

Makro Görünüm

Zorlu değişim sürecinden geçerken...

İkinci yarı itibariyle yurt içinde belirgin soğuma bekliyoruz. 2024 yılı büyüme tahminimizi %3 seviyesinde korumakla birlikte, tahminimize yönelik risklerin aşağı yönlü olduğu görüşündeyiz. Finansal koşullardaki sıkılaşıma ve maliyet artışları dolayısı ile sanayi tarafındaki zayıflamanın hız kazanması büyüme beklentimiz üzerinde aşağı yönlü risk yaratabilecekken, reel ücretlerdeki erimenin öngörülenden daha hızlı gerçekleşmesi de iç talepte beklediğimiz yavaşlamanın daha keskin olması riskini beraberinde getirebilir.

Temmuz ayından önce enflasyonda %60'ın altına gerileme beklemiyoruz. Yıllık TÜFE artışının Mayıs 2024'te baz etkisi ile birlikte %75 civarında zirve yapmasını ve ardından hızlı bir gerileme dönemine girilmesini bekliyoruz. Yıllık TÜFE artışının 2024 yaz aylarında yaklaşık 25 yüzde puanlık bir düşüşün ardından son çeyreğin başında %45 civarında oluşacağını ve 2024 yılını %43 seviyesinde tamamlayacağını öngörüyoruz.

Yerel seçimlerin geride bırakılması ile birlikte sıkı para politikası duruşunun devam etmesini bekliyoruz. 31 Mart seçimlerinin ardından Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın mutedil açıklamaları ve muhalefet kanadından gelen tansiyon düşürücü nitelikte ifadeler yakın vadede politik belirsizliğin gündemde olmayacağını gösterir nitelikte. Mevcut çerçevede önümüzdeki dört yıl boyunca Türkiye gündeminde seçimlerin olmayacak olması ekonomi yönetiminin enflasyonla mücadele programını sürdürmeleri için alan açıyor. Bundan sonraki süreçte odak noktamız bireysel döviz talebinde bir azalış ve finansman bacağına bir iyileşme yaşanıp yaşanmayacağı olacak.

Cari açığı gerilemenin devamını bekliyoruz. Geçtiğimiz yılın ortasından bu yana gelenekselleşen para politikasının ve sıkılaştıran koşulların kredi büyümesi ve iç talep üzerinde belirgin etkilerini ikinci yarı itibariyle görmeyi bekliyoruz. Bunun yanı sıra, turizm performansı ve dış pazarlarımızdaki toparlanma süreci ile birlikte bu yıl cari işlemler açığındaki düşüşün sürmesini bekliyoruz. 2024 yılına ilişkin cari açık beklentimiz 33 milyar dolar seviyesinde.

Finansman bacağı aksamaya devam ediyor. Dış finansman gerekliliğinin brüt döviz rezervlerine oranı %187 seviyelerinde yüksek bir yerde bulunuyor. Seçimlerin ardından döviz likiditesinin iyileşme süreci gerek Merkez Bankası rezervlerindeki erimenin durulması gerekse de TL varlıkları olan ilgi açısından oldukça önemli olacak. Geçen yılın ortalarından bu yana bu yılın ilk çeyreği itibariyle gözle görülür olması beklenen yabancı talebinin beklenen parlamayı gerçekleştirememiş olması bu noktada kaygı verici.

2024 bütçe açığının OVP tahminin altında gerçekleşmesini bekliyoruz. Deprem harcamalarının bütçe üzerindeki yükünün büyük kısmının 2023 yılı gerçekleştirmelerinde eritilmiş olması ile birlikte 2024 bütçe açığının OVP tahminin altında gerçekleşmesini ve bütçe açığı / GSYİH oranının 2024'te %5,2 olmasını bekliyoruz. 2025 yılında para politikasında beklediğimiz kademeli gevşeme sürecinde maliye politikasının daha dengeleyici bir noktada olacağını öngörüyoruz.

Makroekonomik Tahminler

	2022	2023	2024T	2025T
GSYİH büyüme	%5,6	%4,5	%3	%3,8
GSYİH (milyar TL)	15.012	26.276	38.702	50.216
CİD (milyar \$)	-49	-45,2	-33	-36
TÜFE (yıl sonu)	%64,3	%64,8	%43	%25
USD/TRY (yıl sonu)	18,71	29,47	40	48
EUR/TRY (yıl sonu)	20,03	32,74	44	52,75

Kaynak: TCMB, TÜİK, Hazine, Tacirler Yatırım

Ekin Çınar

Ekonomist

ekin.akbas@tacirler.com.tr

+90 212 355 46 38

İçindekiler

EKONOMİK BÜYÜME	3
İkinci yarı itibariyle yurt içinde belirgin soğuma bekliyoruz.....	3
ENFLASYON	7
Temmuz ayından önce %60'ın altına gerileme beklemiyoruz.....	7
PARA POLİTİKASI	10
Şahin duruştan ödün verilmiyor.....	10
CARİ İŞLEMLER DENGESİ	14
Cari açığıdaki gerilemenin devamını bekliyoruz	14
DIŞ FİNANSMAN	17
Finansman bacağı aksamaya devam ediyor	17
MALİYE POLİTİKASI	21
OVP tahminin altında bir bütçe gerçekleşmesi bekliyoruz	21
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER VE TAHMİNLER	25

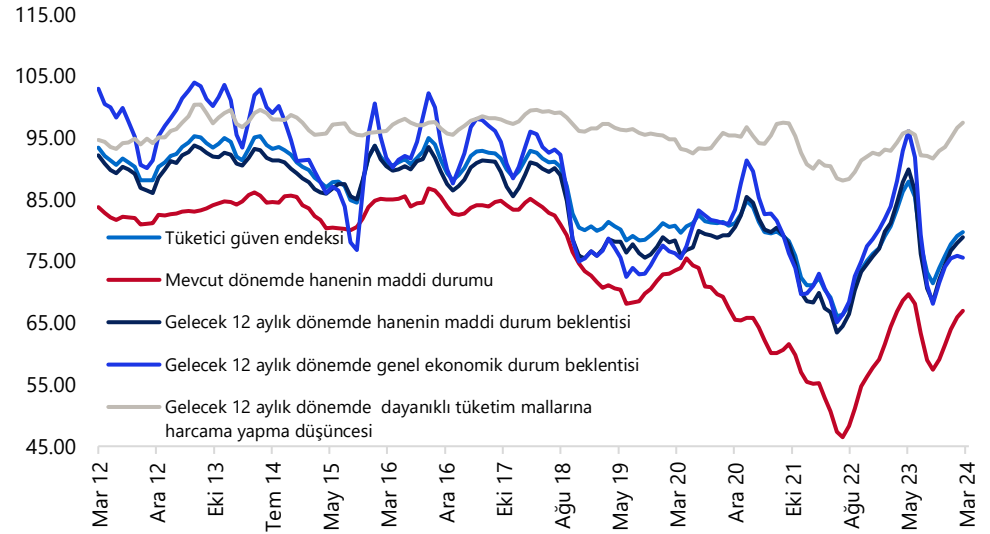
EKONOMİK BÜYÜME

İkinci yarı itibariyle yurt içinde belirgin soğuma bekliyoruz

Türkiye'ye ilişkin 2024 yıl sonu beklentilerimizdeki ana senaryo enflasyonun ve büyümenin hız kestiği bir tema olsa da bu yılın ilk çeyreğinde bu beklentimizin tam tersi bir resim olmasını ve söz konusu temanın yılın özellikle ikinci yarısı itibariyle ön plana çıkmasını bekliyoruz. İç talebin canlılığını koruduğu ve %50'ye yakın ücret artışlarının aktivite üzerinde etkili olmaya devam ettiği mevcut ortamda, ekonomideki ısınma emareleri sürüyor. Yüksek enflasyon ortamında öne çekilen talep eğiliminin etkisi hissedilmeye devam ederken, tüketici güveni verilerinin alt kalemlerinden ve kredi kartı harcamalarından da iç talebin canlılığını koruduğunu izliyoruz.

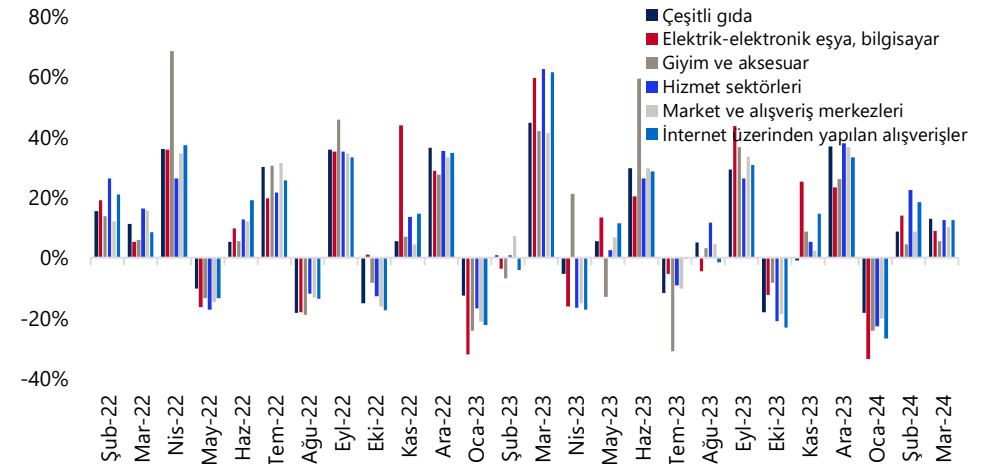
Yılın ilk çeyreğinde büyüme dinamiklerinin güçlü seyretmesini, ikinci yarı itibariyle iç talepte önemli bir daralma yaşanmasını bekliyoruz.

Tüketici Güven Endeksi Alt Kalemleri (MA, 3-aylık HO)



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Banka ve Kredi Kartı Harcamaları (aylık değişim, %)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

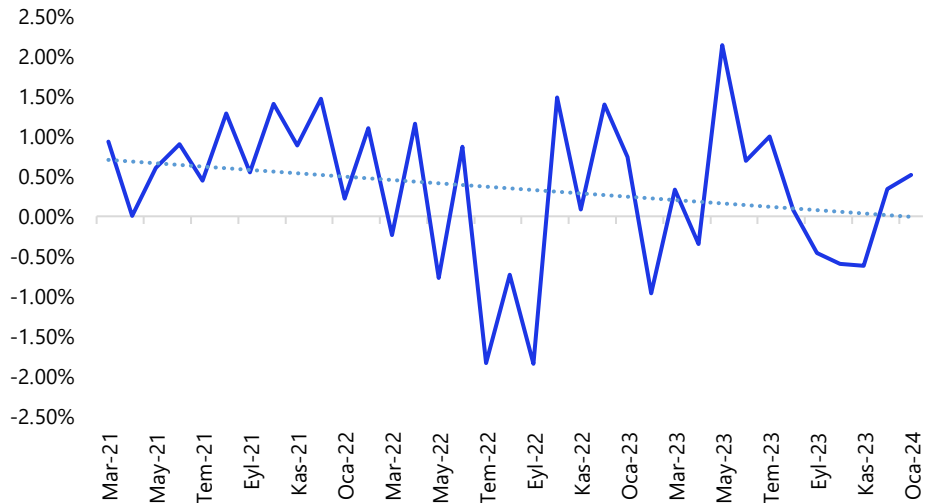
Yıl ortasına gelindiğinde mayıs ayında %75 civarında zirve yapmasını beklediğimiz enflasyon ve yıl ortası zamlarının bu yıl uygulanmayacak olması ile birlikte alım gücünde önemli düşüş yaşanmasını bekliyoruz. Bununla birlikte yılın ilk çeyreğinde izlediğimiz canlı iç talep görünümünün yılın ikinci yarısı itibariyle etkisini yitirmeye başlayacağını ve büyüme dinamiklerinde gözle görülür bir yavaşlama olacağını öngörüyoruz.

2024 yılı GSYİH büyüme beklentimiz %3 seviyesinde. Yılın ilk çeyreğinde büyümedeki temel sürükleyici faktörün özel tüketim harcamaları olmasını, ikinci çeyrek sonu itibariyle ise bu kanattaki katkının sönümlenmesini bekliyoruz. Kamu harcamaları ve yatırımlar tarafında beklediğimiz durulmanın da etkisi ile birlikte 2024 yılı büyüme tahminimizi %3 seviyesinde koruyoruz. Bu noktada, büyüme tahminimize yönelik risklerin aşağı yönlü olduğunu belirtmek gerekir. Finansal koşullardaki sıkılaşma ve maliyet artışları dolayısı ile sanayi tarafındaki zayıflamanın hız kazanması büyüme beklentimiz üzerinde aşağı yönlü risk yaratabilecekken, reel ücretlerdeki erimenin öngörülenden daha hızlı gerçekleşmesi de iç talepte beklediğimiz yavaşlamanın daha keskin olması riskini beraberinde getirebilir.

2024 büyüme tahminimizi %3 seviyesinde korumakla birlikte, tahminimize yönelik risklerin aşağı yönlü olduğu görüşündeyiz.

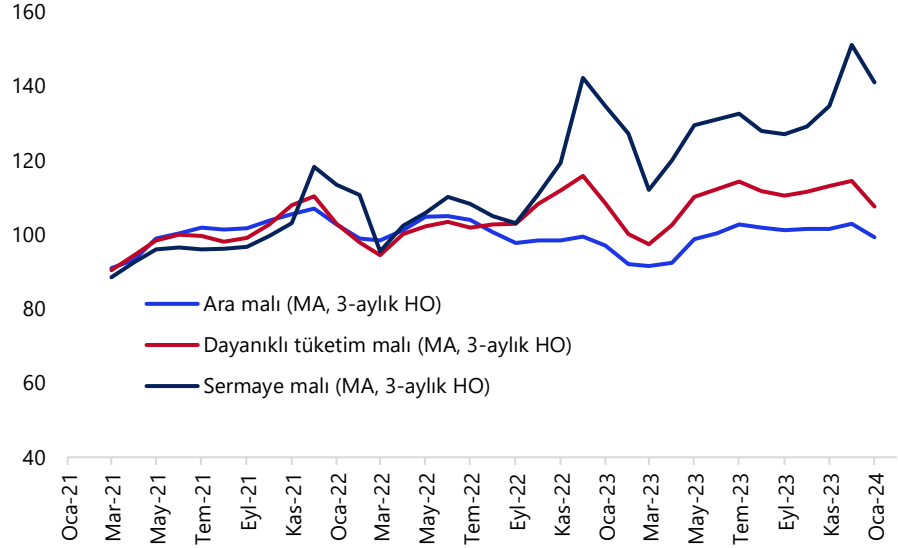
Türkiye’de büyüme iç talep dinamiklerinin etkisi ile güçlü kalmaya devam ederken, öte yandan artan maliyetler ve sıkılaşan finansal koşullar nedeniyle sanayi üretiminde ise zayıf seyir etkili oluyor. Arz / talep dengesindeki bozulma büyüme dinamiklerinin talep kaynaklı beslenmeye devam etmesine yol açarken, bu durum da enflasyonu körükleyen temel unsurların başında yer alıyor. İkinci yarı itibariyle iç talepte öngördüğümüz sönümlenme ile birlikte arz talep dengesinde talep lehine oluşan bozulmanın bir miktar dengelenebileceği, ancak sıkı finansal koşullar ve yüksek maliyetlerin etkisi çerçevesinde sanayi üretimi tarafındaki zayıf görünümün korunacağı beklentisindedir.

Sanayi Üretimi (Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış, aylık değişim, %)



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Sanayi üretim endeksi değişim oranları (MA, 3-aylık HO)

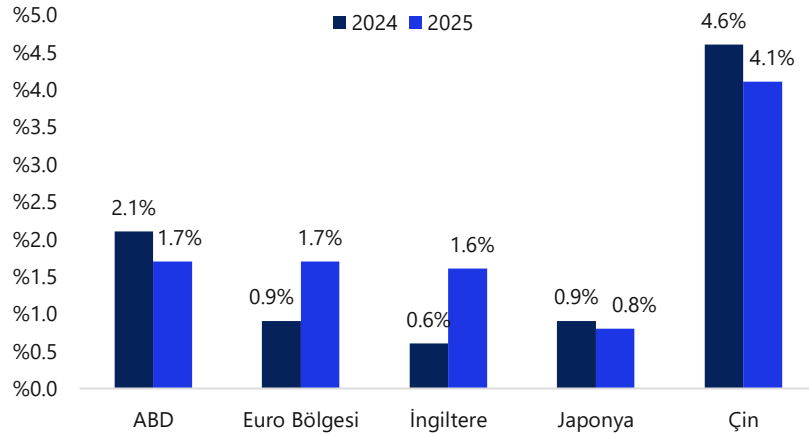


Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Küresel büyüme tahminleri bu yıl için beklentilerden daha ılımlı bir yavaşlama görünümünü ortaya koyarken, Çin tarafındaki aktivite kaybının ise öngörülenden çok daha yumuşak bir düşüşü işaret etmesi bekleniyor.

Küresel büyüme tahminleri bu yıl için beklentilerden daha ılımlı bir yavaşlama görünümünü ortaya koyuyor. Küresel büyümedeki zayıflamaya ilişkin beklentilerin bu yılın başlarında bir miktar hafiflediği ve beklentilerde sınırlı da olsa yukarı yönlü revizyonların olduğu dikkat çekiyor. Küresel büyümedeki ana faktörün gelişmekte olan ülkeler olmaya devam etmesi beklenirken, Çin tarafındaki aktivite kaybının ise öngörülenden çok daha yumuşak bir düşüşü işaret etmesi bekleniyor. IMF en son Ocak 2024'te yayınladığı Dünya Ekonomik Görünüm (WEO) Raporu'nda küresel büyüme tahminini 2024 yılı için %2,9 seviyesinden %3,1'e yükseltirken, 2025 yılı için %3,2 olan tahminini korudu. En son mart ayı sonlarında S&P tarafından yayınlanan ikinci çeyrek ekonomik görünüm raporlarında ise Türkiye'ye ilişkin büyüme tahmini 2024 için %2,4'ten %3'e ve 2025 için %2,7'den %3'e yükseltildi.

IMF Büyüme Tahminleri

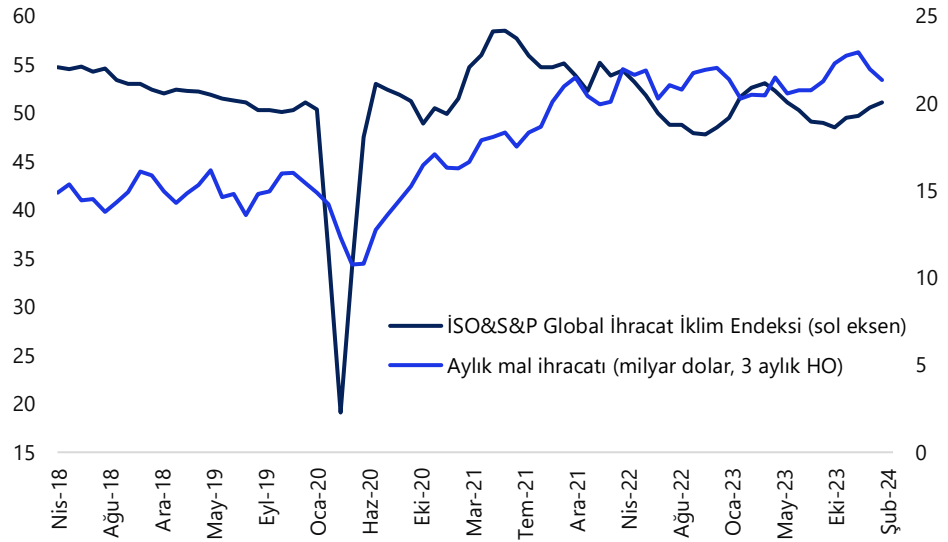


Kaynak: IMF, Tacirler Yatırım

Bu görünüm çerçevesinde dış pazarlarımızda aktivitede iyileşme sinyalleri ön plana çıkarken, Almanya ve Fransa'da zayıflamayı sürdüren büyüme dinamikleri risk yaratmaya devam ediyor. En son şubat ayına ilişkin açıklanan İSO Türkiye İhracat İklim Endeksi verilerinin detaylarını incelediğimizde 2024 yılı başlarında Türkiye'nin ikinci en büyük ihracat pazarı olan ABD'de ekonomik aktivitenin güçlendiğini, Avrupa'nın birçok önemli ihracat pazarında ise zayıf bir dönemin ardından toparlanma sinyallerinin devam ettiğini görmekteyiz. Ancak Almanya ve Fransa'da ise ekonomik aktivitenin belirgin bir şekilde daralmaya devam ettiğini ve bu cephenin net ihracat katkısı ve büyüme dinamikleri üzerinde risk teşkil etmeyi sürdürdüğünü takip ediyoruz.

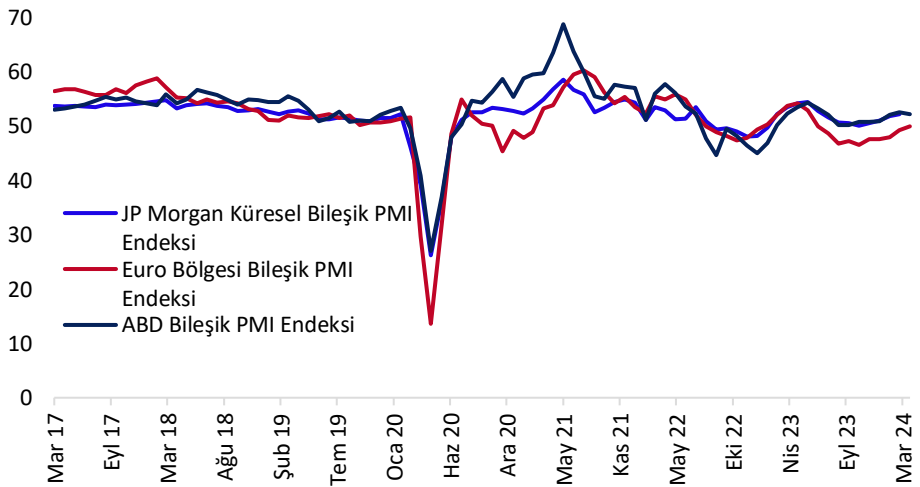
İSO İhracat İklim Endeksi & İhracat (3-aylık HO, milyar \$)

Avrupa'nın pek çok bölgesinde toparlanma eğilimi izlenirken, Almanya ve Fransa'da zayıflamayı sürdüren büyüme dinamikleri risk yaratmaya devam ediyor.



Kaynak: İSO, S&P Global, Tacirler Yatırım

Küresel PMI Endeksleri



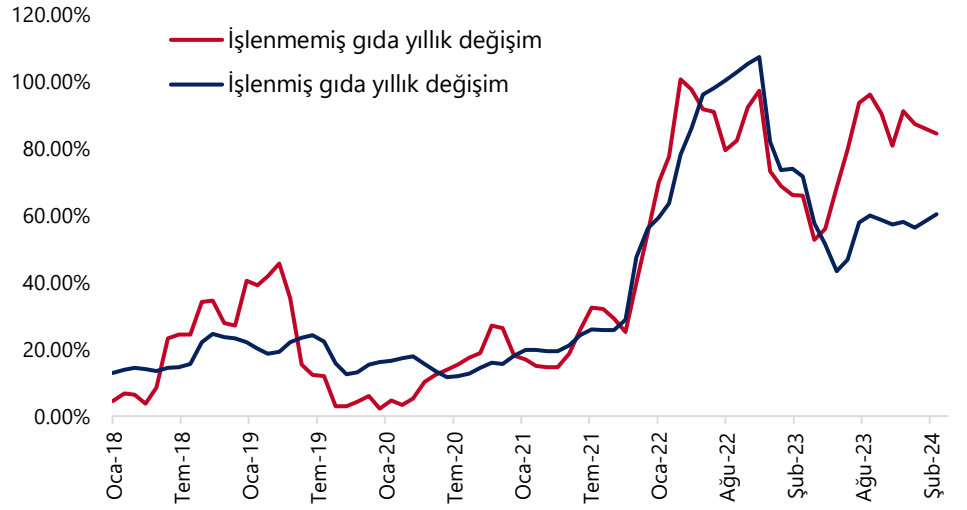
Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

ENFLASYON

Temmuz ayından önce %60'ın altına gerileme beklemiyoruz

Şubat ayında beklentilerin üzerinde gerçekleşen aylık enflasyon ile birlikte yıllık TÜFE artışı %67,1'e ulaştı. Gıda fiyatları tarafında %8,3 oranında güçlü bir aylık artışın olduğu ve gıdanın şubat ayındaki yüksek aylık fiyat artışında önemli rol oynadığını takip ettik. Bununla birlikte yıllık gıda enflasyonu %69,7'den %71,1'e yükselirken, işlenmemiş gıda fiyatlarında ocak ayında görülen %7'lik güçlü yükselişin ardından şubat ayında da %9,3'lik önemli bir artış yaşandı. Enerji fiyatlarında ise şubat ayında aylık artışın %2,96'ya indiği dikkat çekti. Yıllık enerji fiyat artışı ise şubat itibariyle %32,9 seviyesinden %36 seviyesine tırmandı.

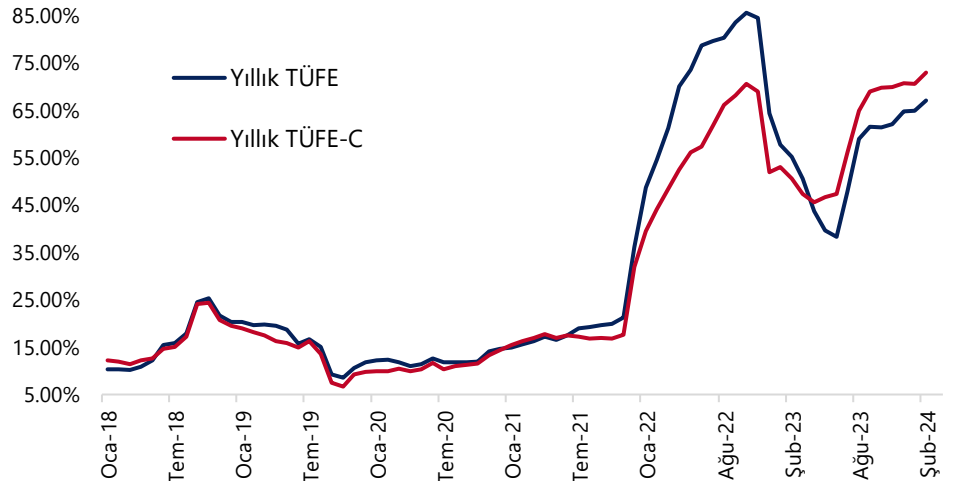
Gıda enflasyonu (%)



Yılın ilk iki ayında birikimli fiyat artışı %11 civarında oluştu.

Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

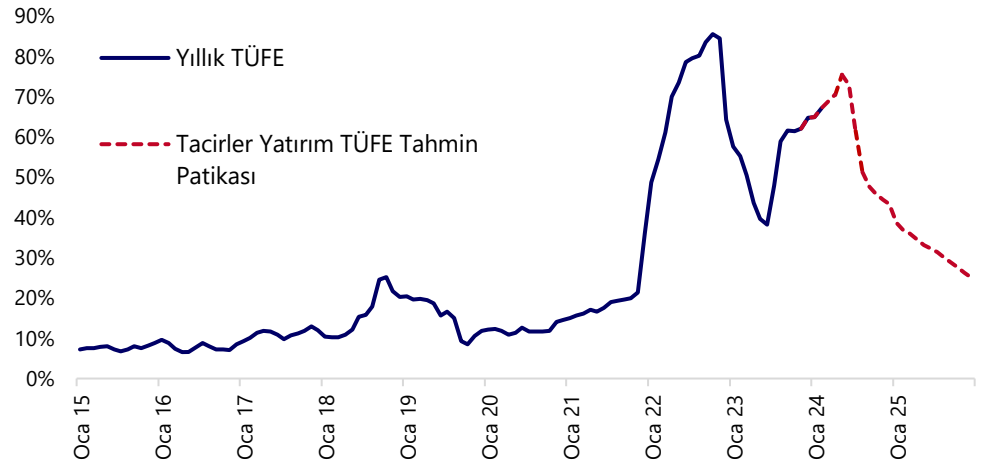
Yıllık TÜFE ve TÜFE-C (%)



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

2024 enflasyon tahminimiz %43 seviyesinde bulunuyor. Enflasyonda 2024 Temmuz ayına kadar %60 seviyesi altına bir düşüş beklemiyoruz. Yıllık TÜFE artışının Mayıs 2024'te baz etkisi ile birlikte %75 civarında zirve yapmasını ve ardından hızlı bir gerileme dönemine girilmesini bekliyoruz. Yıllık TÜFE artışının 2024 yaz aylarında yaklaşık 25 yüzde puanlık bir düşüşün ardından son çeyreğin başında %45 civarında oluşacağını ve 2024 yılını %43 seviyesinde tamamlayacağını öngörüyoruz. TCMB'nin 2024 yıl sonu enflasyon tahmini olan %36 seviyesini iyimser bulmakla birlikte, atılan son adımların enflasyonla mücadele yolunda Merkez'in elini güçlendirdiği görüşündeyiz.

Yıllık TÜFE Tahmin Patikamız (%)

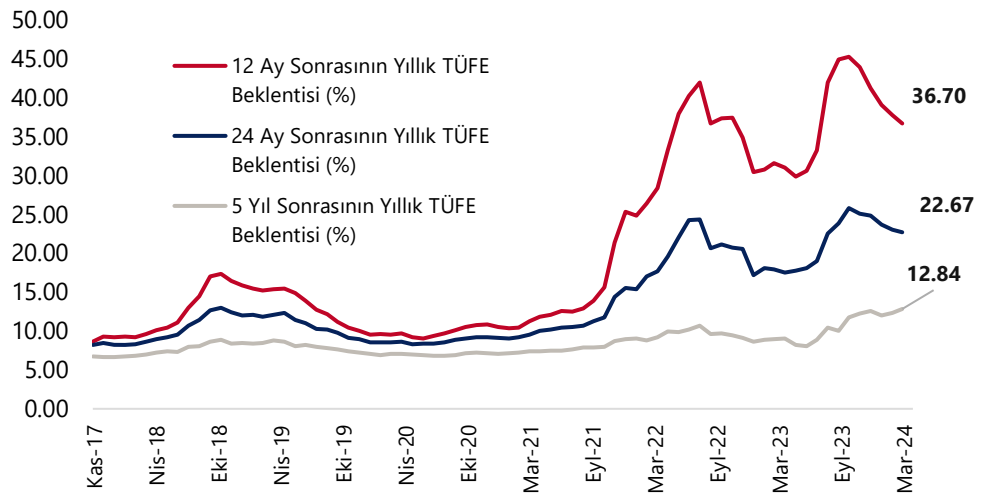


Enflasyonda 2024 Temmuz ayına kadar %60 seviyesi altına bir düşüş beklemiyoruz. 2024 yıl sonu enflasyon tahminimiz %43 seviyesinde bulunuyor

Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

TCMB'nin Mart 2024 dönemine ilişkin Piyasa Katılımcıları Anketi sonuçlarında şubat anketinde %43 seviyesinde oluşan 2024 yıl sonu enflasyon beklentisinin ise mart anket sonuçlarında %44,2'ye yükseldiği takip edildi. 12 ve 24 ay ileriye yönelik enflasyon tahminlerinde ise sınırlı bir gerileme yaşandı. Buna göre 12 ay sonrasına yönelik enflasyon beklentisi %37,8 seviyesinden %36,7'ye, 24 ay sonrasında yönelik enflasyon beklentisinin ise %23 seviyesinden %22,67'ye geriledi.

Orta vadeli enflasyon beklentileri (%)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Enflasyon tahminimize ilişkin yukarı yönlü riskler:

- (i) **Yapısal risk:** 2024 yılına ilişkin kur tahminlerimiz TL'de reel bir değer kaybı içermiyor. Yakın zamanda yıl sonu USDTRY beklentimizi 43 seviyesinden 40 seviyesine revize ettik. Burada, global likidite koşullarının gevşeyeceği ve dolayısıyla gelişmekte olan ülke piyasalarına ilişkin risk iştahının iyileşeceği temel varsayımı ile çalışıyoruz. Halen zayıf seyreden finansman koşullarının devamı ve rezerv yönetiminin sürdürülemez noktaya gelerek enflasyon dinamiklerini zora sokacak nitelikte olması enflasyon görünümü üzerinde risk yaratabilecek unsurların başında yer alıyor.
- (ii) **Yıl ortası zamlarının gündeme gelmesi:** Hükümet yetkilerinde gelen açıklamalar maliye tarafında enflasyonu yükseltecek bir adım atılmayacağı ve yıl ortası ücret zammı olmayacağı yönünde. Ancak Mayıs ayı itibarıyla %75'lere varan yıllık TÜFE beklentimiz çerçevesinde yıl ortasında ücret artışları konusunda seslerin yükselebileceği görüşündeyiz. Yıl başından bu yana gelen açıklamaların aksine bu yılın ortasında ek ücret zamlarının söz konusu olması enflasyon görünümü üzerindeki en önemli risklerin başında geliyor.
- (iii) **Gıda fiyatları:** Küresel arz problemlerinin bazı bölgelerde hammadde fiyatlarını yüksek tuttuğunu izliyoruz. Gıda fiyatlarında yıl içerisinde beklentilerin üzerinde bir eğilimin olması işlenmemiş gıda tarafındaki baskının artmasını beraberinde getirebilir.
- (iv) **Petrol fiyatlarındaki artış:** Küresel büyüme beklentilerinde izlenen yukarı yönlü revizyonlar ile birlikte petrol fiyatlarında geçtiğimiz aylarda fiyatlanan zayıf büyüme olgusunun silindiğini takip ettik. Buna ek olarak varlığını koruyan jeopolitik risklerin de fiyatlardaki düşüş önünde bir engel teşkil ettiğini görüyoruz. Petrol fiyatlarındaki yükselişler enerji ithalatı yükünü artıracak gibi enflasyon tarafında da bir miktar baskı nedeni olacaktır. Yakın vadede Brent petrolde varil başın 80\$ – 85\$ bandında bir dengelenme beklemekteyiz, ancak daha yüksek hareketlerin enflasyon dinamiklerini zorlayabileceğini gözden kaçırmamak gerekir.

Enflasyon tahminimize ilişkin aşağı yönlü riskler:

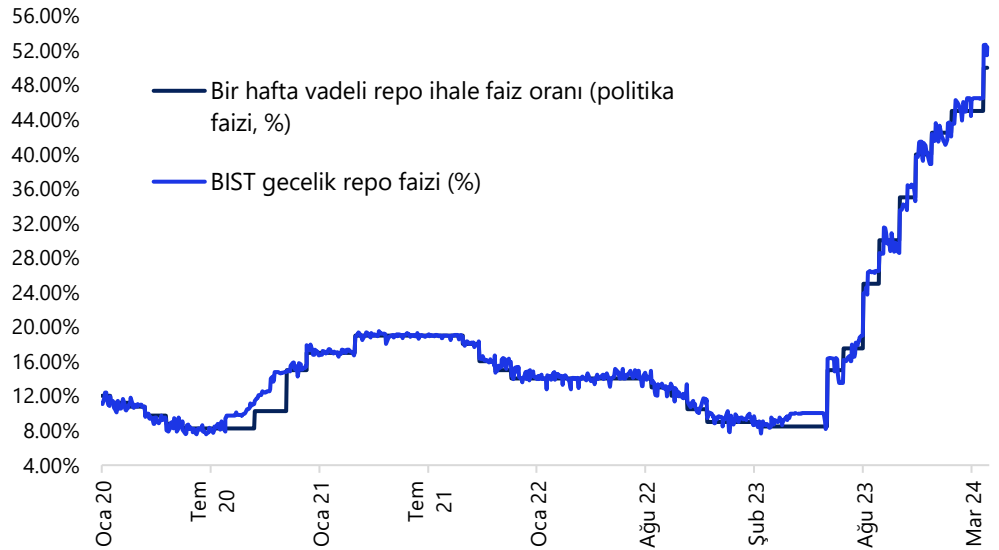
- (i) Yıl ortasından itibaren devreye girecek olumlu baz etkisine ek olarak aktarım mekanizmasının işlemesi ile birlikte finansal koşullardaki daralma ve faizler üzerindeki yükselişin sağlıklı bir şekilde sağlanması.
- (ii) Sermaye akımlarının hızlanarak rezervlerdeki erimenin önüne geçmesi ve TL'deki volatilitenin hafifleyerek TL'nin dolar karşısında reel olarak daha fazla değer kazanacağı bir düzlemin oluşması.
- (iii) Ekonomik aktivitedeki momentum kaybının yılın ikinci yarısı itibarıyla belirgin bir şekilde etkili olmasını bekliyoruz. Ekonomide beklediğimiz soğumanın daha derin boyutta gerçekleşmesi durumunda ekonomideki genel fiyat düzeyi seviyesinde beklentilerimizin ötesinde aşağı yönlü bir baskı söz konusu olabilir.

PARA POLİTİKASI

Şahin duruştan ödün verilmiyor

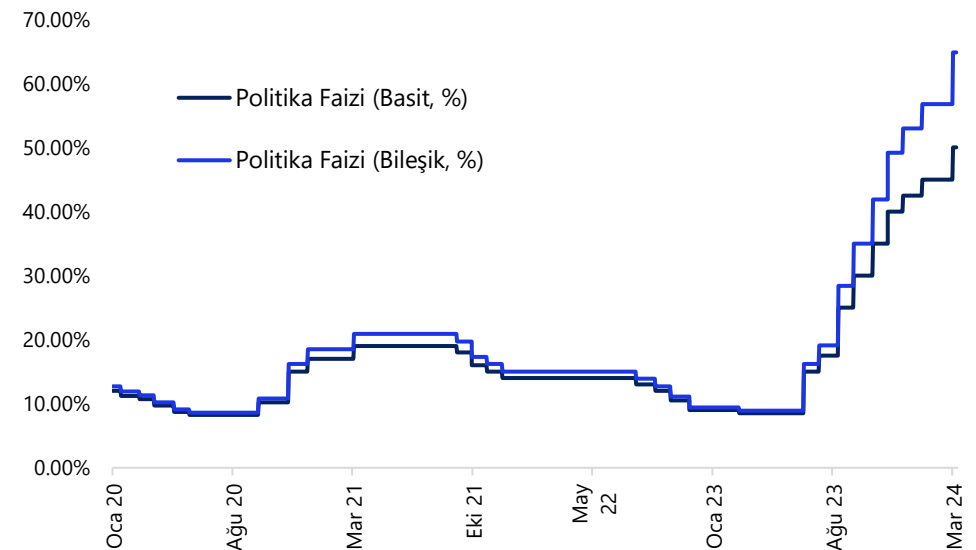
TCMB Para Politikası Kurulu'nun (PPK) mart ayı toplantısında gerçekleştirdiği ve biz de dahil olmak üzere pek çok yerli kurum tarafından sürpriz olarak karşılanan 500 baz puanlık faiz artırım kararını TL varlıklar açısından son derece pozitif okuyoruz. Faiz artırım kararının yanı sıra PPK, faiz koridoru marjını 150 baz puandan 300 baz puana yükselterek likidite koşullarındaki bozulmanın yeniden ön plana çıkması durumunda 300 baz puan daha efektif sıkılaştırma yapmak için ek alan açarken, "Enflasyonda belirgin ve kalıcı bir bozulma öngörülmesi durumunda ise para politikası duruşu sıkılaştırılacaktır" ifadesi ile ek artırımlara açık kapı bırakmaya devam etti. Son toplantı ile birlikte %50'ye yükselen politika faizinin bileşigi %64,8 seviyesine denk geliyor.

Politika faizi ve BIST gecelik repo faizi O/N (%)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Politika faizi (basit & bileşik karşılaştırmalı, %)



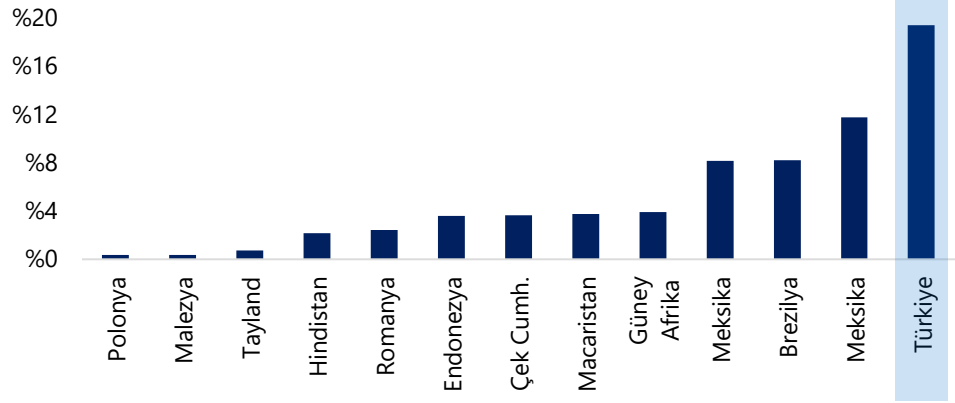
Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Politika faizinin %50 seviyesine yükseltilmesi ile birlikte ex-ante reel politika faizinin %19,5 civarında oluştuğunu hesaplıyoruz. Merkez Bankası'nın son dönemde makro ihtiyati önlemleri artırdığını, bununla birlikte net APİ fonlamasının 1 Mart'tan bu yana pozitifte döndüğünü ve AOFM'nin %46 seviyesi üzerine yükseldiğini takip etmiştik. Son dönemde ZK nemalandırılması, kredi büyüme sınırlarının aşağı çekilmesi ve bu büyüme oranlarını aşan kısım üzerinden menkul kıymet tesisine ek olarak kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık tesis edilmesi, kredi kartı nakit avans çekiminin sınırlandırılması ve kredili mevduat hesabı (KMH) faizinin %5 olarak belirlenmesi gibi önlemlerin piyasa faizleri üzerinde yukarı yönde etkisi olduğunu izledik. Sterilizasyon ve makro ihtiyati önlemlere ek olarak mart ayındaki 500 baz puanlık faiz artırımının ve metinde ek artırımlara açık kapı bırakan ifadelere yer vermeye devam edilmesinin TL varlıklara olan güvenin yeniden tesis edilmesi sürecinde katkı sağlayacağını düşünüyoruz.

GoÜ ex-ante reel politika faizi görünümü

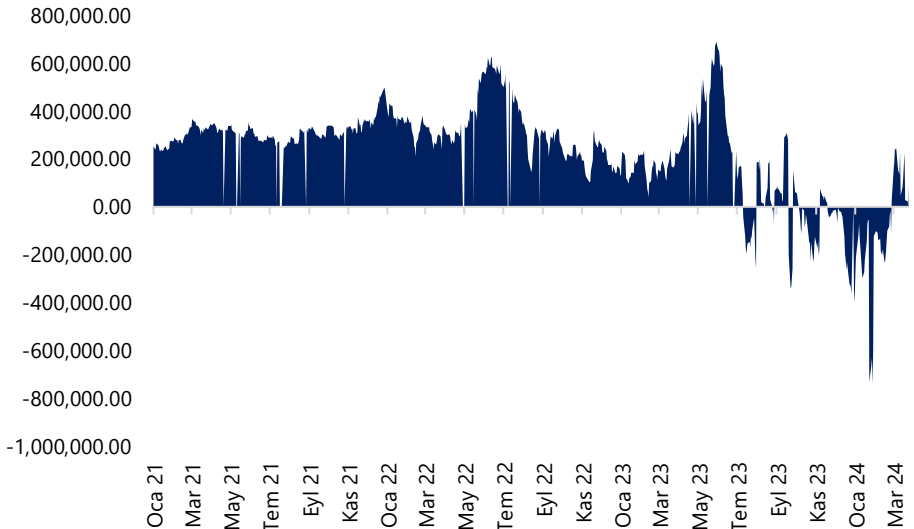
(12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri çerçevesinde)

* 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerine göre hesaplanmıştır. Türkiye için kurum beklentimiz baz alınmıştır. Diğer ülkeler için IMF tahminleri alınmıştır.



Kaynak: TCMB, Bloomberg, IMF, Tacirler Yatırım

TCMB Açık Piyasa İşlemleri (APİ) Fonlaması (milyon TL)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Merkez Bankası'nın son dönemde makro ihtiyati önlemleri artırması ile birlikte net APİ fonlaması 1 Mart'tan bu yana pozitif seyrediyor.

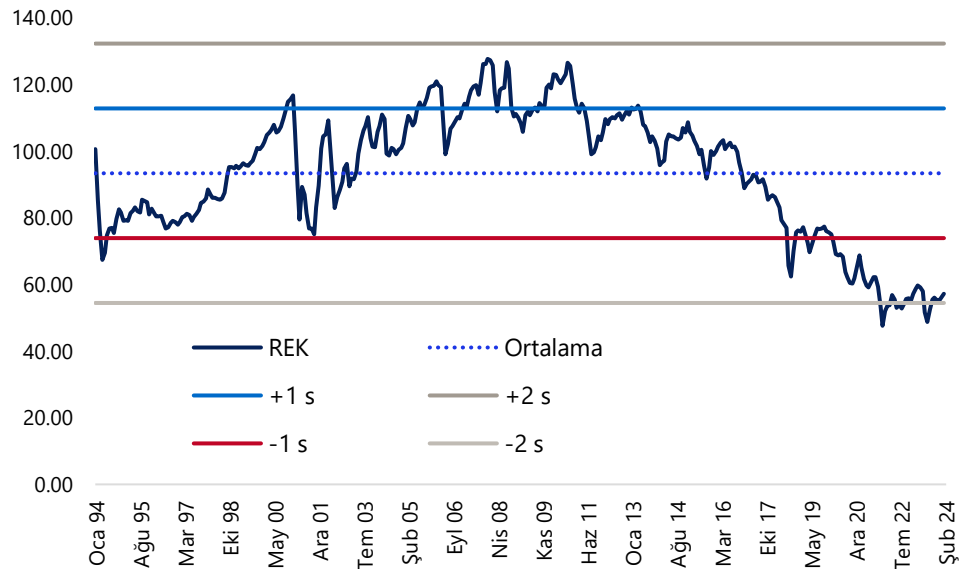
Yoğunlaştırılan makro ihtiyati önlemler ve 500 baz puanlık faiz artırım kararının ardından PPK'nın nisan ayı toplantısında ek faiz artırımına gitmemesini bekleriz. Ancak mart ve nisan ayı enflasyon gerçekleştirmelerinin gelecek dönem para politikası açısından önemli olacağına da altını çizmek isteriz. Enflasyonun aylık eğiliminde beklenen iyileşmenin gerçekleşmemesi durumunda koridorun üst bandından fonlama yoluyla efektifte 300 baz puanlık ek artırım hamlesinin kullanılması beklenebilir. TCMB'nin 2020 yılında sadeleşen para politikası sonrasında yeniden faiz koridorunu gündeme getirmesinin de eleştiriye açık bir nokta olduğunu ayrıca vurgulamak gerekir.

31 Mart yerel seçimlerinin ardından Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın mutedil açıklamaları ve muhalefet kanadından gelen tansiyon düşürücü nitelikte ifadeler yakın vadede politik belirsizliğin gündemde olmayacağını gösterir nitelikte. Seçimlerin geride bırakılması ile birlikte ekonomi yönetiminin ve mevcut para politikası duruşunun devam etmesini ve para politikası otoritesinin enflasyonla mücadele sürecini tüm hızıyla sürdürmesini beklemekteyiz. TL kanadında ise nominal bazda kademeli değer kaybı sürecinin devam etmesini bekliyoruz.

Yakın zamanda yıl sonu USDTRY beklentimizi 43 seviyesinden 40 seviyesine revize ettik. Türk lirasının dolar karşısında sınırlı bir reel değer kazanımı elde edeceği beklentisi ile çalışıyoruz. Gelecek dönemde kurdaki görünüm açısından seçimlerin geride kalması ile birlikte döviz talebinde bir düşüş yaşanıp yaşanmayacağı son derece kritik olacak. Seçim sonrası süreçte bireysel döviz talebinde düşüş yaşanması beklentisinde olmakla birlikte, burada bir soğumanın gerçekleşmemesi durumunda %50 olan politika faizi üzerindeki risklerin yukarı yönlü olabileceği görüşündeyiz. Faiz indirimlerini tartışmak için henüz erken bir dönem olduğu görüşünde olmakla birlikte, enflasyonda hedeflenen düşüş ivmesinin yakalanması durumunda yılın son çeyreğine doğru TCMB'nin faiz indirimlerine başlaması açısından manevra alanı oluşabileceğini değerlendiriyoruz. Yıl sonu politika faizi beklentimizi %40 düzeyinde.

Seçim sonrası süreçte bireysel döviz talebinde bir soğumanın gerçekleşmemesi durumunda %50 olan politika faizi üzerindeki risklerin yukarı yönlü olabileceği görüşündeyiz.

Reel Efektif Kur Endeksi (2003=100)

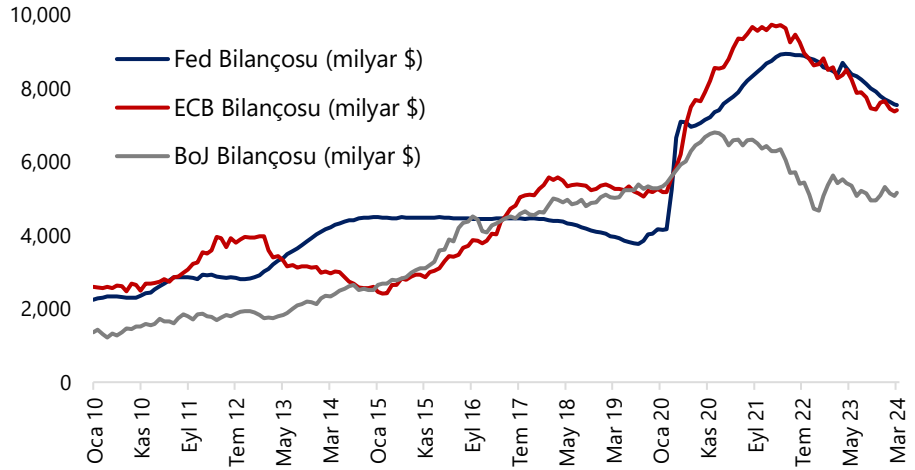


Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Global tarafta ise yılın ikinci yarısı itibariyle Avrupa Merkez Bankası'nın 6 Haziran toplantısı ile öncülüğünü yapmasını beklediğimiz gelişen ülkeler faiz indirim döngüsü ile birlikte küresel risk iştahının iyileşmesini ve gelişmekte olan ülkelere yönelik ilginin artmasını bekliyoruz. Türkiye'nin bulunduğu yüksek faiz ve gelenekselleşen para politikası düzleminde yabancı sermayeyi cezbedecek bir konumda olmasını beklemekteyiz. Geçtiğimiz yılın ortalarından bu yana uygulanan geleneksel para politikası sürecinde finansman ayağının beklenen iyileşmeyi kaydetmediği ve TL varlıklara yönelik yabancı talebinin beklenen oranda artmadığını izliyoruz. Not artırım sürecine giren Türkiye'de yerel seçimlerin geride kalması ile birlikte yabancı talebinde bir iyileşme görmeyi bekliyoruz. TCMB rezervlerindeki erimenin durması, para politikası etkinliğinin artması ve de yurt içi döviz volatilitésinin azalması açısından döviz likiditesinin iyileşmesinin kritik öneme sahip olduğu kanaatindeyiz.

TCMB rezervlerindeki erimenin durması, para politikası etkinliğinin artması ve de yurt içi döviz volatilitésinin azalması açısından döviz likiditesinin iyileşmesinin kritik öneme sahip olduğu kanaatindeyiz.

G3 Merkez Bankaları Bilanço Büyüklükleri (milyar dolar)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

CARİ İŞLEMLER DENGESİ

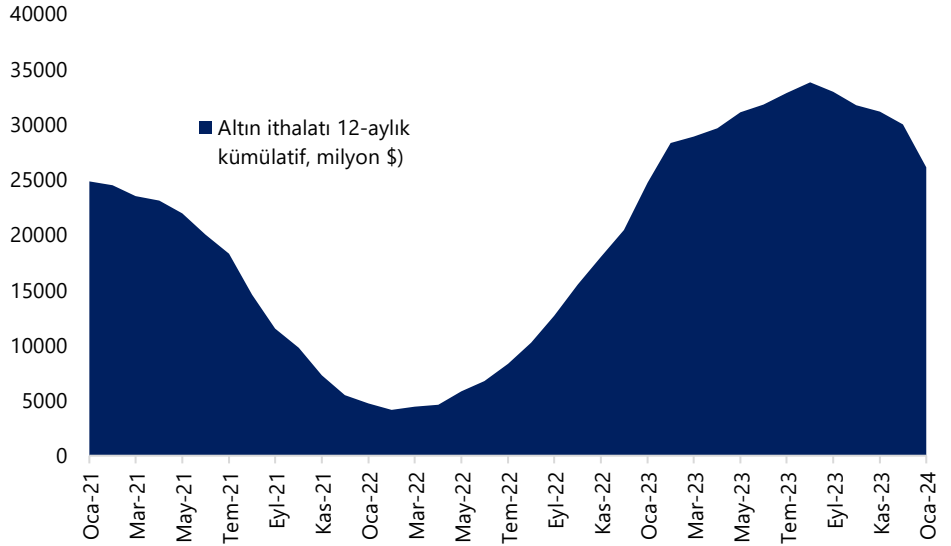
Cari açığı gerilemenin devamını bekliyoruz

2023 yılı cari işlemler açığı 45,2 milyar dolar ile kurum beklentimiz paralelinde gerçekleşti. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı (çekirdek denge) aylık 4,2 milyar dolar fazla verirken, 12 aylık fazla 32,5 milyar dolardan 33,2 milyar dolara çıktı.

Yıllık cari işlemler açığı bu yılın ocak ayı itibariyle ise 40 milyar doların altına gerilemiş durumda. En son ocak ayına ilişkin açıklanan aylık 2,55 milyar dolarlık cari işlemler açığı ile birlikte yıllık açık 45 milyar dolar seviyesinden 37,3 milyar dolar seviyesine geriledi. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı (çekirdek denge) aylık 3,6 milyar dolar fazla verirken, bu cephedeki yıllık bazda fazla 33,2 milyar dolardan 34,8 milyar dolara çıktı.

Altın ithalatında görülen gerilemenin cari işlemler açığı üzerindeki baskının azalmasında önemli rol oynadığı görmekteyiz. 2023 yılının ilk yarısında %200'ün üzerinde artış gösteren altın ithalatı, alınan kota önlemleri ile birlikte yılın ikinci yarısında önemli bir düşüş yaşadı. Altın ithalatının Ocak 2024 verilerinde 1 milyar dolar ile aralık ayına göre 500 milyon dolarlık bir düşüş kaydederek Nisan 2022'den bu yana en düşük seviyesine indiği takip ediliyor. Seçimlerin öncesinde bireysel altın talebinde görülen artışın ikinci çeyrek itibariyle yeniden dengeye oturmasını bekliyoruz. Ons altındaki yükseliş hikayesinin henüz tamamlanmamış olduğu görüşünde olmamıza rağmen mart ayının son haftalarında oluşan güçlü talebin seçimlerin geride bırakılması ile birlikte yeniden sağlıklı bir zemine oturması beklentisindeyiz.

Altın ithalatı (12-aylık kümülatif, milyon \$)



Altın ithalatının Ocak 2024 verilerinde 1 milyar dolar ile aralık ayına göre 500 milyon dolarlık bir düşüş kaydederek Nisan 2022'den bu yana en düşük seviyesine indiği takip ediliyor.

Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Turizm sektörü performansının 2024 yılı içerisinde de cari açıklıktaki düşüşü destekleyici nitelikte olmasını bekliyoruz. En son yayınlanan sınır istatistiklerine göre Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçilerin Şubat 2024 döneminde yıllık bazda %22,7'lik artış gösterdiği izlendi. Toplam yabancı ziyaretçi içerisindeki paylarına bakıldığında İran %9,8 ile ilk sırada yer alırken, Rusya %8,9 oranında bir yeri işaret etti. Almanya'nın toplam ziyaretçi içerisindeki payı ise %8,2 seviyesinde bulunuyor.

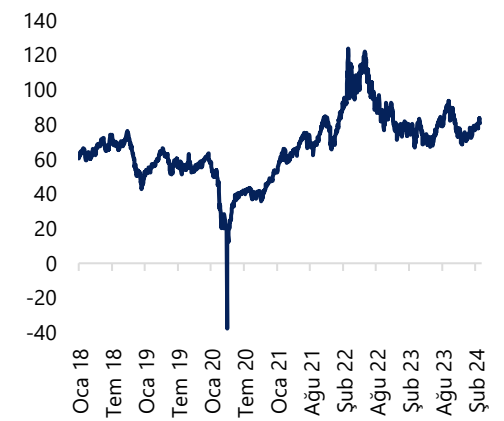
Son dönemde Brent petrol fiyatlarının varil başına 85\$ seviyesi üzerine yerleştiği ve 2024 yılı içerisinde 80\$ civarında yoğunlaşan küresel petrol tahminlerinin bir miktar üzerinde bir yeri işaret ettiğini görüyoruz. Ancak petrolde jeopolitik risklerin bu fiyatlamada etkili olduğunu ve söz konusu etkilerin gelecek dönemde fiyatlamalar üzerindeki hakimiyetini hafifletmesini bekliyoruz. Öte yandan, küresel büyümede beklenen yavaşlamanın korkulan düzeyde gerçekleşmeyeceği beklentisinin yanında Çin Merkez Bankası'nın ekonomik aktiviteyi iyileştirme yolunda attığı adımlar da fiyatları destekleyen faktörler olarak öne çıkıyor. Küresel büyüme dinamikleri ve arz koşullarını analiz ederek 2024 yılı ortalama Brent petrol varsayımımızı varil başına 82 \$ olarak belirlemiş bulunmaktayız. Söz konusu kurum tahminimizin uluslararası enerji kuruluşlarının tahminlerine paralel bir yerde olduğunu görüyoruz. Bu çerçevede bu yıl içerisinde ticaret hadlerinde 2023 yılına göre önemli bir trend değişimi beklemiyoruz.

Bu yıl içerisinde ticaret hadlerinde 2023 yılına göre önemli bir trend değişimi beklemiyoruz.

Brent Petrol (varil başına, \$)

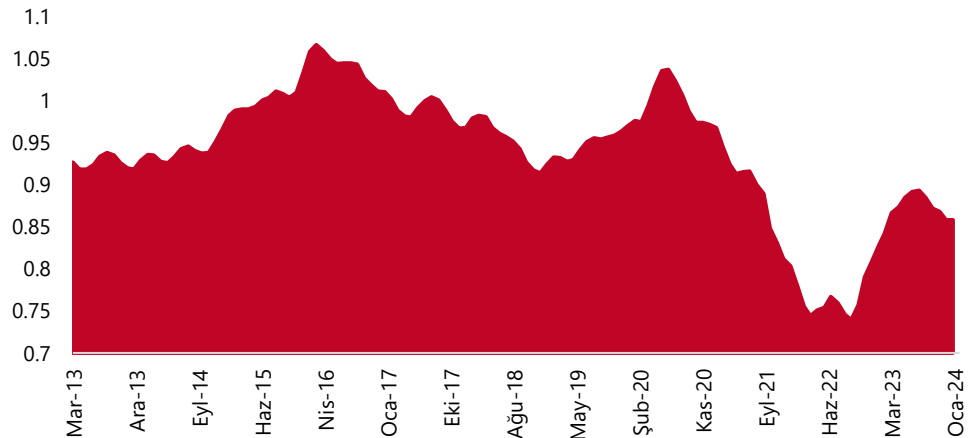


Ham Petrol (varil başına, \$)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

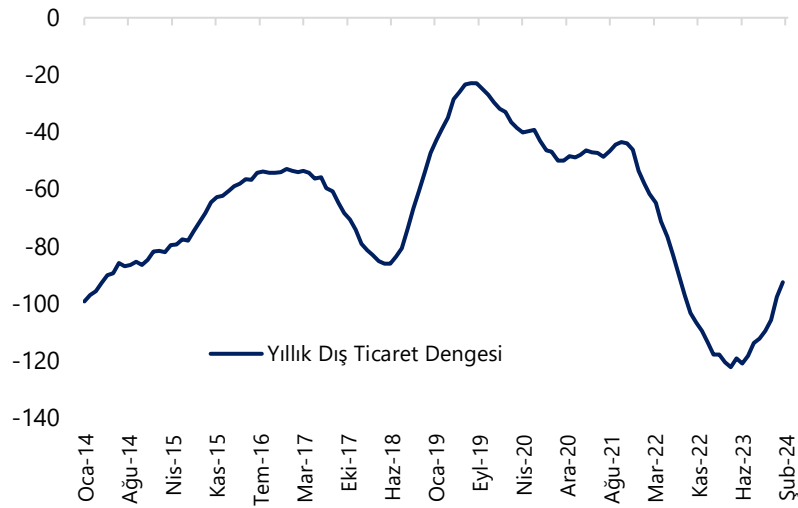
Dış Ticaret Haddi (3-aylık HO, 2015=100)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

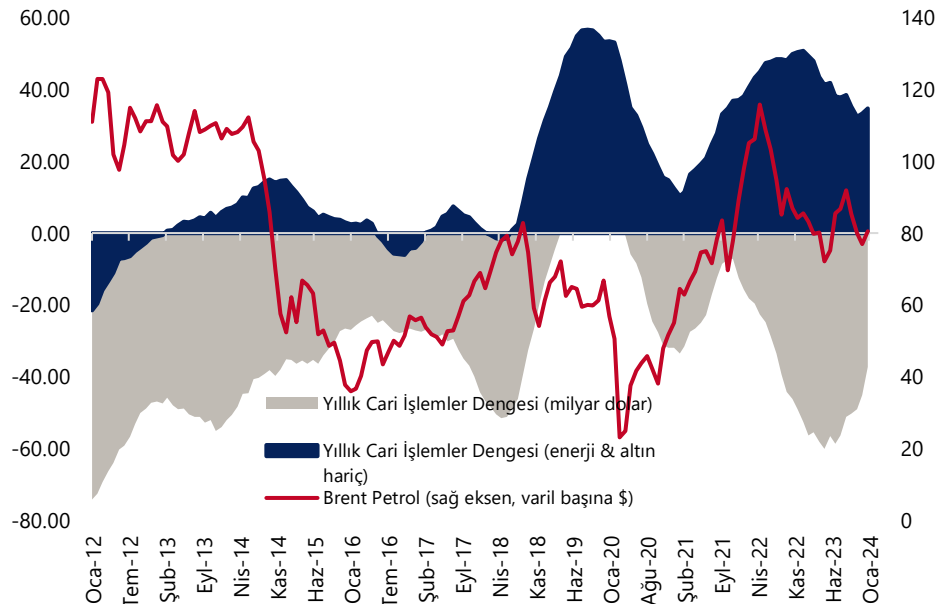
2024 yılına ilişkin cari açık beklentimiz 33 milyar dolar seviyesinde. Türkiye'nin önemli ihracat pazarlarında uzun süreli durgunluğun ardından son dönemde görülen iyileşme eğilimleri dış dinamiklerin daha destekleyici bir zemin sunacağını ortaya koyuyor. Gelenekselleşen para politikasının ve sıkılaştan koşulların kredi büyümesi ve iç talep üzerinde belirgin etkilerini ikinci yarı itibarıyla görmeyi bekliyoruz. Bunun yanı sıra, turizm performansı ve dış pazarlarımızdaki toparlanma süreci ile birlikte bu yıl cari işlemler açığındaki düşüşün sürmesini bekliyoruz. Öte yandan, Jeopolitik risklerin devamı cari açıktaki iyileşmeyi sınırlandırabilecek risklerin başında yer alıyor. Önümüzdeki dönemde küresel enerji fiyatlarındaki gelişmelerin yanı sıra yurt içinde talep dinamiklerinde gözlemlenebilecek yavaşlamanın boyutu cari açıktaki iyileşmenin seyri açısından önemli olacak.

Dış Ticaret Dengesi (yıllık, milyar \$)



Kaynak: TÜİK, Tacirler Yatırım

Cari İşlemler Dengesi (yıllık, milyar US\$)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

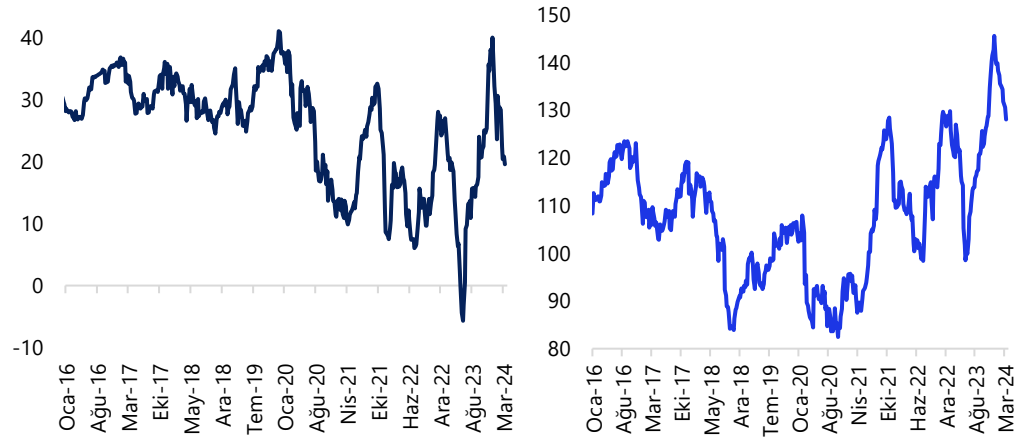
DIŞ FİNANSMAN

Finansman bacağı aksamaya devam ediyor

Yabancı talebinin beklenen düzeyde oluşmaması ile birlikte Türkiye'nin yıllık dış finansman ihtiyacı yüksek kalmaya devam ediyor. KKM dönüşlerinde oluşan döviz talebi ve 31 Mart seçimleri öncesinde bireysel döviz talebindeki artış ile birlikte döviz rezervlerindeki erimenin hızlandığı ve bu cepheden de destek gelmediğini takip ediyoruz. Öyle ki, dış finansman gerekliliğinin brüt döviz rezervlerine oranı %187 seviyelerinde yüksek bir yerde bulunuyor.

Dış finansman gerekliliğinin brüt döviz rezervlerine oranı %187 seviyelerinde yüksek bir yerde bulunuyor.

TCMB Net Döviz Rezervleri (milyar US\$) TCMB Brüt Döviz Rezervleri (milyar US\$)



Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

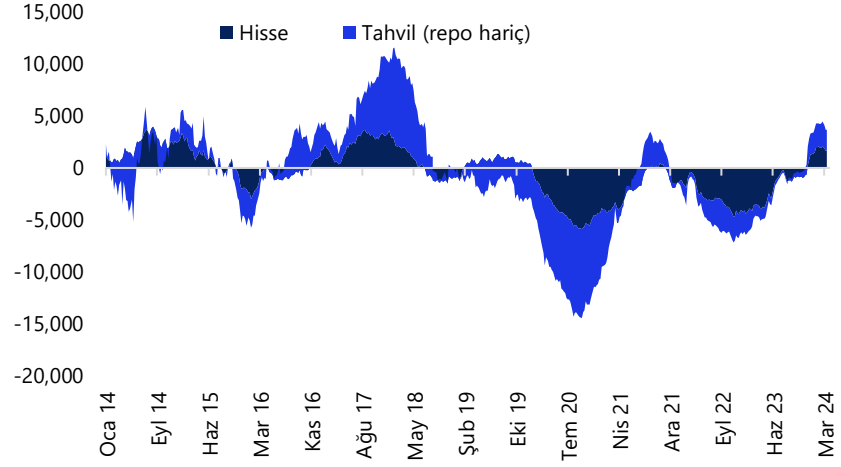
TCMB analitik bilanço üzerinden yaptığımız hesaplamalar çerçevesinde 22 – 29 Mart haftasında TCMB net döviz rezervlerinde sınırlı bir artış yaşandığını hesaplıyoruz.

Bu çerçevede yerel seçimler öncesindeki hafta TCMB brüt rezervlerinin 45,3 milyon dolarlık sınırlı bir düşüşle 123,50 milyar dolara indiğini, net uluslararası rezervlerin ise 1,04 milyar dolarlık yükselişle 16,2 milyar dolara yükseldiğini tahmin ediyoruz. TCMB net rezerv değişim verileri 4 Nisan Perşembe günü 14:30'da açıklanacak. Yılbaşından bu yana net döviz rezervlerindeki erime 20 milyar dolara yaklaşırken, swap hariç net rezervi ise 22 Mart itibarıyla -65,1 milyar dolar hesaplıyoruz.

Dış borç istatistiklerinde cephesinde en son ocak ayına ilişkin açıklanan verilerde kısa vadeli dış borç stoku 2023 yıl sonuna göre %0,2 oranında azalışla 174,9 milyar dolar oldu.

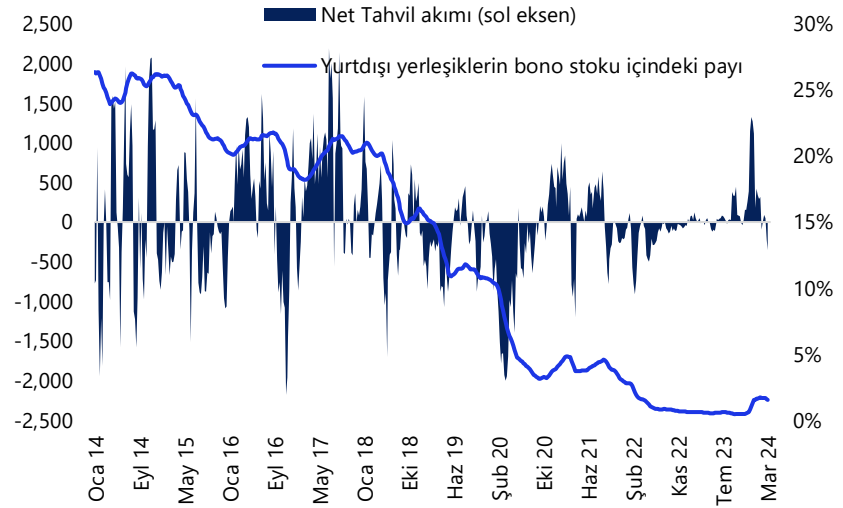
Kısa Vadeli dış borç stoku verilerinde özellikle "kalan vadeye göre kısa vadeli dış borç stoku", diğer bir deyişle orijinal vadesine bakılmaksızın vadesine bir yıl ve daha kısa kalan dış borçları yakından takip ediyoruz. Söz konusu rakam Ocak 2024 itibarıyla 225,4 milyar dolar seviyesine geriledi. Bu rakamdan şube ve iştiraklere borçları çıkararak baktığımızda borç stokunun 205,8 milyar dolar olduğu görülüyor. Vadesine bir yıl ve daha kısa kalan dış borçlara, önümüzdeki 12 aylık cari açık beklentisini de ekliyoruz ve böylelikle Türkiye'nin önümüzdeki 1 yıllık süreçteki dış finansman ihtiyacını 240 milyar dolar civarında hesaplıyoruz.

Hisse ve tahvil piyasasındaki yabancı talebinin zayıf kaldığı izleniyor. Yılbaşından bu yana bakıldığında hisse senedi piyasasında toplam 410 milyon dolar, tahvil piyasasında ise repo işlemleri hariç toplam 8,6 milyon dolarlık bir yabancı çıkışı olduğu takip ediliyor. Son bir sene içerisindeki kümülatif veriye baktığımızda ise hisse senedi piyasasında toplam 1,7 milyar dolar, bono piyasasında ise repo işlemleri hariç toplam 1,97 milyar dolarlık bir yabancı girişi ön plana çıkıyor.

Net Yabancı Portföy Hareketleri*(milyon dolar, yıllık kümülatif, hisse+tahvil (repo işl. hariç))*

Bu yılın ilk çeyreği itibariyle gözle görülür olması beklenen yabancı talebinin beklenen parlamayı gerçekleştirememiş olması kaygı yaratıyor.

Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Yabancı Yatırımcı Tahvil Net Akımı & Bono Stoku İçindeki Payları*(4-hafta küm., milyon US\$, piyasa değeri)*

Kaynak: TCMB, Tacirler Yatırım

Seçimlerin ardından döviz likiditesinin iyileşme süreci oldukça önemli olacak.

Gerek TL varlıklara olan ilgi gerekse de TCMB rezervlerinin toparlanması adına finansman bacağına bir iyileşme görülmesi önem arz ediyor. Gelenekselleşen para politikası duruşu ile birlikte TL'nin gardının önemli ölçüde güçlendiği ve Türkiye'nin yabancı kurumların radarlarına yeniden girmeye başladığını takip ediyoruz. Ancak geçen yılın ortalarından bu yana bu yılın ilk çeyreği itibariyle gözle görülür olması beklenen yabancı talebinin beklenen parlamayı gerçekleştirememiş olması bu noktada kaygı verici.

Türkiye'nin değerlendirme skalası içerisinde yatırım yapılabilir seviyenin oldukça altında yer alıyor olması, portföy hareketleri tarafındaki zayıf hareketin devam etmesi riskini beraberinde getiriyor.

Kredi derecelendirme kuruluşu Fitch, 8 Mart 2024 tarihli değerlendirmesinde Türkiye'nin kredi notunu "B"den "B+"ya yükseltirken not görünümünü ise "durağan"dan "pozitif"e çıkardı. Kuruludan yapılan açıklamada notun yükselmesinde para politikasındaki önden yüklemeli sıkılaştırma da dahil olmak üzere Haziran 2023'ten bu yana uygulanan politikaların etkili olduğu ifade edilirken, not artırımının makroekonomik ve dış kırılmalardaki azalmayı yansıttığı belirtildi. Açıklamada, enflasyon beklentilerinin gerilediği ve dış likidite risklerinin azaldığını belirten Fitch, bu durumun daha olumlu dış finansman koşulları, yüksek rezervler, düşük döviz korumalı mevduatlar ve daralan cari işlemler açığının yansımaları olduğuna işaret etti.

Kurum olarak bu yıl en az iki kredi derecelendirme kuruluşundan not artırım bekliyoruz. Ancak Türkiye'nin değerlendirme skalası içerisinde yatırım yapılabilir seviyenin oldukça altında yer alıyor olması, portföy hareketleri tarafındaki zayıf hareketin devam etmesi riskini beraberinde getiriyor. Türkiye'nin değerlendirme takvimi içerisinde bir sonraki kredi notu değerlendirmesinin 3 Mayıs'ta S&P tarafından gerçekleştirilmesi bekleniyor. S&P'nin kredi derecelendirme kuruluşları içerisinde not artırım döngüsünü geriden takip eden bir kurum olması dolayısıyla mayıs ayında bir not artırım ihtimalini düşük düzeyde değerlendiriyoruz. Mayıs ayını takiben 19 Temmuz'da Moody's tarafından gerçekleştirilmesi beklenen kredi notu değerlendirmesinde not artırımının gelmesi beklentisinde olmakla birlikte, S&P'nin mayıs ayındaki değerlendirmesinde not artırımına gitmesi durumunda bunun TL varlıklara yönelik algının iyileşmesinde son derece önemli rol oynayacağı görüşündeyiz.

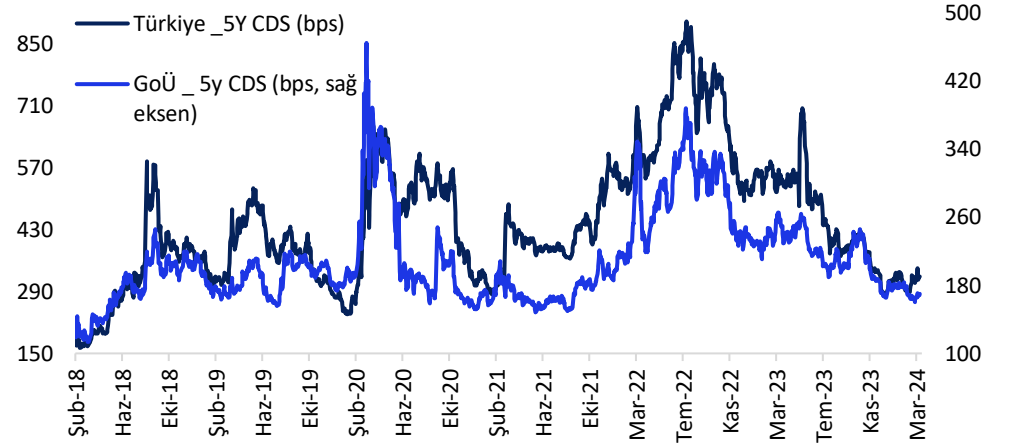
Kredi derecelendirme kuruluşları 2024 gözden geçirme tarihleri

S&P	03-May-24
Moody's	19-Tem-24
Fitch	06-Eyl-24
S&P	01-Kas-24

Kaynak: S&P Ratings, Fitch, Moody's, Tacirler Yatırım

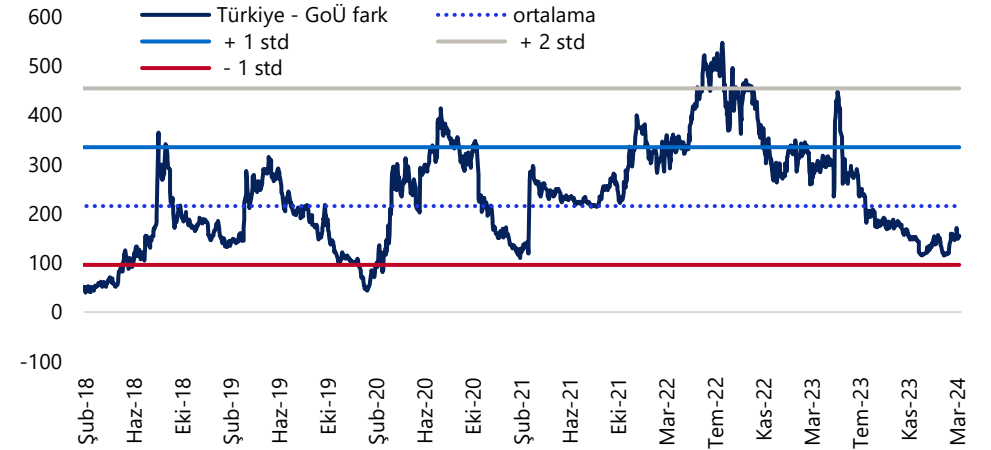
Risk primi cephesinde Türkiye 5 yıllık CDS priminde mart ayının başından bu yana 300 baz puanının üzerindeki hareketin korunduğunu izliyoruz. Şubat ayında 288 baz puana kadar gerileyen risk priminde son dönemde vade değişiminin etkisi ile birlikte yükselişin ivmelendiğini ve GoÜ CDS ortalamaları ile arasındaki farkın açıldığını gözlemledik. 20 Mart'taki vade değişimi öncesinde de gelişmekte olan ülke piyasaları CDS ortalamalarında yatay seyir etkili olurken Türkiye risk priminin ise kademeli bir yükseliş eğilimi içerisinde olduğu görülüyordu. Dolayısıyla risk primindeki yükselişin Türkiye özelinde olduğunu ve bununla birlikte Türkiye – GoÜ CDS prim farkının mart ayında 115 baz puan seviyelerinden 150 baz puanının üzerine çıktığını görmekteyiz.

Türkiye & GoÜ 5y CDS karşılaştırması (baz puan)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

Türkiye – GoÜ CDS farkları (baz puan)



Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım

Seçim sürecinin geride bırakılmasının ardından odak noktalarımızdan bir tanesi yabancı sermaye akımları olacak. Ülkedeki döviz likiditesinin hedefler doğrultusunda bir artış kaydetmesi için şu adımların önemli olduğu kanaatindeyiz:

- i) Londra swap piyasasının açılması.
- ii) Enflasyonda baz etkisinin ötesinde bir düşüş sağlanması.
- iii) CDS'lerde 300 baz puanın altında bir dengelenme sürecine girilmesi.

Bu adımlarda bir gecikme / aksama yaşanması durumunda yabancı yatırımcının TL'ye olan ilgisinin bu yılın sonlarına kadar ötelenebileceği riskini ön planda tutuyoruz.

MALİYE POLİTİKASI

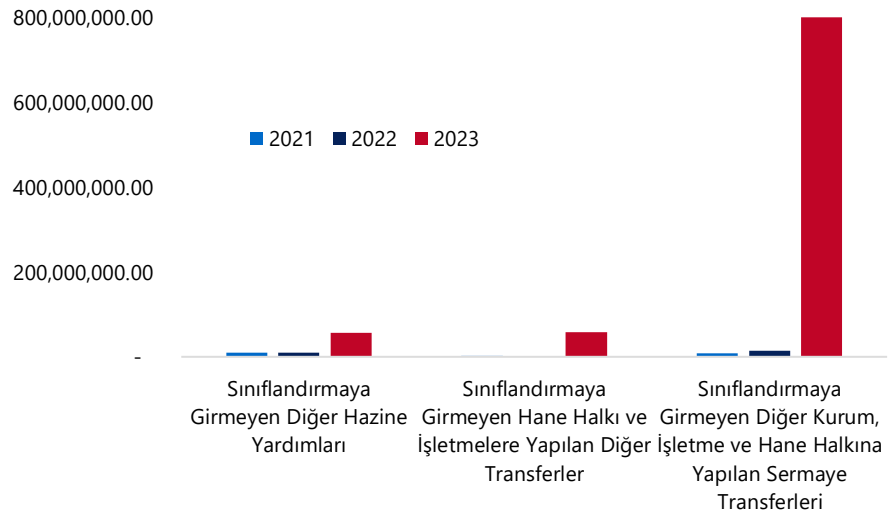
OVP tahminin altında bir bütçe gerçekleşmesi bekliyoruz

Deprem felaketinin yaşandığı Şubat 2023 döneminin ardından ülkemizde bütçe dinamikleri önemli ölçüde değişti. 2023 yılı kümülatif bütçe açığı, deprem kaynaklı giderlerin de etkisi ile birlikte 1,37 trilyon TL olarak gerçekleşirken, 2022 yılında kaydedilen 142,6 milyar TL'lik bütçe açığına göre ciddi bir bozulma yaşandığını takip ettik. Ayrıca 2023 yılı kümülatif faiz dışı açığın da 700,35 milyar TL düzeyinde olduğu ve burada da 2022 yılında kaydedilen 168,3 milyar TL'lik faiz dışı fazlaya göre önemli bir kötüleşme yaşandığı dikkat çekti. OVP tahminlerinde 2023 yılı bütçesinde 6,56 trilyon gider ve 4,93 trilyon gelire karşılık bütçe açığının 1,63 trilyon TL ile yüksek bir yerde tahmin edilmişti. 2023 gerçekleştirmeleri çerçevesinde bütçe dinamiklerinde 2022 yılına kıyasla önemli bir bozulma izlenirken, deprem harcamaları 2023 yılında yüksek bütçe açığı verilmesinde rol oynadı. Öte yandan 2023 bütçe açığı OVP tahmininin hafif altında bir yerde oluştu.

Deprem harcamalarının büyük bölümünün muhasebeleştirildiği üç ana kalemden son birkaç yılda izlenen değişim, bütçe üzerinde oluşan yükü belirgin hale getiriyor.

Bütçe giderleri Ekod4 sınıflandırmasında yer alan "Sınıflandırmaya Girmeyen Diğer Kurum, İşletme ve Hane Halkına Yapılan Sermaye Transferleri" 2022 yılındaki 9,4 milyar TL düzeyinden 2023 yılında 56,2 milyar TL'ye yükselirken, "Sınıflandırmaya Girmeyen Diğer Kurum, İşletme ve Hane Halkına Yapılan Sermaye Transferleri" kaleminin ise aynı dönemde 1,5 milyar TL'den 57,7 milyar TL'ye çıktığı takip ediliyor. En belirgin artışın ise 2022 yılındaki 14,5 milyar TL düzeyinden 2023 yılında 800,7 milyar TL'ye ulaşan "Sınıflandırmaya Girmeyen Diğer Kurum, İşletme ve Hane Halkına Yapılan Sermaye Transferleri" kaleminde izleniyor.

Deprem harcamalarını kapsayan kalemler (bin TL)



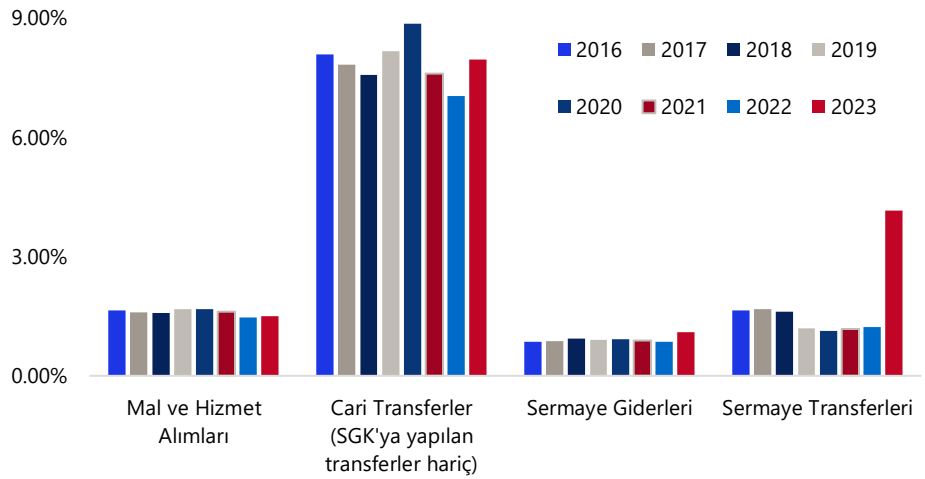
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

2023 yılı kümülatif bütçe açığı, deprem kaynaklı giderlerin de etkisi ile birlikte 1,37 trilyon TL olarak gerçekleşirken, 2022 yılında kaydedilen 142,6 milyar TL'lik bütçe açığına göre ciddi bir bozulma gösterdi.

Bütçe dinamiklerinin içerisinde ekonomiye sunduğu katkıyı daha iyi analiz edebilmek adına harcamaların yapısal ayrımlarına bakmanın önemli olduğunu düşünüyoruz. Bu çerçevede harcamaları "esnek harcama kalemleri" ve "katı harcama kalemleri olarak" ayrıştırarak yıllar içerisindeki değişimi göstermek istedik. Burada esnek harcamalar içerisinde mal ve hizmet alımları, sosyal güvenlik kurumlarına transferler hariç cari transferler, sermaye giderleri ve sermaye transferleri kalemleri dahil ettik. Katı harcamalar kümesi içerisinde ise faiz harcamalarını, personel harcamalarını ve sosyal güvenlik kurumlarına transferleri koyduk.

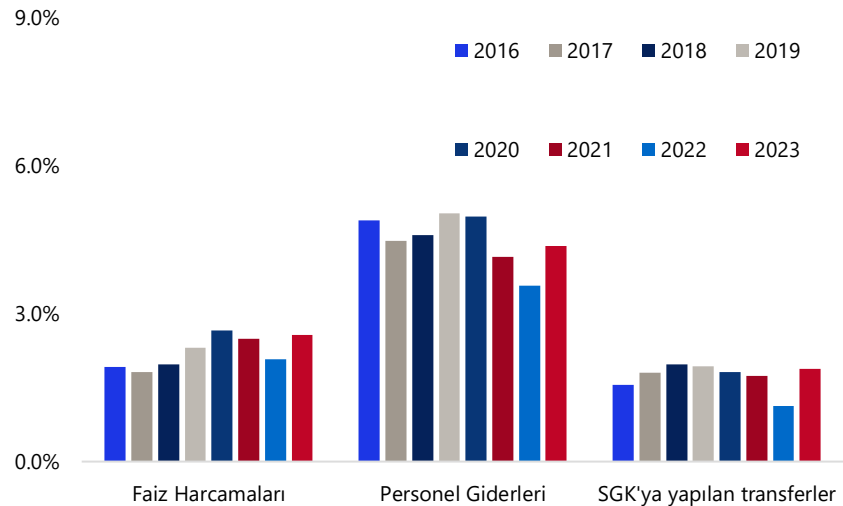
Buna göre esnek harcamalar kalemleri kümesinin GSYİH içerisindeki payının 2016 yılındaki %12 seviyesinden 2023 yılında %15'e yükseldiği görülüyor. Bu yükselişte sermaye transferlerindeki yükselişin etkili olduğu izleniyor. Katı harcamaların GSYİH'ya oranına bakıldığında ise daha sınırlı bir artış göze çarpıyor. Bu cephede 2016 yılındaki %8,4 seviyesinden 2023 yılı itibariyle %8,8'e bir yükseliş olduğu takip ediliyor. Katı harcamalar grubu içerisinde faiz harcamaları ve personel giderleri kalemindeki yükselişin söz konusu artışta etkili olduğunu ifade edebiliriz.

Esnek harcama kalemleri (GSYİH içindeki payı, %)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

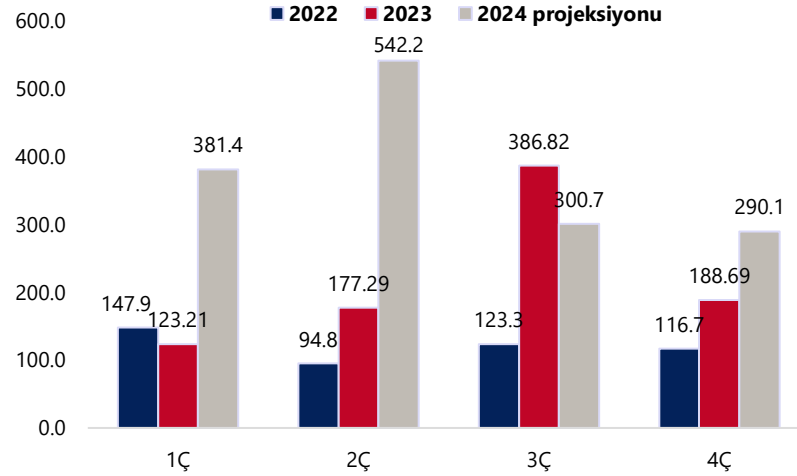
Katı harcama kalemleri (GSYİH içindeki payı, %)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

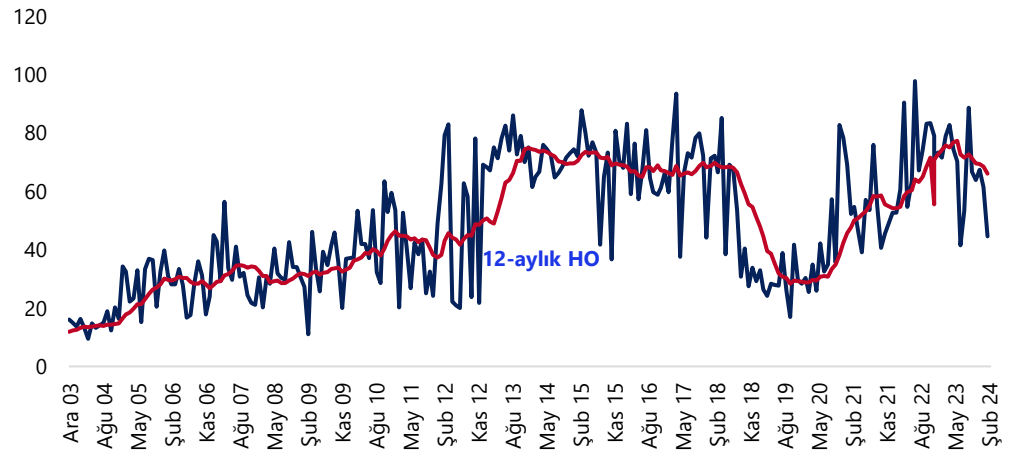
İç borçlanma dinamiklerine bakıldığında ise Hazine ve Maliye Bakanlığı 2024 yılı genelinde 1,56 trilyon TL iç borç servisi karşılığında 2,14 trilyon TL tutarında iç borçlanma gerçekleştirmeyi planlıyor ve %136'lık bir iç borç çevirme oranı öngörüyor.

Hazine iç borç servisi (anapara + faiz, milyar TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

İç borçlanmanın ortalama vadesi (ay)

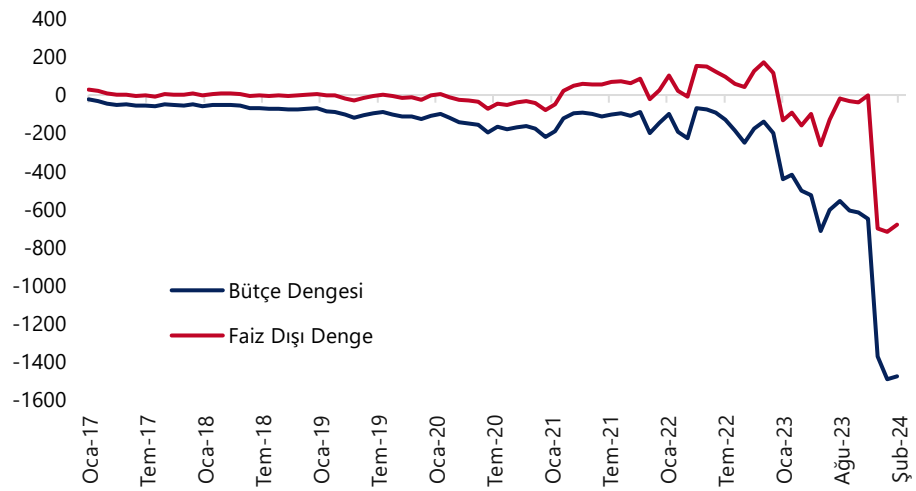


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

En son şubat ayına ilişkin açıklanan bütçe verilerinde merkezi yönetim bütçesi 153,8 milyar TL açık verirken, faiz dışı açık ise 99 milyar TL oldu. Böylelikle şubat ayında bütçe açığı aynı dönemde 198,3 milyar TL olarak gerçekleşen Hazine nakit açığına göre 44,5 milyar TL daha düşük gerçekleşti. Geçen yılın aynı ayı kaydedilen 170,6 milyar TL bütçe açığı ve 136,3 milyar TL faiz dışı açığa göre kısmi bir iyileşme olduğu dikkat çekiyor. Şubat verileri ile 12-aylık bütçe açığı 1,5 trilyon TL'den 1,47 trilyon TL'ye gerilerken, 12 aylık faiz dışı açık ise 719 milyar TL'den 681 milyar TL'ye indi. 2024 yılının ikinci ayında bütçe gelirlerinde %145 oranında yıllık yükseliş izlenirken, harcamalar tarafında ise yıllık bazda %77 oranında bir artış yaşandığı dikkat çekiyor.

Bütçe göstergeleri (12-aylık kümülatif, milyar TL)

Bütçe açığının OVP tahmininin altında gerçekleşmesini bekliyoruz. Bütçe açığı / GSYİH beklentimiz %5,2 seviyesinde bulunuyor.



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Tacirler Yatırım

OVP'de 2024'e ilişkin 2,65 trilyon TL tutarında yine yüksek bir bütçe açığı tahmini olduğu görülüyor. Deprem ve faiz harcamalarının 2024 yılı bütçe gerçekleştirmelerinde belirleyici rol oynamaya devam etmesini, ancak söz konusu etkinin 2023 yılına kıyasla daha düşük düzeyde olmasını beklemekteyiz. Deprem harcamalarının bütçe üzerindeki yükünün büyük kısmının 2023 yılı gerçekleştirmelerinde eritilmiş olması ile birlikte 2024 bütçe açığının OVP tahmininin altında gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu çerçevede 2024 yılına ilişkin bütçe açığı / GSYİH beklentimiz %5,2 seviyesinde bulunuyor. 2025 yılında para politikasında beklediğimiz kademeli gevşeme sürecinde maliye politikasının daha dengeleyici bir noktada olacağını ve 2024 yılına göre bütçe açığı / GSYİH oranında gerileme yaşanacağını öngörüyoruz. 2025 yılına ilişkin bütçe açığı / GSYİH beklentimiz %4 düzeyinde.

2024 yılı içerisinde maliye politikalarının para politikası ile uyumlu bir görünüm içerisinde olmasının TCMB'nin hedeflediği enflasyon seviyelerine ulaşılması açısından kritik olduğu görüşündeyiz. Maliye politikasının seçimler sonrasında süreçte genişlemeci tarafta kalması enflasyon konusundaki kazanımları sınırlandıracak bir risk unsuru olarak ön plana çıkacaktır.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER VE TAHMİNLER

	2021	2022	2023	2024T	2025T
Ekonomik Aktivite					
Nominal GSYİH (milyar TL)	7.256	15.012	26.276	38.702	50.216
Nominal GSYİH (milyar \$)	807	906	1.104	1.101	1.128
GSYİH reel büyüme	%11,4	%5,6	%4,5	%3,0	%3,8
İşsizlik Oranı	%12,0	%10,0	%9,0	%10,0	%11,0
Dış Denge					
Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)	-7,4	-49,1	-45,2	-33	-38
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH	-%0,9	-%5,4	-%4,1	-%3	-%3,4
Bütçe					
Merkezi Yönetim Gelirleri (milyar TL)	1.402	2.800	5.200	8.288	10.591
GSYİH'ya oranı	%19,3	%18,7	%20,0	%20,7	%20,9
Merkezi Yönetim Giderleri (milyar TL)	1.604	2.942	6.580	10.300	12.600
GSYİH'ya oranı	%22,1	%19,6	%25,0	%26,6	%25,1
Bütçe Dengesi (milyar TL)	-202	-143	-1.375	-2.012	-2.009
GSYİH'ya oranı	%2,8	%1,0	%5,2	%5,2	%4,0
Fiyatlar					
TÜFE (yıl sonu)	%36,1	%64,25	%64,77	%43,0	%25,0
TÜFE (ortalama)	%19,6	%72,0	%53,44	%59,3	%32,2
TCMB bir hafta vadeli repo faizi (yıl sonu)	%14,0	%9,0	%42,5	%40,0	%25,0
10-yıl vadeli tahvil faizi (dönem sonu)	%24,3	%10,8	%26,75	%20,2	%18,0
USD/TRY (yıl sonu)	13,40	18,71	29,47	40	48
USD/TRY (ortalama)	8,9	16,59	23,80	35,16	44,50
EUR/TRY (yıl sonu)	15,1	20,03	32,74	44	52,75
EUR/TRY (ortalama)	10,5	17,38	25,76	38,92	48,47
Brent petrol (ortalama, varil başına \$)	69,6	97,78	81,92	82	80

Kaynak: TCMB, Hazine, TÜİK, Bloomberg, Tacirler Yatırım

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Ankara	Remzi Oğuz Anık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum İrtibat Bürosu	Konaklık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0212) 355 46 46
Denizli	Urban İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızıkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 5
İzmir	Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya	(0 232) 445 01 61
İzmir Karşıyaka Şube	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
İzmir İrtibat Bürosu	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2 Karadeniz Ereğli	(0 372) 316 40 50
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.