

## 2024'e Kuş Bakışı

Küresel ölçekte, 2009'dan itibaren hâkim olan kolay para dönemi büyük olasılıkla sona erdi. Merkez bankalarının, bu yıl faiz indirimi yapma ihtimali çok yüksek ancak yakın zamanda sıfır faiz politikalarına veya parasal genişlemeye dönüşü görmemiz pek mümkün görünmüyor.

2023 yılında enflasyonda iyileşmeler yaşanırken, küresel büyüme dirençli kalmayı sürdürdü. Küresel ekonominin dayanıklılığı, kısmen güçlü tüketici harcamaları ile sıkı iş gücü piyasaları arasındaki, kendi kendini güçlendiren dinamikten kaynaklandı.

Para politikası, uzun ve değişken gecikmelerle çalışmaktadır. 2024 yılında, küresel büyümenin yavaşlayacağını düşünüyoruz. Merkez bankalarının uyguladığı hızlı faiz artışının, daha az gevşek maliye politikaları ve işgücü piyasalarında gevşemenin ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını bekliyoruz. Özellikle gelişmiş piyasa ekonomilerinin, daha yavaş bir büyüme göstermesini bekliyoruz. AB ve ABD'de ise resesyon görülmesinin muhtemel olduğunu düşünüyoruz.

Hizmet enflasyonundaki düşüş, daha sınırlı ve nispeten yüksek seviyelerde katılık göstermeye devam ediyor. Bunun böyle devam etmesi, piyasanın şu anda beklediğinden daha az faiz indirimine yol açabilir. Beklenen resesyonun, çekirdek ve hizmet enflasyonunun gerilemesine olanak sağlayacağını düşünüyoruz. Aksi takdirde merkez bankaları, yüksek çekirdek ve hizmet enflasyonuna rağmen, kesinti yapmak ya da sıkı politikaları daha uzun süre sürdürmek arasında zor bir seçimle karşı karşıya kalacak.

Mevcut yatırım ortamı "Goldilocks" olmaya devam ediyor. Bizim görüşümüz 2024 yılında yatırım rejiminin, resesyona gireceği yönünde. Fakat önemli bir nokta bizce "Goldilocks" rejimi sona ermeden bir resesyon için pozisyon almanın çok makul olmayacağı.

Bizim görüşümüze göre resesyon olasılığı normalden daha yüksek ancak yumuşak iniş de göz ardı edilemez. Yumuşak iniş sağlanabildiği ölçüde, faiz indirimlerinin ertelenmesi muhtemeldir. Euro Bölgesi'nde beklediğimiz resesyonun, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz indirimlerine yol açması olası ve bu durum FED ile aynı dönemde gerçekleşebilir.

Merkez bankaları arasında Japonya Merkez Bankası (BOJ) farklı bir strateji izleyerek, enflasyon yükselirken bile negatif politika faiz oranlarını korudu. 2024'ün sorularından birisi; BOJ'un, Getiri Eğrisi Kontrol Politikası'ndan (YCC) çıkıp çıkmayacağı olacak. 2024 yılında, Yen'in G7 ülkeleri arasında en iyi performans gösteren para birimlerinden biri olması muhtemel.

Bir durgunluk görürsek bunun derin yani sert iniş mi yoksa sığ mı olacağı önemli. İlk spread'lerin genişlediği ve büyük kredi olayları potansiyeli olan piyasalarda riskten kaçış ortamı görebiliriz. Sert iniş, özellikle kredi olaylarına yol açması durumunda, gelişmekte olan piyasalar da dahil olmak üzere riskli varlıklar için oldukça zorlu bir ortam oluşturacaktır.

Daha sığ bir resesyonun, gelişmekte olan piyasalar için mutlaka kötü olması gerekmiyor çünkü potansiyel olarak daha geniş spread'ler, genel olarak daha düşük gelişmiş piyasa getirileriyle telafi edilebilir.

Sert inişin, sığ iniş ihtimalinden daha yüksek olduğuna inanıyoruz.

Başlangıç seviyeleri göz önüne alındığında, gelişmiş piyasa hisse senetlerini genel olarak çekici bulmuyoruz ancak hisse bazında seçici riskler almak mantıklı olabilir. ABD hisseleri için hisse senedi çarpanları ve kar büyüme tahminleri yüksek görünüyor. Bu durumda, kredi spread'leri dar ve volatilité düşükken, aynı zamanda yumuşak iniş olacağı konusunda güçlü bir fikir birliği var gibi görünüyor. Dolayısıyla, yumuşak inişte bile riskli varlıklarda yükselişin sınırlı olabileceğini düşünüyoruz. Çeşitli duyarlılık ve konumlandırma verileri yakın vadede bir geri çekilmeye işaret ediyor ancak "Goldilocks'ta" kaldığımız sürece, düşüşlerin satın alınması muhtemel. Ancak bize göre, resesyon yatırım rejimine girme ihtimalimiz yüksek olduğundan, küresel risk varlıkları ve özellikle ABD hisse senetleri Ocak'ta zirve yapabilir ve ilk yarıda düşüş yaşayabilir diye düşünüyoruz.

Küresel riskli varlıklar baskı altında kalırken USD'nin güçlenmesi muhtemeldir, bu da EURUSD için aşağı yönlü bir etki yaratır. Ancak yılın ilerleyen aylarında, USD'nin zirve yapıp gerilemeye başlayabileceğini düşünüyoruz. Bu da riskli varlıklar ve özellikle gelişen piyasalar için bir rahatlama ve yükselişi beraberinde getirebilir.

Gelişmekte olan piyasalar, genel olarak faiz oranlarındaki yükselişi başarıyla atlattı, genel olarak fonlama baskısı yaşamadı. Sert inişten kaçınıldığı sürece, özellikle değerlemeler ve konumlandırma göz önüne alındığında, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan piyasalar için risk getiri potansiyeli gelişmiş piyasalara göre daha olumlu olduğunu düşünüyoruz. Ancak Çin, hükümetin çabalarının şu ana kadar pek başarı sağlayamadığı joker kart olmaya devam ediyor. Ancak karşıt bir perspektiften bakıldığında, Çin, 2024'te geri dönüş yapıp iyi bir performans gösterebilir.

Emtia açısından beklenen durgunluğun, talep üzerinde baskı oluşturacağını ancak arz tarafı dinamiğinin çeşitli emtia grupları arasında farklılık göstereceğini düşünüyoruz. Bu nedenle, emtia konusunda yılın ilk yarısında olumlu olmasak da, özellikle uzun vadeli yapısal dinamikleri olumlu olan emtia grupları arasında seçici bir risk alma söz konusu olabilir.

Başta altın olmak üzere değerli metalleri favori varlık sınıflarımızdan biri olarak görmeye devam ediyoruz. FED'in hızlı faiz artırım döngüsünde dahi güçlü kalan altın fiyatları, reel faiz oranların düşmeye başlaması durumunda daha da ivme kazanabilir.

Türk varlıklarına ilişkin olarak, hisse senetleri ve eurobond'larda seçici, lira ve yerel tahvillerde ise daha nötr düşünüyoruz. Yatırımcıların 2024'te daha taktiksel davranması gerekiyor. Açık görüşlü, esnek ve daha alfa odaklı olmanın karşılığını 2024'te almak mümkün.

2024'te enerji fiyatlarının daha düşük olmasını bekliyoruz ki eğer bu doğruysa, Türk varlıkları için olumlu bir gelişme olabilir. Ayrıca 2024'te reytinglerde hem görünüm ve not yükseltmelerinin de muhtemel olduğunu düşünüyoruz. Bu da aslında Kredi Risk Primi (CDS) spread'lerinin fiyatladığı iyileşmenin reyting şirketleri tarafından da teyit edilmesi anlamına gelecektir.

Ekonomi tarafına baktığımızda ise; büyüme de dahil olmak üzere ekonomik görünümde belirsizlikler olmasına rağmen 2024'te ekonomik aktivitede bir yavaşlama bekliyoruz. Tahminimiz yüzde 4'lük reel GSYH büyümesi olsa da risklerin aşağı yönlü olduğunu düşünüyoruz. Eldeki en son verilere göre, Türkiye ekonomisi, üçüncü çeyrekte yıllık bazda yüzde 5,9 oranında büyürken, çeyrek bazında büyüme bir önceki çeyreğe göre belirgin bir şekilde yavaşlayarak yüzde 0,3'e geriledi. Faiz artışlarının gecikmeli etkilerinin, daha düşük kredi büyümesini de içeren sıkı finansal koşulların ve yurt içi talebin baskı altına alınmasının yanında net ihracatın da pek bir katkısı olmamasını bekliyoruz. Öte yandan, daha yüksek mali harcamalar ve güçlü bir iş gücü piyasasının büyüme üzerinde olumlu bir etki yaratması bekleniyor. 2024 yılında resesyona beklemiyoruz.

Üretim tarafı, talep tarafına göre daha zayıf görünüyor. Bir yandan sanayi üretimi yavaşlamayı sürdürüyor ve dördüncü aylık düşüşünü kaydetti; imalat PMI ise aylardır 50'nin altında seyrediyor.

Öte yandan tüketim malı ithalatı kasım ayında yüzde 40 civarında artarken, perakende satışlar Ekim ayında artış gösterdi. Tüketici güveni ise Ağustos ayından bu yana yükselişte. Ayrıca yüksek ve yapışkan hizmet enflasyonu, yurt içi talebin dirençli olduğuna işaret ediyor.

Yıllık enflasyonun, Mayıs ayında yüzde 70 civarına ulaştıktan sonra 2024 yılının ikinci yarısında büyük ölçüde baz etkileri nedeniyle keskin bir düşüş göstermesini ve yıl sonunda yüzde 37 civarında TÜFE enflasyonu görmeyi bekliyoruz. Ancak risklerin yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz.

Kasım ayında TÜFE aylık bazda yüzde 3,28 yıllık bazda ise yüzde 61,98 arttı. ÜFE, Kasım ayında aylık yüzde 2,8 yıllık ise yüzde 42,2 arttı.

Özel kapsamlı çekirdek göstergelerden, C endeksi'nde; enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içecekler, tütün ve altın kalemleri hariç aylık bazda yüzde 1,96, yıllık bazda ise yüzde 69,9 arttı. Diğer çekirdek göstergelerden B endeksi yıllık bazda yüzde 67,3'e gerilerken, TÜFE A endeksi yüzde 63,6, TÜFE D endeksi yüzde 59,2 ve TÜFE E endeksi ise yüzde 61,6'ya yükseldi.

Hizmet enflasyonu, Kasım ayında yıllık bazda yüzde 89,7'ye yükseldi. Hizmet enflasyonu, Ocak 2023'te yüzde 62,4'tü. Hizmet enflasyonunun, önümüzdeki yıl izleyeceği yol bizce önemli bir konu olacak.

Hizmet enflasyonunun, büyük oranda talep kaynaklı görüldüğünü ve özellikle yüksek ve yapışkan hizmet enflasyonunun beklenenden yüksek enflasyon riski yarattığını düşünüyoruz. Bizim görüşümüz, şu anda uygulanmakta olan kısıtlayıcı merkez bankası politikalarının, harcamalarda beklenen bir düşüşle birleştiğinde, hizmet enflasyonunun kademeli olarak soğumasına olanak tanıyacağı yönünde. Fakat hizmet enflasyonu gerilemezse, merkez bankası sıkı politikaları beklenenden daha uzun süre sürdürmenin ihtimaliyle karşı karşıya kalabilir.

Ödemeler dengesine baktığımızda; 12 aylık cari açık Eylül'deki 51,7 milyar dolardan, Ekim'de 50,7 milyar dolara geriledi. Ocak 2023'te bu rakam 52,7 milyar dolardı. Yani hafif bir iyileşme oldu. Altın ve enerji hariç "çekirdek" cari fazlanın Ocak 2023'teki 50,7 milyar ABD dolarından Ekim 2023'te 35 milyar ABD dolarına gerilemesi, beklenen yeniden dengelemenin henüz tam olarak başlamadığını gösteriyor. Cari açığın, 2024'te GSYİH'nın yüzde 4'ü civarında genel olarak sabit kalmasını bekliyoruz.

Finansman tarafında, ekonomi yönetim ekibindeki değişikliğin ardından sermaye girişleri hızlandı ve hem brüt hem de net döviz rezervlerinde artışa yol açtı. 2024 yılında, dış finansman sorunu beklemiyoruz.

Merkezi yönetim bütçe açığı, yılsonu tahmini olan 1,6 trilyon TL'ye kıyasla, Kasım ayı itibarıyla beklenenin çok altında 532 milyar TL olarak gerçekleşti. Ocak-Kasım döneminde merkezi yönetim bütçe gelirleri, vergi gelirlerindeki yüzde 89,6 oranındaki artışın etkisiyle yıllık bazda yüzde 83 oranında artış gösterdi. Ocak-Kasım döneminde bütçe harcamaları bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 102,2 arttı. Faiz dışı harcamalar, bu dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 100,5 oranında artarken, bu artışta personel giderlerinin bir önceki yıla göre yüzde 117, cari transferlerin ise yüzde 104 oranında artması etkili oldu.

Böylece bütçe açığı geçen yılın aynı dönemindeki 20 milyar TL'den Ocak-Kasım 2023'te 532 milyar TL'ye yükseldi. Faiz dışı fazla Ocak-Kasım 2023'te, yıllık bazda yüzde 63 azalarak 99,8 milyar TL'ye geriledi.

Orta Vadeli Program'da 2024 yılı için merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'nın yüzde 6,4'ü seviyesinde olduğu öngörülüyor. Bizim tahminimiz de geniş bir açık yönünde ancak risklerin daha düşük bir açık yönünde olduğunu düşünüyoruz.

Para Politikası'na baktığımızda; TCMB, Aralık ayındaki Para Politikası Kurumu (PPK) toplantısında şahin tavrını sürdürerek, döngünün muhtemel sonu gelmeden Ocak ayında bir faiz artırımını daha yapılabileceği sinyalini verdi. TCMB'nin son bir 250 baz puanlık faiz artışı daha yapacağını düşünüyoruz ve bu döngüde nihai faiz oranını yüzde 45,0 seviyesinde görüyoruz.

TCMB anketine göre yıllık TÜFE enflasyon beklentisi 12 ve 24 ay sonrası sırasıyla yüzde 41 ve 25. Ocak ayındaki son olmasını beklediğimiz artış sonrasında, faizlerin uzun süre değişmeden kalacağı "uzun süre daha yüksek" bir duruş bekliyoruz. Enflasyonun beklenenden fazla düşmesi durumunda, 2024'ün ilk yarısında politika faizi indirimlerine yer açılacak. Ancak yukarıda da belirttiğimiz gibi risklerin yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz ve bu nedenle TCMB'nin 2024 dördüncü çeyrekte önce faiz indirimi beklemiyoruz.

En önemli sorulardan biri, ikinci yarıda enflasyon düşerken merkez bankasının nasıl bir oyun planı uygulayacağı. İddialı 2025-2026 enflasyon tahminleri varken, enflasyon baskılarının ne zaman yeterince ortadan kaldırıldığının nasıl ve ne zaman karar vereceği önemli.

#### ÇEKİNCE:

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 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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımını içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.