



STRATEJİ RAPORU - REVİZYON

2025



İÇİNDEKİLER

• YÖNETİCİ ÖZETİ	3
• KÜRESEL GÖRÜNÜM	4
• JEOPOLİTİK	5
• DÖVİZ KURU	6
• ENFLASYON	7
• TCMB POLİTAKA FAİZİ	8
• YURTIÇİ EKONOMİK AKTİVİTE	9
• KAMU MALİYESİ	9
• REEL PİYASA FİNANSMAN	9
• HİSSE SENETLERİ	9
• TAHMİNLER	10
• UYARI NOTU	11

Yönetici Özeti

2025 yılının ilk yarısında öngörülemez şekilde gündeme gelerek yurtiçi ve yurtdışı finansal piyasalar üzerinde etkili olan sürpriz gelişmeler:

- 3 Mart – Almanya ve AB altyapı ve savunma harcamaları paketi duyurusu
- 19 Mart – İstanbul Belediye Başkanı Ekrem İmamoğlu yargı süreci
- 2 Nisan – ABD Başkanı Trump küresel gümrük tarifeleri süreci

Bu gelişmeler neticesinde yurtiçi ve yurtdışı finansal piyasalarda oynaklıklar artarken, sene başında yayınladığımız GCM Yatırım Strateji Raporu 2025 kapsamında paylaştığımız ileri vadeli beklenti setimizde de bazı güncellemelere gitmek kaçınılmaz hale geldi.

Ancak başta ABD gümrük tarifeleri olmak üzere bazı noktaların oynaklığa açık olduğunu önceden değerlendirip bu doğrultuda tahminlerimiz için belirli bir yanılma payını zaten dikkate aldığımız için, 2025 yılsonu beklentilerimizdeki güncellemelerin hem kapsam hem de miktar olarak piyasanın geri kalanına kıyasla oldukça makul ve sınırlı kaldığını gözlemlemekteyiz.

Bu doğrultuda gündeme gelen gelişmeleri ve etkileyecekleri makro-finance değişkenleri, bu ara güncelleme raporu kapsamında 9 başlık altında ele almaktayız:

1. Küresel Görünüm
2. Jeopolitik
3. Döviz Kurları
4. Enflasyon
5. TCMB Politika Faizi
6. Yurtiçi Ekonomik Aktivite
7. Kamu Maliyesi
8. Reel Piyasa Finansmanı
9. Hisse Senetleri

Küresel Görünüm

Küresel ölçekte öne çıkan ana tema: Küresel büyüme tahminleri ticaret hacimlerine paralel olarak genele yaygın biçimde aşağı gelirken, bölgesel ayrışmalarda geçmiş yılların aksine Avrupa Birliği'nin avantajlı olarak öne çıkıyor olması. Almanya'da yeni kurulan hükümetin parlamentodan onay aldığı €500 milyarlık harcama paketine ek olarak AB genelinde kabul edilen €800 milyarlık savunma harcama paketi ile birlikte, kıta genelinde daha önce gündemde olmayan en az €1,3 trilyonluk bir "parasal genişleme" söz konusu olacak. Üstelik bu paket doğrudan Hazine borçlanması yoluyla finanse edileceği için hem kamu yatırım harcamaları üzerinden büyümeye, hem de oluşacak para arzı üzerinden enflasyona yukarı yönlü destek sağlayacak. Bu durum, Euro Bölgesi için geçmişe kıyasla daha yüksek göreceli büyüme ve daha yüksek faiz makası anlamına geldiği için kaçınılmaz olarak bölge hisse senetlerine giriş ve Euro paritelerinde değerlenme anlamına geliyor.

Uluslararası kurumların resmi tahminleri, harcama paketinin doğrudan ve dolaylı etkileri ile birlikte Euro Bölgesi GSYH büyümesine kalıcı +%1,5 civarında katkı sağlayabileceği yönünde. Bu fark, IMF'nin bir önceki tahmininin 2025 ve 2026 yılları için sırasıyla yalnızca +%0,8 ve +%1,2 olduğunu dikkate aldığımızda, oldukça belirgin.

Yapılacak harcamaların sanayi ve altyapı ağırlıklı olması ve mali yükün büyük kısmının Almanya tarafından sırtlanacak olması, geride bıraktığımız son yıllarda imalat sanayi ağırlığı sebebiyle bölge ortalamasını aşağı çeken ana lokomotifin yeniden hızlanacağı anlamına geliyor. Bu durum, başta Türkiye olmak üzere ihracatında Almanya ağırlığı yüksek olan ekonomiler için oldukça olumlu.

ABD tarafında ise iç talebe dair gerçekleşme verilerinin tamamı korkulana kıyasla son derece dayanıklı ilerlese de, öncü tüketici güven anketlerinde belirgin bir bozulma söz konusu. Tüketici güven anketlerindeki bozulmada başı çeken gelecek enflasyon beklentileri ve gelecek istihdam endişeleri gibi kalemler, henüz ilgili gerçekleşme verilerine tam olarak yansımadi. Güncel gidişat, aylık tarım dışı istihdam artışlarının, perakende satışların, dayanıklı tüketim malı siparişlerinin, ve kişisel gelirler gibi kalemlerin görece dayanıklı ilerlediği ve buna karşın enflasyon verilerinde belirgin bir yukarı yönlü sürpriz oluşmadığı yönünde.

Elbette, Trump gümrük tarifelerinin öngörülemez geri adımlara ve revizyonlara gebe doğası ve tarifeler endişesiyle öne çekilen talebin yılın ilk yarısında yarattığı "tampon etkisi" bu verileri şimdilik destekliyor olabilir. Ancak sene başındaki Strateji Raporu'muzda da vurguladığımız aşağıdaki noktaların tahminlerimize birebir paralel doğrultuda ilerlediğini gözlemliyoruz:

➤ "(Trump tarifelerinin) ...bu konuların çoğunun ekonomik amaçlar yanında iç ve dış siyasette de pazarlık konusu haline getirilmesi itibarıyla net tahminlerde bulunmanın bu nokta da imkansız olduğunu değerlendiriyoruz."

➤ "Trump'ın ekonomi politika uygulamalarının ilk etapta büyüme üzerinde aşağı ve enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü riskler yaratabileceği..."

➤ "Tüm bu risklere karşı öne çıkan dengeleyici faktör ise, 2016-2020 1. Trump başkanlığı dönemi aksine bu dönemde karşı ülkelerin ticaret hamlelerine karşı kısasa-kısa tepki verme eğiliminin düşük olması. Tüm dünyada imalat sektörleri öncülüğünde büyüme kaygılarının öne çıktığı bu dönemde, ne Avrupa Birliği ne de Çin ticaret hacimlerinde daha fazla daralmaya sebep olmak istemiyor"

Yaşanan bu gelişmelerin göreceli etkileri neticesinde, EURUSD paritesi için daha önce 1,07 – 1,12 olarak belirttiğimiz 2025 – 2026 yılsonu tahminlerimizi 1,12 – 1,15 seviyelerine güncelliyoruz.

Jeopolitik

ABD Başkan Yardımcısı J.D. Vance'ın 2025 Münih Güvenlik Konferansı'nda yaptığı konuşmada ABD'nin Avrupa güvenlik taahhütlerinin arkasından çekilebileceğini ve bu sebeple AB'nin kendi güvenlik altyapısını ve kapasitesini oluşturmaya gerektiği uyarıları ardından devreye giren €1,3 trilyonluk AB harcama paketi, Türkiye için sadece ekonomik değil jeopolitik anlamda da fırsatlar yaratıyor:

➤ AB ülkelerinin savunma harcamalarının NATO tavsiyesi olan yıllık %3 eşiği altında yıllar boyu kalması sebebiyle belirgin bir savunma kapasitesi inşa etme ihtiyacı doğmuş durumda. Bu kapsamda, bazı savunma sanayi ürünlerinin Türkiye'den tedarik edilmesi kaçınılmaz olacak.

➤ Nitekim savunma paketi kapsamında tedarik sağlanacak ülkeler listesinin Norveç, Birleşik Krallık, Türkiye ve Hindistan olarak vurgulanması da bu durumu teyit ediyor.

➤ Üstelik bu durum sadece AB değil, Ukrayna savaşı yüzünden nükleer dışı askeri kapasitesinin yarıya yakını kaybettiği tahmin edilen Rusya açısından da önem arz ediyor.

➤ Yani önümüzdeki ~10 sene boyunca hem AB hem de Rusya yeniden askeri kapasitelerini inşa ederken oluşacak denge ihtiyacı, Türkiye'yi hem ikili ilişkiler hem de bölgesel istikrar anlamında kaçınılmaz bir ortak ve önemli bir oyuncu kılıyor.

➤ Tüm bunlara ek olarak, ABD Başkanı Trump ve liderlik ekibi için çok önemli olan Rusya-Ukrayna savaşının sonlanması ve orta doğuda Suriye merkezli ve etkileri İsrail-Filistin konusuna kadar uzanacak bir istikrar ortamı kurma ihtiyacı da yine Türkiye'yi ABD için kaçınılmaz bir bölgesel ve jeopolitik ortak kılıyor.

Dolayısıyla tüm bu değişkenler ışığında, Türkiye'nin jeopolitik öneminin dünya güçleri için arttığı ve bu doğrultuda yurtiçi piyasalar üzerinde 2018-2019 döneminde izlendiği gibi olumsuz etkiler yaratabilecek herhangi bir jeopolitik belirsizlik başlığı ön görmüyoruz.

Döviz Kurları

Sene sonu USDTL beklentimiz 45,0 seviyesinde sabit. 19 Mart İmamoğlu süreci akabinde TCMB faiz artışı sonrası TL getirilerin dünyadan yeniden pozitif ayrışmaya başlaması, ilk etapta yaşanan sermaye çıkışları ardından çıkabilecek sıcak para stoğunun hafiflemesi ve şimdi yeniden girişlerin başlaması, bugünden öngörülemez olacak ek siyasi belirsizlikler yaşanma ihtimalinin TCMB rezerv riskleri açısından sınırlı hale geldiğini değerlendirmemiz, ve mevcut tahminimizin yakın dönemli piyasa fiyatlamalarına ve piyasanın geri kalanındaki sözlü beklentilere kıyasla zaten görece yüksek olması sebebiyle, USDTL tahminimizi koruyoruz.,

EURTL beklentimiz ise yalnızca EURUSD parite beklentisine bağlı olarak yükseltilmiş olup, burada Avrupa savunma harcama paketinin yukarı yönlü etkileriyle Trump tarifelerinin ticaret hacimleri üzerindeki aşağı yönlü etkilerinin birbirlerini daha yüksek bir seviyede dengelemesi gerektiğinden yola çıkıyoruz. AB-ABD olası faiz farkları ile şekillenen bu beklentimiz küresel riskten kaçış meylinde olumsuz etkilenebilecek olsa da, geçmiş riskten kaçış dönemlerine kıyasla bu dönemde AB tahvillerinin daha fazla tercih ediliyor olması bu ek riski dengeliyor.

	USD	EUR	EURUSD
Aralık 2024	35.2	36.7	1.04
Ocak 2025	35.9	36.7	1.02
Şubat 2025	36.7	38.0	1.04
Mart 2025	36.6	40.0	1.09
Nisan 2025	38.5	43.6	1.13
Mayıs 2025	39.2	44.5	1.13
Haziran 2025	40.0	45.3	1.13
Temmuz 2025	40.9	46.2	1.13
Ağustos 2025	41.7	47.0	1.13
Eylül 2025	42.5	47.9	1.13
Ekim 2025	43.3	48.7	1.12
Kasım 2025	44.2	49.6	1.12
Aralık 2025	45.0	50.4	1.12

Enflasyon

Enflasyon görünümüne dair yurtiçi ve yurtdışı piyasa katılımcı beklentilerinde dikkat çekici bir bozulma oluşmasına rağmen, TÜFE sepeti alt kalemlerinin genelinde ve aktivite gerçekleşme verilerinde aşağı yönlü riskler daha fazla öne çıkmakta. Özellikle TCMB tarafından 19 Mart sonrası gerçekleştirilen belirgin ek sıkılaşma, harcama kararlarına baz teşkil eden alternatif getiri maliyetlerinin artması, kredi büyüme ve kredi kartı harcama verilerinde izlenen gevşeme emareleri, iç talep, istihdam ve şirketlerin mali sağlığı tarafında oluşmakta olan riskler, ithalat maliyet endekslerinde ve başta petrol olmak üzere küresel emtia fiyatlarında oluşan aşağı yönlü sürprizler, küresel ticaret hacimlerinde izlenecek daralmanın arz fazlası olarak yansımaları, ve ilk 5 ayda oluşan patika ışığında enflasyon görünümünde TCMB öngörülerine kıyasla büyük bir sapma oluşmayabilir.

Ancak tüm bunlara rağmen, yurtiçi ve yurtdışı piyasa oynaklıkları ışığında eriyen rezervler ve döviz kurlarında izlenen geçici oynaklıklar yalnızca beklenti kanalı ve fiyatlama davranışları üzerinden enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskler yaratabilir. Davranışsal olan bu değişkenlere ek olarak önceki ay yaşanan zirai don hadisesinin gıda fiyatları üzerindeki etkileri de mekanik etkilere sebep olabilir. Yine benzer şekilde, enerji piyasasında yönetilen ve yönlendirilen fiyat uygulamaları yukarı yönlü ek riskler barındırabilir.

Tüm bu gelişmeler ışığında, piyasa beklentilerine kıyasla çok daha şahin bir duruş sergileyen TCMB'nin olası tepki fonksiyonunu da dikkate alarak, enflasyon üzerindeki nihai revizyonun sınırlı kalması gerektiğine inanıyoruz. Bu sebeple yılsonu beklentimizi %25,0'ten %27,6 seviyesine güncelliyoruz.

TCMB Politika Faizi

Döviz rezervlerinde Mart-Nisan döneminde izlenen belirgin erime, küresel piyasalarda ve sermaye akımlarında artan oynaklık, enflasyon beklentilerinde kısa vadede beliren bozulma, ve TCMB'nin güncel sıkı duruş tercihi ışığında **politika faizinin 2025 sene sonunda %29 yerine %34 seviyesinde olmasını beklemekteyiz**. Bu doğrultuda ilk faiz indirimini Temmuz ayında başlayacak ve akabindeki her toplantıda -%3 temposunda ilerleyecek şekilde öngörmekteyiz.

Ancak Mayıs ayı enflasyonunun piyasa beklentilerinden ve kısa vadeli trendinden düşük açıklanması yanında rezervlerde yeniden başlayan birikmeyi ve reel sektörün finansal koşullardaki sıkılığa yönelik eleştirilerini de dikkate alarak, ilk faiz indirimi için zamanlamanın Temmuz yerine Haziran olarak belirlenmesini de ihtimaller dahilinde buluyoruz. İlk indirimin zamanlaması konusunda Haziran-Temmuz olasılıkları birbirine yakın dursa da, piyasa fiyatlamaları ve ekonomik görünüm açısından 1 aylık farkın yine de pek bir değişiklik yaratmayacağını ve hem sermaye akımları hem de yurtiçi şirketlerin aktivitesi açısından asıl konunun orta vadeli reel faiz görünümü olacağını hatırlatırız.

PPK Tarih	Faiz	Eski
23.01.2025	45,0%	
06.03.2025	42,5%	
17.04.2025	46,0%	40,0%
19.06.2025	46,0%	37,5%
24.07.2025	43,0%	35,0%
11.09.2025	40,0%	33,0%
23.10.2025	37,0%	31,0%
11.12.2025	34,0%	29,0%
22.01.2026	27,0%	
16.03.2026	25,0%	
31.12.2026	20,0%	
31.12.2027	15,0%	

Yurtiçi Ekonomik Aktivite

İç ve dış gelişmeler neticesinde her alanda miktar olarak en fazla ve yön olarak bütünüyle olumsuz etkilenecek tek başlığın ekonomik aktivite olmasını beklemekteyiz. Bu doğrultuda yükselen reel faiz beklentimizi, gerileyecek küresel ticaret hacimlerini, bozulan tüketici algısını, istihdam risklerini, ve geçmiş dönemlerden yaşanan büyüme performanslarını da hesaba katarak, 2025 yılının tamamında %3,5 yerine %2,8 GSYH büyümesi beklemekteyiz. Cari açık beklentimizi de bu doğrultuda -\$20'den -\$15 milyara indirdik, bu düşüşün görece sınırlı olması altın ithalatının artmaya devam edeceği tahminimiz kaynaklı.

Kamu Maliyesi

Hem gerileyen aktivite beklentimizin vergi gelirleri üzerinde yaratacağı riskler, hem artan faizlerin ve borçlanma ihtiyacının toplam faiz yükü üzerinde yaratacağı etkiler, hem de yavaşlayan ekonomik görünümde harcamalar tarafında tasarruf alanının sınırlı olması gerekeceğine dair değerlendirmelerimiz ışığında sene sonu bütçe açığı tahminimizi -%5,0 seviyesine yükseltiyoruz. Özetle enflasyon ve kur hedefleri korunurken büyüme ile birlikte feragat edilmesi gereken temel değişken bütçe açığı olacak. Ancak kamu borcu / GSYH oranının küresel standartlara kıyasla oldukça düşük olması ışığında, bir yıllık bu açılmanın büyük bir risk yaratacağından endişe etmiyoruz.

Reel Piyasa Finansmanı

Mevcut faiz, döviz kuru, enflasyon ve ekonomik gidişat beklentilerimiz ışığında oluşmasını beklediğimiz çeyrekssel ortalama kredi (1Y) ve mevduat (1ay Basit) faiz oranları:

FAİZLER	Kredi	Mevduat
3.Çeyrek	%53	%41
4.Çeyrek	%43	%34

Hisse Senetleri

İç ve dış siyasi tetikleyiciler ışığında yurtiçi piyasalarda artan oynaklık, yatırımcı algısında izlenen kırılma ve yabancı sermaye çıkışları, Türkiye risk primlerinde izlenen yükseliş, TCMB'nin finansal istikrarı tesis etme yönünde gerçekleştirdiği faiz artışları, ve finansal koşulların genelinde izlenen belirgin sıkılaşma neticesinde şirketlerin üretim faaliyetlerinde ve tüketicilerin nihai ürün ve hizmet taleplerinde oluşan bozulma ışığında BİST-100 endeksine dair yılsonu beklentilerimizde de revizyona gitmek kaçınılmaz hale geldi.

Bu doğrultuda, yüksek faiz ortamının yabancı sıcak para girişlerini ve TL'nin reel değerini desteklerken yurtiçi aktiviteyi baskılamaya devam edeceği bir denge ışığında, yılın kalanında maruz kalınacak 7 aylık birikimli enflasyon ve yılsonu USDTL kur beklentimizi de hesaba katarak, **BİST-100 endeksi için daha önce 15.000 (333 USD) olarak belirttiğimiz baz senaryo beklentimizi 12.500 (277 USD) seviyesine güncelliyoruz. İç talebin faiz indirimlerine varsayımlarımıza kıyasla daha hızlı tepki vereceğini ve başka öngörülemez oynaklık yaşanmayacağını varsayan iyimser senaryoda ise, önceki baz senaryomuz olan 15.000 seviyesi (333 USD) yenilenen beklentilerimizin üst bandını teşkil edebilir.**

Tahminler

	2021	2022	2023	2024	2025	2025	2026
GSYH Büyüme	10,5%	5,3%	4,0%	3,2%	3,5%	2,8%	4,0%
GSYH (mia)	\$808	\$906	\$1.119	\$1.324	\$1.531	\$1.486	\$1.550
GSYH (mia)	₺7.256	₺15.012	₺26.276	₺43.411	₺61.420	₺59.621	₺77.482
TÜFE Yılsonu	36,0%	64,3%	64,8%	44,4%	25,0%	27,6%	15,0%
TÜFE Ortalama	19,6%	72,3%	53,9%	58,5%	31,7%	33,6%	21,3%
Cari Denge (mia)	-\$6	-\$46	-\$45	-\$10	-\$20	-\$15	-\$35
Cari Denge (% GSYH)	-0,8%	-5,1%	-4,0%	-0,8%	-1,3%	-1,0%	-2,3%
Bütçe Açığı	3,0%	-1,0%	-5,4%	-4,8%	-4,0%	-5,0%	-3,0%
USDTL Yılsonu	13,3	18,7	29,4	35,4	45,0	45,0	55,0
USDTL Ortalama	8,9	16,6	23,8	32,8	40,1	40,1	50,0
EURLTL Yılsonu	15,2	20,0	32,7	36,7	48,2	50,4	63,3
EURLTL Ortalama	10,4	17,4	25,7	36,6	42,4	43,6	56,8
EURUSD Yılsonu	1,14	1,07	1,11	1,04	1,07	1,12	1,15
TCMB PPK Faizi Yılsonu	14,0%	9,0%	42,5%	47,5%	29,0%	34,0%	20,0%

UYARI NOTU

Risk Açıklaması; Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri "Yatırım Danışmanlığı" kapsamında değildir. Bu sayfanın içerdiği materyaller sadece örnek piyasa bilgisi iletebilmek ve reklam amaçlıdır. Yatırım danışmanlığı hizmeti, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. "VIOP, Opsiyon, Borsa, Forex ve CFD (contracts for differences) ticareti yüksek oranda kayıp riski içerir ve her yatırımcı için uygun olmayabilir.

GCM Yatırım Strateji Raporundaki Veri ve grafikler, güvenilir kaynaklardan alınmış olup, yorumlar sadece GCM Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin görüşlerini yansıtmaktadır. Bu bilgilerle yapılan yatırımların sonuçlarından şirketimiz sorumlu değildir. Ayrıca, GCM Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan bu içeriğin kısmen veya tamamen başka kişiler tarafından yayımlanması, kullanılması veya alıntılanması yasaktır. Bu mesaj, gönderilen kişiye özeldir. Ek olarak, bu raporun gönderildiği ülkelerdeki yasal düzenlemelere uygun olarak tüm haklarımız saklıdır.