu	THYAO
Cari Fiyat (TL)	259,00
52H En Yüksek (TL)	269,80
52H En Düşük (TL)	115,90
Piyasa Değeri (milyar TL)	357.420
Piyasa Değeri (milyar USD)	12.367
Halka Açıklık Oranı (%)	50,72
Konsensus HF (TL)	319,13
Konsensus Tavsiye	%89.5 A / %10.5 T / %0 S
3A Hacim (milyar USD)	342,2
HLY HBK (2023T)	54,47
Konsensus HBK (2023T)	52,02

Tahminler ve Rasyolar	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar (milyar TL)	97.378	311.169	510.962	769.862
Yıllık Büyüme	110%	220%	64%	51%
FAVÖK (milyar TL)	27.922	78.684	129.278	176.086
Yıllık Büyüme	238%	182%	64%	36%
Net Kar (milyar TL)	8.213	47.429	75.173	95.620
Yıllık Büyüme	-	477%	58%	27%
FAVÖK Marjı	0,29	0,25	0,25	0,23
Net Kar Marjı	0,08	0,15	0,15	0,12
FD/Satışlar	2,0x	1,2x	0,8x	0,6x
FD/FAVÖK	6,8x	4,7x	3,1x	2,7x
F/K	3,4x	4,1x	2,6x	2,0x
Hisse Başı Kar (TL)	6,0	34,4	54,5	69,3

Fiyat Performansı



Tüpraş: 'Devam eden güçlü marjlar ve sürdürülebilirlik adımları'

Orta-distilat marjları uzun dönem ortalamasının üzerinde seyretmeye devam edecek

2023'te mobilitede devam eden artış, havacılık sektöründe süren toparlanma ve OPEC cephesinde fiyat destekleyici adımlar beraberinde, rafinerilerde güçlü finansal görünüm devam etti. Özellikle Suudi Arabistan ve Rusya cephesinde devam eden gönüllü arz kısıtlamaları desteğiyle Brent petrol fiyatlamalarında Eylül ayı itibari ile 9A23'te en yüksek seviye olan 95 dolar/varil seviyesine ulaşılmış oldu. Tüpraş'ın %40 verimliliğe sahip olduğu ve operasyonel karlılıkta kritik ürün olan dizelde yüksek seyreden talebe ek olarak jeopolitik risklerle marjlar 9A23'te, beklentilerimize paralel olarak, geçtiğimiz yıl yaşanan tarihi zirve seviyelerden %25 geri çekilirken; uzun dönem ortalaması olan 16,2 dolar/varilin %65 üzerinde seyrediyor. Havacılık cephesinde ise, devam eden toparlanma, artan tüketim ve arz sorunlarının devam etmesinin etkisiyle, 9A23'te jet yakıtı marjı 25,04 dolar/varil ile uzun dönem ortalamasının %94 üzerinde seyrediyor. Orta-distilat marjlarda sektör ortalamasının üzerindeki seyrini sürdüreceğine yönelik beklentimiz doğrultusunda, Tüpraş'ın 2023 ve 2024'te güçlü operasyonel görünümünü sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Böylece, Tüpraş'ın 2023 yılını %29 artışla 71,6 milyar TL FAVÖK rakamıyla tamamlayacağını düşünüyoruz. 2024'te ise ciroda %63 artışla 860,3 milyar TL, operasyonel karlılıkta ise %44 artışla 100,3 milyar TL'ye ulaşılacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, şirketin 2024'te 38,5 milyar TL (hisse başı 20 TL) kar payı dağıtımını gerçekleştireceğini öngörüyoruz.

Sürdürülebilir stratejik dönüşüm adımları orta-uzun vadede katalizör olacak

Tüpraş'ın sürdürülebilir rafinaj, sıfır karbon elektrik üretimi, biyoyakıtlar ve yeşil hidrojen üzerine devam eden stratejik dönüşüm adımlarını, orta-uzun vadede şirketin hem finansallarını hem de sektördeki konumunu destekleyecek temel faktör olarak değerlendiriyoruz.

Riskler

Beklentilerimiz altında ürün marjları, ham petrol fiyatlarında beklentimiz altında yaşanabilecek geri çekilme modelimizde aşağı yönlü riskler arasında yer alıyor.

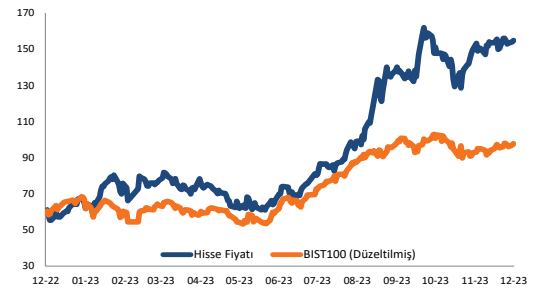
Hisse Fiyatı: 154,80 TL
Hedef Fiyat: 207,00 TL
Getiri Potansiyeli: %34

Özet Veriler

Hisse Kodu	TUPRS
Cari Fiyat (TL)	154,80
52H En Yüksek (TL)	166,21
52H En Düşük (TL)	54,10
Piyasa Değeri (mın TL)	298.268
Piyasa Değeri (mın USD)	10.321
Halka Açıklık Oranı (%)	47,25
Konsensus HF (TL)	136,61
Konsensus Tavsiye	%63.2 A / %26.3 T / %10.5 S
3A Hacim (mın USD)	190,0
HLY HBK (2023T)	20,08
Konsensus HBK (2023T)	27,00

Tahminler ve Rasyolar	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar (mın TL)	151.394	481.765	526.757	860.303
Yıllık Büyüme	139%	218%	9%	63%
FAVÖK (mın TL)	13.396	55.477	71.649	103.490
Yıllık Büyüme	2611%	314%	29%	44%
Net Kar (mın TL)	3.495	41.045	38.699	45.354
Yıllık Büyüme	-	1074%	-6%	17%
FAVÖK Marjı	8,85	11,52	13,60	12,03
Net Kar Marjı	2,31	8,52	7,35	5,27
FD/Satışlar	0,3x	0,3x	0,4x	0,2x
FD/FAVÖK	3,8x	2,4x	3,3x	2,0x
F/K	11,3x	3,6x	7,5x	6,4x
Hisse Başı Kar (TL)	14,0	149,1	20,1	23,5

Fiyat Performansı



Turkcell: 'Fiyatlama politikası ve güçlü karlılık ile ön planda kalacak'

Enflasyonda öngörülen dengelenme ile ARPU-TÜFE makasında devam edecek olan iyileşme eğilimi ciroyu destekleyecek. 2024 yılında küresel enflasyonist baskıların ılımlılaşacağı öngörüsüyle Turkcell'in kritik gelir indikatörü olan ARPU artışının enflasyonun üzerindeki seyrini sürdürmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bu bağlamda, 2024 yılsonu mobil karma ARPU'sunun yıllık bazda %52 artışla 239,90 TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. ARPU cephesindeki olumlu görünüme ek olarak, faturalı abone bazında süregelen artış eğiliminin Turkcell'in satış gelirlerindeki güçlü görünümü pekiştireceğini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede, 2024 yılında şirketin satış gelirlerinin %57 artışla 147,03 mlt TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz

Güçlü ciro performansına ek olarak, maliyet verimliliğinin operasyonel karlılık üzerindeki etkisi belirginleşecek. 2024 yılında şirketin FAVÖK'ünün %57 artış kaydederek 61,19 milyar TL seviyesine yükseleceğini; böylece FAVÖK marjının da %41,6 seviyesinde güçlü seyrini sürdüreceğini düşünüyoruz.

Karlılık başarılı hedging politikası ile desteklenecek. 2024'te şirketin net karının %49 artışla 21,80 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Böylece, 2023'te 1,19x seviyesine gerileyeceğini tahmin ettiğimiz net borç/FAVÖK'ün 2024'te de düşüşünü sürdürerek 0,95x'a gerileyeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, şirketin 1,4 milyar dolarlık nakdini doğal hedge aracı olarak kullanmasının yanı sıra net döviz pozisyonuna sahip olması, volatilitenin arttığı dönemlerde finansal anlamda korunaklı yapıya sahip olmasını sağlıyor.

Riskler. Güçlü TL ve mobil segmentte yaşanabilecek potansiyel fiyat rekabeti, şirketin hisse fiyatı için aşağı yönlü risk unsurlarının başında geliyor

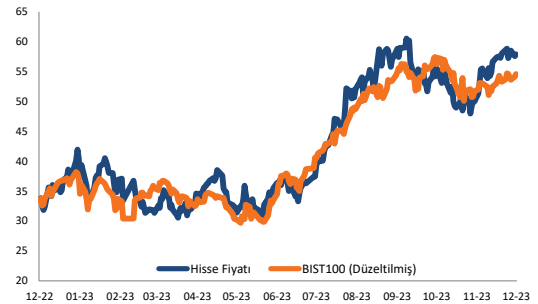
Hisse Fiyatı: 57,90 TL
Hedef Fiyat: 83,20 TL
Getiri Potansiyeli: %44

Özet Veriler

Hisse Kodu	TCELL
Cari Fiyat (TL)	57,90
52H En Yüksek (TL)	62,65
52H En Düşük (TL)	30,20
Piyasa Değeri (mn TL)	127.380
Piyasa Değeri (mn USD)	4.408
Halka Açıklık Oranı (%)	54,00
Konsensus HF (TL)	71,34
Konsensus Tavsiye	%94 A / %6 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	62,9
HLY HBK (2023T)	6,64
Konsensus HBK (2023T)	6,62

Tahminler ve Rasyolar	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar (mn TL)	35.921	53.879	93.664	147.030
Yıllık Büyüme	23%	50%	74%	57%
FAVÖK (mn TL)	15.014	21.993	38.882	61.188
Yıllık Büyüme	22%	46%	77%	57%
Net Kar (mn TL)	5.031	11.053	14.601	21.809
Yıllık Büyüme	19%	120%	32%	49%
FAVÖK Marjı	41,80	40,82	41,51	41,62
Net Kar Marjı	14,01	20,52	15,59	14,83
FD/Satışlar	1,6x	2,7x	1,7x	1,2x
FD/FAVÖK	3,8x	6,6x	4,2x	2,9x
F/K	7,8x	10,6x	8,0x	5,4x
Hisse Başı Kar (TL)	2,3	5,0	6,6	9,9

Fiyat Performansı



Şişe Cam: Yatırımların desteğinde olumlu büyüme görünümü

Dinamik fiyatlandırma stratejisi avantaj sağlıyor

Yılın 9 aylık döneminde endüstriyel cam ve enerji segmentleri hariç tüm segmentlerde görülen hacim düşüşlerine rağmen, fiyat artışlarının desteğiyle yıllık bazda %43 ciro büyümesi kaydedildi. Ancak, artan maliyetler ve enerji fiyatları tarafında kademeli yapılan fiyat artışlarının etkisiyle, FAVÖK marjında yıllık bazda 3,2 puanlık daralma gözlemlendi. Yılın devamı için Avrupa'daki bazı rakiplerin tesislerinde soğuk onarıma gidilmesi nedeniyle, hacim geri kazanımlarının etkili olacağını düşünüyoruz. Şişecam'ın 2023'ü 140,5 milyar TL ciro ile tamamlamasını öngörürken, 2024'e ilişkin ciro büyümesi öngörümüz %45 seviyesinde bulunuyor. 2024'te endüstriyel cam ve kimyasallar segmentlerinin operasyonel olarak güçlü gerçekleşmesini öngörüyoruz. Cam ambalaj tarafında da 2024'te tüketici algısının olumlu seyretmesini ve turizm faaliyetlerindeki hareketliliğin destekleyici olmasını bekliyoruz. 2023'ü %19,9 FAVÖK marjı ile tamamlamasını öngördüğümüz Şişecam'ın, enerji maliyetlerinin bu yıla kıyasla daha ılımlı seviyede artış göstereceğine yönelik beklentimiz doğrultusunda, 2024'te FAVÖK marjının 1,5 puanlık artışla %21,4 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Ayrıca Şişecam, dinamik fiyatlandırma stratejisi ile artan maliyetlere karşı da kendini koruyabilmekte ve artan maliyetlerini ürün fiyatlarına daha kısa sürede yansıtılabilmektedir.

ABD doğal soda külü yatırımıyla birlikte dünyanın en büyük soda külü üreticisi haline gelecek

Şişecam'ın Tarsus, Kırklareli, Eskişehir, Macaristan başta olmak üzere yeni hat ve fırın yatırımları ile Amerika'da devam eden doğal soda külü yatırımı bulunuyor. Şişecam uzun vadeli büyüme planları doğrultusunda, 2028 yılına kadar kademeli olarak devreye almayı planladığı ABD doğal soda külü yatırımıyla birlikte dünyanın en büyük soda külü üreticisi haline gelecek. ABD'deki doğal soda külü kapasite artırımı yatırımı; dünyada soda külü üretim kapasitesi liderliğini sağlayacak olması, sentetik sodaya kıyasla daha az üretim maliyetinin olması ve hali hazırda sınırlı varlık gösterdiği pazarlardaki mevcudiyetini artırmasına imkan sağlayacak olması nedeniyle önemsiyor ve uzun vadeli büyüme potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz.

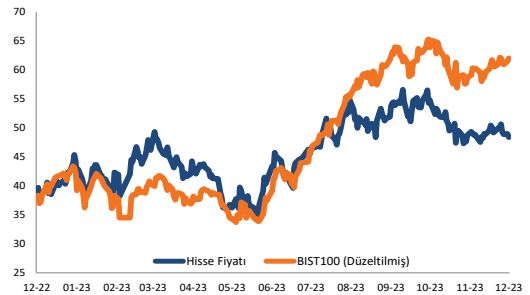
Hisse Fiyatı: 48,40 TL
Hedef Fiyat: 74,80 TL
Getiri Potansiyeli: %55

Özet Veriler

Hisse Kodu	SISE
Cari Fiyat (TL)	48,96
52H En Yüksek (TL)	57,45
52H En Düşük (TL)	34,71
Piyasa Değeri (milyar TL)	149.975
Piyasa Değeri (milyar USD)	5.184
Halka Açıklık Oranı (%)	41,43
Konsensus HF (TL)	62,32
Konsensus Tavsiye	%78,6 A / %21,4 T / %0 S
3A Hacim (milyar USD)	116,8
HLY HBK (2023T)	6,2
Konsensus HBK (2023T)	6,7

Tahminler ve Rasyolar	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar (milyar TL)	32.058	95.349	140.500	203.150
Yıllık Büyüme	50%	197%	47%	45%
FAVÖK (milyar TL)	7.562	20.455	27.985	43.380
Yıllık Büyüme	72%	170%	37%	55%
Net Kar (milyar TL)	9.040	19.345	17.744	25.942
Yıllık Büyüme	323%	114%	-8%	46%
FAVÖK Marjı	23,6	21,5	19,9	21,4
Net Kar Marjı	28,2	20,3	12,6	12,8
FD/Satışlar	1,3x	1,3x	1,1x	0,8x
FD/FAVÖK	8,4x	8,1x	7,9x	5,2x
F/K	4,5x	6,6x	7,2x	4,9x
Hisse Başı Kar (TL)	2,3	5,2	6,2	9,8

Fiyat Performansı



Enerjisa Enerji: 'Güçlenen varlık tabanının desteğinde yükselen marjlar'

Regülasyona tabii iş yapısı güçlü finansal performansı destekliyor

Enerji sektöründe hem dağıtım hem de perakende segmentinde faaliyet gösteren Enerjisa, bulunduğu iş kolları itibarıyla yoğun regülasyona tabiidir. Dağıtım segmentinde; regülatör tarafından belirlenen uygulama dönemleri ile başta reel yatırım planları olmak üzere yatırımların süresi ve reel getiri oranları açıklanmaktadır. Şirket, yapmış olduğu yatırımlar ile sahip olduğu varlık tabanını geliştirmekte olup, yasal otorite tarafından belirlenen yatırım süresi boyunca yatırımların geri ödemeleri de finansallara pozitif katkı sağlamaktadır. Şirketin satışlarını oluşturan iki ana segmentin sahip olduğu dinamikler eşliğinde güçlü büyümelerini önümüzdeki yıllarda da sürdüreceğini düşünüyoruz. Ayrıca, bir diğer iş kolu olan müşteri çözümleri de faaliyet alanını genişleterek, yüksek büyüme görünümünü desteklemektedir. Enerjisa'nın 2023 yılı cirosunu 136 milyar TL, FAVÖK'ünü 16,1 milyar TL ve baz alınan net kar'ını 5,7 milyar TL seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. 2024 yılına yönelik öngörülerimiz ise cironun 212,2 milyar TL, FAVÖK'ün 30,6 milyar TL ve baz alınan net kar rakamının 7,4 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesi yönünde bulunuyor.

Yatırımlar eşliğinde güçlenen varlık tabanı

Enerjisa, dağıtım segmentinde sahip olduğu varlık tabanının desteğinde güçlü finansal performans sergiliyor. Son dönemde artan yatırımlar ve enflasyondaki yükselişe bağlı olarak, yeniden değerlemelerdeki artış varlık tabanındaki büyüme hızını destekledi. Bu doğrultuda, şirketin elde etmiş olduğu finansal gelirden de yüksek büyüme oranları yakalandı. 2023 yılında varlık tabanının yıllık bazda %66 artarak 32,1 milyar TL, 2024 yılında ise %79 artarak 57,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Finansal gelir tarafında ise, 2023 yılını 10,8 milyar TL seviyesinde tamamlamasını öngörürken; 2024'e ilişkin 23,6 milyar TL seviyesinde finansal gelir öngörüyoruz.

Riskler

Enerji sektörünün ihtiyaç duyduğu yatırımlarda görülebilecek aksamlar, elektrik piyasasında oluşabilecek sert fiyat hareketlilikleri ve ekonomik aktivitedeki olası daralmaların elektrik talebinde neden olabileceği düşüş sektör özelinde baskı oluşturabilecek unsurlar olarak öne çıkan çikiyor.

Hisse Fiyatı: 47,88 TL

Hedef Fiyat: 79,10 TL

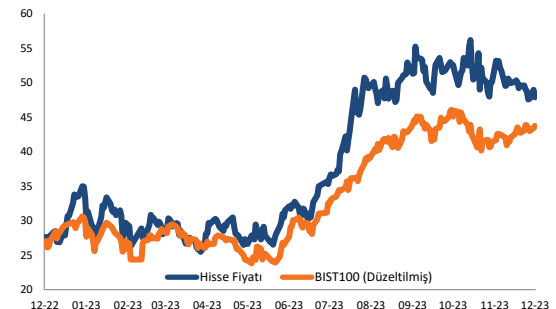
Getiri Potansiyeli: %65

Özet Veriler

Hisse Kodu	ENJSA
Cari Fiyat (TL)	47,88
52H En Yüksek (TL)	57,50
52H En Düşük (TL)	25,20
Piyasa Değeri (mın TL)	56.550
Piyasa Değeri (mın USD)	1.957
Halka Açıklık Oranı (%)	20,00
Konsensus HF (TL)	56,22
Konsensus Tavsiye	%50 A / %50 T / %0 S
3A Hacim (mın USD)	28,6
HLV HBK (2023T)	4,89
Konsensus HBK (2023T)	4,83

Tahminler ve Rasyolar	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar (mın TL)	32.994	84.449	136.034	212.270
Yıllık Büyüme	52%	156%	61%	56%
FAVÖK (mın TL)	5.372	8.663	16.134	30.656
Yıllık Büyüme	52%	61%	86%	90%
Net Kar (mın TL)	2.415	4.461	5.775	7.386
Yıllık Büyüme	29%	85%	29%	28%
FAVÖK Marjı	16,3	10,3	11,9	14,4
Net Kar Marjı	7,32	5,28	4,25	3,48
FD/Satışlar	0,8x	0,6x	0,6x	0,4x
FD/FAVÖK	4,8x	6,2x	4,7x	2,8x
F/K	6,3x	9,5x	9,8x	7,7x
Hisse Başı Kar (TL)	1,6	2,0	4,9	6,3

Fiyat Performansı



Bim: 'Tüketim mallarına olan talep ve yüksek enflasyon ortamı güçlü büyümeyi destekliyor'

Bim başarılı iş modeli ile öne çıkıyor

Bim, 2023'te diğer perakende şirketleri gibi yüksek gıda enflasyonu, tüketicilerin düşen alım gücü nedeniyle indirim mağazacılığına ve ev içi gıda tüketimine yönelişi ve faaliyet kaldırıcı sayesinde güçlü sonuçlar kaydetti. İndirimli gıda perakende sektöründe artan rekabete ve dolayısıyla orta-uzun vadede olası risklere rağmen, Bim'in rakiplerine göre güçlü mağaza verimliliklerine sahip olması nedeniyle, bu risklerden en az etkilenecek sektör hissesi olarak öne çıkacağını düşünüyoruz.

Güçlü net işletme sermayesi ile kur ve faiz riskine maruz kalmayışı hisseyi güçlü kılıyor

Enflasyonu satış fiyatlarına yansıtabilen şirketin, enflasyondaki artış ve temel tüketim mallarına olan talep sayesinde 2023'ü %81 ciro büyümesi ile tamamlayacağını düşünüyoruz. Ayrıca, Bim'in tüketici tarafından kabul görmüş özel markalı ürünlerdeki yüksek payının (toplam satışlarda %61) müşteri trafiğini desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bim'in güçlü mağaza açılış performansı ve sepet büyümesinin desteğinde 2024 yılında %72,5 artışla 460,4 mlr TL ciro açıklayacağını öngörüyoruz. FAVÖK tarafında ise, 2023'ü 19,8 mlr TL ile tamamlamasını öngörürken; 2024 için 35,9 mlr TL öngörüyoruz. Net kar tahminimiz ise 2023 için 11 mlr TL, 2024 için ise 18,8 mlr TL seviyesinde bulunuyor.

Pazar payı kazanımlarının devam edeceğini düşünüyoruz

Yurt içinde yaygın şubeli dağıtım ağı sayesinde yürüme mesafesinde ulaşılabilir olması, temel ihtiyaç maddesi yoğun ürün gamı neticesinde enflasyon artışlarını rahatlıkla fiyatlara yansıtabilmesi, talep elastikiyeti düşük ürünler sunduğu için ekonominin yavaşladığı dönemlerde dahi satış trendinin bozulmaması sonucu pazar payını artırabilmesi sebebiyle Bim'in benzerlerinden ayrışabileceğini düşünüyoruz.

Riskler

Müşteri trafiğindeki bozulma, yeni mağaza açılışlarının hızındaki yavaşlama, gıda enflasyonunda keskin düşüş, L-f-L satış büyümesinde beklentimizin aksine zayıflama, sektörde büyümeyi kısıtlayıcı düzenlemeler ve cezalar riskler arasında yer alıyor.

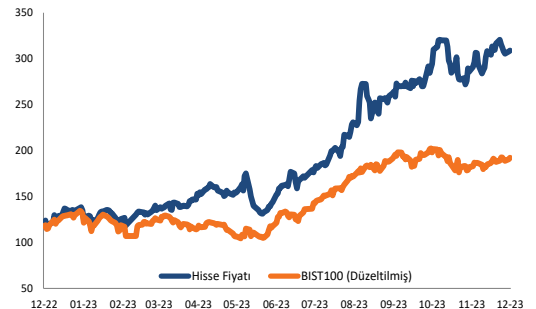
Hisse Fiyatı: 308,75 TL
Hedef Fiyat: 435,55 TL
Getiri Potansiyeli: %41

Özet Veriler

Hisse Kodu	BIMAS
Cari Fiyat (TL)	308,75
52H En Yüksek (TL)	330,40
52H En Düşük (TL)	113,31
Piyasa Değeri (mın TL)	187.473
Piyasa Değeri (mın USD)	6.487
Halka Açıklık Oranı (%)	72,79
Konsensus HF (TL)	380,65
Konsensus Tavsiye	%91,3 A / %8,7 T / %0 S
3A Hacim (mın USD)	57,9
HLY HBK (2023T)	19,5
Konsensus HBK (2023T)	18,7

Tahminler ve Rasyolar	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar (mın TL)	70.527	147.716	266.885	460.322
Yıllık Büyüme	27%	109%	81%	72%
FAVÖK (mın TL)	6.576	11.867	19.803	35.967
Yıllık Büyüme	30%	80%	67%	82%
Net Kar (mın TL)	2.932	8.157	11.829	18.856
Yıllık Büyüme	12%	178%	45%	59%
FAVÖK Marjı	9,3	8,0	7,4	7,8
Net Kar Marjı	4,2	5,5	4,4	4,1
FD/Satışlar	0,4x	0,2x	0,1x	0,1x
FD/FAVÖK	4,0x	2,2x	1,2x	0,7x
F/K	8,8x	3,1x	2,2x	1,2x
Hisse Başı Kar (TL)	4,8	13,4	19,5	35,3

Fiyat Performansı



Coca-Cola İçecek: 'Sektördeki lider konumu ve uluslararası operasyonların artan katkısı büyümeyi destekliyor'

Pazar liderliğinin sürdürülmesi ve yeni lansmanlar ile büyümenin devam etmesini bekliyoruz

Coca-Cola İçecek 11 ülkede faaliyet gösterirken; sunmuş olduğu geniş ürün mixiyle tüketici talebini karşılamaya devam ediyor. Sektörde piyasadaki lider konumu, güçlü fiyatlandırma stratejisi ve etkin maliyet yönetimi şirketi öne çıkaran önemli unsurlar arasında yer alıyor. Uluslararası operasyonların artan katkısıyla birlikte güçlü fiyatlandırma stratejisinin finansallara olan katkısı enflasyonist dönemde daha net hissedildi. 2024 yılında da pazar liderliğinin sürdürülmesi ve yeni lansmanlar ile büyümenin devam etmesini bekliyoruz. CCI'nın 2024'te %75,5 artışla 164,7 mlr TL ciro açıklayacağını öngörüyoruz. Satış hacimlerinin 2024 yılında %8,4 artışla 1.722 mn ünite kasa seviyesine yükselmesini ve ünite kasa başına gelirin 95,66 TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. FAVÖK tarafının ise 2023'ü 19,5 mlr TL ile tamamlamasını öngörüyoruz; 2024 için 36,03 mlr TL'lik FAVÖK öngörüyoruz. Net kar tahminimiz ise 2023 için 8,978 mlr TL, 2024 için de 17,6 mlr TL seviyesinde bulunuyor.

Yeni satın almaların gerçekleşme potansiyeli

2021 yılının son çeyreğinde Özbekistan'ı operasyon ülkelerinin arasına katarak hizmet sunduğu coğrafyayı 11 ülkeye yükselten Coca Cola İçecek, çoğunluk hissesini satın aldığı Coca-Cola Bottlers Uzbekistan'ın azınlık hissesini de The Coca-Cola Company'den satın alarak sahipliğini %100'e çıkardı. Düşük kaldıraç oranına sahip olması, Coca Cola İçecek'in yeni satın almaları daha kolay finanse edebilmesi açısından teşvik edici bir unsur olurken; önümüzdeki süreç için yeni satın almaların olabileceğini düşünüyoruz. Şirket tarafından bu yönde atılacak olası adımları uluslararası operasyonların konsolide satışlar içerisindeki payını da artıracak önemli bir unsur olarak görüyoruz.

Riskler

Yurt dışında faaliyet gösterilen ülkelerdeki ekonomik ve politik belirsizliğin hacimlerde yaratacağı aşağı yönlü etki ve yurt içinde iklim koşullarının mevsim normallerinin altında seyretmesi risk unsurları arasında sıralanabilir. Ayrıca, küresel resesyon endişelerinde artış, işsizlik ve buna bağlı olarak tüketimde görülebilecek azalış satış adetleri üzerinde baskı yaratıcı unsurlar arasında yer alıyor.

Hisse Fiyatı: 447,00 TL

Hedef Fiyat: 605,00 TL

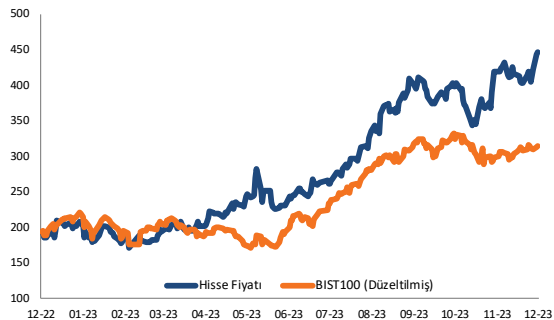
Getiri Potansiyeli: %35

Özet Veriler

Hisse Kodu	CCOLA
Cari Fiyat (TL)	447,00
52H En Yüksek (TL)	447,00
52H En Düşük (TL)	166,35
Piyasa Değeri (mnl TL)	113.704
Piyasa Değeri (mnl USD)	3.934
Halka Açıklık Oranı (%)	28,86
Konsensus HF (TL)	481,87
Konsensus Tavsiye	%100 A / %0 T / %0 S
3A Hacim (mnl USD)	8,4
HLY HBK (2023T)	35,29
Konsensus HBK (2023T)	34,01

CCOLA	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar (mnl TL)	21.930	53.530	79.644	113.158
Yıllık Büyüme	52%	144%	49%	42%
FAVÖK (mnl TL)	4.593	10.149	15.249	24.314
Yıllık Büyüme	47%	121%	50%	59%
Net Kar (mnl TL)	2.271	4.343	8.978	17.601
Yıllık Büyüme	84%	91%	107%	96%
FAVÖK Marjı	20,9	19,0	19,1	21,5
Net Kar Marjı	10,4	8,1	11,3	15,6
FD/Satışlar	1,3x	2,2x	2,0x	2,0x
FD/FAVÖK	6,0x	11,8x	9,7x	9,0x
F/K	9,9x	26,2x	21,0x	18,6x
Hisse Başı Kar (TL)	8,9	17,1	35,3	69,2

Fiyat Performansı



Türk Traktör: Yurt dışı talepteki daralmanın yurt içi taleple dengelenmesiyle karlılık güçlü seyredecek

Sektörel hacimde öngörülen dengelenme karşısında, şirketin fiyatlama politikasının desteğinde ciroda güçlü görünümün devam edeceğini düşünüyoruz. 2024 yılında sektörel satış hacminin normalleşeceği öngörüsüyle, şirketin traktör satış adedinin, güçlü geçen 2023 yılının ardından %15 daralma kaydederek 45.054 adet olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Fiyat artışları cephesinde de, kur görünümünün etkisiyle TL bazında ortalama birim satış fiyatının %52 yükseleceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede, Türk Traktör'ün konsolide satış gelirlerinin 2024'te %29 yükselişle 65,42 mlr TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Amerika ve Euro Bölgesi ekonomilerinde parasal sıkılaşma sürecinin şirketin ihracatları üzerindeki yansımalarının güçlü iç taleple dengeleneceğini öngörüyoruz. Yurt içinde traktör talebinin, depremden etkilenen tarım alanlarının rehabilitasyonuna ek olarak, tarımsal aktiviteyi destekleyici yağış koşulları ve devlet desteğiyle güçlü görünümünü sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Böylece şirketin pazar payının %50'ye yakınsayacağını tahmin ediyoruz.

Emtia fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı ham madde riskinin yönetilmesi ve tedarik zinciri problemlerinin hafiflemesiyle operasyonel karlılığın güçlü seyrini sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Küresel bazda ılımlılaştıran fiyat baskıları ışığında, geçen yıl %151 artış kaydeden tarımsal ÜFE'nin 2024 yılında da ılımlılaştırma seyrini sürdüreceği öngörülüyor. Böylece, şirketin ham madde giderlerinin operasyonel karlılık üzerinde yarattığı baskının azalacağı öngörüsüyle, 2024 yılında FAVÖK'ün %18 yükselişle 14,21 mlr TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. FAVÖK marjının %20 seviyesinin üzerinde kalıcılık sağlayarak güçlü görünümünü koruyacağını tahmin ediyoruz.

Riskler. Makroekonomik dalgalanmalar nedeniyle tarımsal üretimin sekteye uğraması şirketin operasyonel performansını olumsuz etkileyebilir. Ayrıca, yurt içi traktör pazarında rekabetin artması şirketin pazar payının baskılanmasına neden olabilir. Bununla beraber, finansal piyasalarda volatilitenin artması tüketici güvenini olumsuz etkileyerek, şirketin fiyatlama politikası üzerinde baskı oluşturabilir.

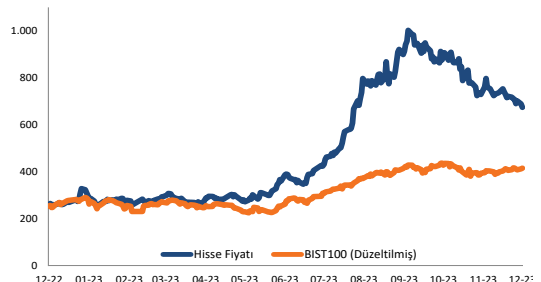
Hisse Fiyatı: 674,50 TL
Hedef Fiyat: 1.242,10 TL
Getiri Potansiyeli: %84

Özet Veriler

Hisse Kodu	TTRAK
Cari Fiyat (TL)	674,50
52H En Yüksek (TL)	1.057,50
52H En Düşük (TL)	241,57
Piyasa Değeri (mın TL)	67.495
Piyasa Değeri (mın USD)	2.335
Halka Açıklık Oranı (%)	25,00
Konsensus HF (TL)	737,80
Konsensus Tavsiye	%40 A / %60 T / %0 S
3A Hacim (mın USD)	16,3
HLY HBK (2023T)	97,90
Konsensus HBK (2023T)	94,30

Tahminler ve Rasyolar	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar (mın TL)	11.644	21.835	50.643	65.422
Yıllık Büyüme	87%	88%	132%	29%
FAVÖK (mın TL)	1.733	3.406	11.992	14.209
Yıllık Büyüme	64%	97%	252%	18%
Net Kar (mın TL)	1.322	2.971	9.790	13.234
Yıllık Büyüme	70%	125%	230%	35%
FAVÖK Marjı	0,15	0,16	0,24	0,22
Net Kar Marjı	0,11	0,14	0,19	0,20
FD/Satışlar	6,8x	3,6x	1,6x	1,2x
FD/FAVÖK	45,7x	23,3x	6,6x	5,6x
F/K	8,3x	11,9x	8,5x	6,3x
Hisse Başı Kar (TL)	24,8	55,7	97,9	132,3

Fiyat Performansı



Künye & Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 216 285 09 00

Banu KIVCI TOKALI

Araştırma Direktörü

BTokali@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 81 88

İlknur TURHAN

Müdür

Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya,
Gıda

ITurhan@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 81 85

Ayşegül BAYRAM

Uzman

Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma,
Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım,
Mühendislik - Taahhüt

ABayram@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 30

Yasin SARIHAN

Uzman

Otomotiv, Dayanıklı Tüketim, Gıda &
İçecek

YSarihan@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 26

İdil Su KESKEN SÖNMEZ

Uzman

Piyasalar ve Strateji

Idils@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 81 70

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.



HalkYatirimMenkulDeğerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim