

2025 İÇİN İLK GLOBAL TAHMİNLER

TÜRK – AMERİKAN İLİŞKİLERİ

TCMB KARARI

Uzuncana bir giriş ve bir itiraf

Trump'ın yeniden seçilmesinin en az Brexit ve Büyük Finansal Kriz kadar önemli bir kırılma noktası olacağını ifade etmiştik, ama bu denli bir telaş beklemiyorduk. Takip ettiğimiz her devlet, şirket ve finansal kuruluş Trump'ın başkanlığı döneminde neler yapacağını çözmek ve buna göre duruş belirlemekle seferber oldu.

Trump devlet geleneğinden uzak ve büyük ölçüde ihtiyarı kararlar alan bir başkan olduğu için, gelecek büyük belirsizliklerle dolu. Elimizde Trump'ın ne yapacağına dair tek yol haritası, Trump'ın "evlatlıktan reddettiği" fakat onun himayesinde yazıldığı bilinen Project 2025 MAGA (Make America Great Again) çalışması. Bu çalışma bizi ilgilendiren konularda, mesela Suriye'den asker çekilmesi konusunda, çok yüzeysel bilgiler içeriyor.

Ayrıca, uzmanlar arasında Trump'ın nerdeyse sayısız seçim vaadi arasında hangisinin pazarlık kozu, hangisinin vazgeçilmeyecek taahhüt olduğu hususunda da geniş fikir ayrılıkları var. Trump'ın şu an kadar yaptığı Kabine ve sekreterlik (müsteşarlık) atamalarından gündeminin bir kısmını sezebiliyoruz, fakat bu kişilerin henüz izleyecekleri yol haritası hakkında basına bilgi vermemeleri de işimizi zorlaştırıyor.

Takdir ederseniz, bu şartlar altında Trump'lı geleceği tahmin etmek cahil cüreti olur. Bu nedenle, GADT'ın bu sayısında Ukrayna Savaşı ve Orta Doğu'da barış gibi Trump'ın vaatlerini yerine getirmesinin nerdeyse imkansız olduğu bahislerden uzak durduk. Raporumuzun dünya bölümünde, araştırmalarına güvendiğimiz kurumlardan iyimser ve kötümser senaryoları paylaşıyoruz. Ardından, Reuters'in Kasım anketine dayanarak Fed'in faiz planlarını, enerji fiyatları hakkında bulduğumuz en makul araştırmayı ve Türkiye'nin de dahil olduğu Gelişmekten Olan Ülkeler (GOÜ, Piyasalar = GOP) FX için bulgularımızı paylaşacağız.

Türkiye bölümünde iç siyaseti bir kenara bıraktık. Her ne kadar iki taraf inkar etse de, Erdoğan ve Bahçeli arasında anayasa değişikliğinin nasıl gerçekleşeceği hususunda derin fikir ayrılıkları var. Halkın DEM'i içeren bir çözüm sürecine karşı olması ve dün Öcalan'a getirilen 6 ay avukatları ile görüşme yasağı bu fikir ayrılığının somut kanıtları. İç siyaset yerine acilen çözümlenmesi gereken dosya sayısı aniden çoğalan

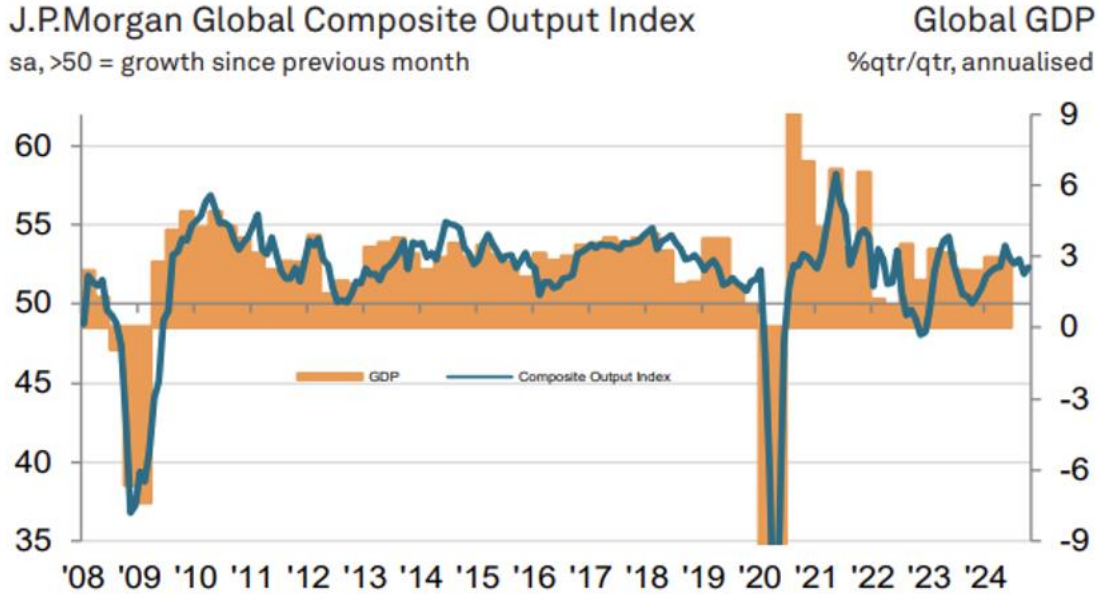
Türk-Amerikan ilişkilerine yoğunlaştık. Sırasıyla Halkbank davası, HAMAS'ın Türkiye'ye yerleşmesi, S-400'lere karşılık F-35 takası ve Suriye konusuna yoğunlaşacağız. Muhalif basın sürekli olarak hükümeti Trump'dan fazla bir şey beklenmemesi hususunda uyarsa da, biz daha iyimser bir senaryo çiziyoruz.

Ekonomide en önemli gelişme, Pazartesi günü başlayan carry tradelerin çözülmesi oldu. Başta Borsa, piyasalar biraz heyecanlansa da, biz TCMB faiz indirimi konusunda makul davrandığı sürece, TL'de istikrarın rahatlıkla korunacağı düşüncesindeyiz. En son ise TCMB PPK açıklamasına göz attık ve Aralık'ta mütevazî de olsa faiz indirimlerinin başlayacağı kanaatine vardık. Bizce TCMB bu kadar aceleci davranmakla ciddi bir kredibilite kaybı riskini göze alıyor.

NOT: Raporumuz Perşembe 22:00 itibarıyla günceldir.

2025 yılında dünya ekonomisi

Dünya ekonomisi Ekim JP Morgan bileşik endeksinin de gösterdiği gibi yıllık %3 civarında bir büyüme ile oldukça güçlü bir görünüm çizerken, İngiltere ve Almanya gibi çeşitli ülkelerden gelen veriler enflasyonun MB hedeflerinin biraz üstünde katılaştığını anımsatıyor.



Source: J.P.Morgan, S&P Global PMI, S&P Global Market Intelligence.

Ancak, raporlarını tetkik ettiğimiz kuruluşlar arasında temel ayrışma noktası enflasyon görünümü değil, Trump'ın gümrük vergisi taahhütlerinin ne denli gerçekçi olduğu. Bu hususta iki tez var. İlki, Trump'ın Çin mallarına %60, diğer ülkelerden gelenlere %10-20 vergi salma vaadini bu ülkelerle daha avantajlı ticaret anlaşması yapmak için pazarlık kozu olarak değerlendiren kamp. Bunlara göre, dünya ekonomisi küçük dozda tarife artışlarını rahatlıkla göğüsler. İkinci kampta ise Trump'ın vaatlerini harfiyen yerine getireceğini düşünenler yer alıyor. Biz, Goldman Sachs'tan iyimser görüşü savunan ve Allianz Grup'tan oldukça karanlık bir senaryo içeren 2 rapordan uzun alıntılarla size manzarayı yansıtacağız. Bizim görüşümüz kötümser kampa daha yakın, bu yüzden, Allianz raporuna daha fazla önem atfediyoruz.

Goldman Sachs: Trump etkisi düşük, dünya makul bir hızda büyüyecek

[Goldman Sachs Araştırma Ekibi](#), 2025'te küresel ekonomik büyümenin sağlam olacağı bir yıl daha öngörüyor. Ekonomistler, ABD'de büyümenin beklentileri aşacağını, Euro bölgesinin ise Trump yönetiminden beklenen yeni gümrük tarifeleri nedeniyle yine geriden koşacağını öngörüyor. Dünya çapında GSYİH'nın gelecek yıl %2,7 oranında büyüyeceği tahmin ediliyor. Bu, Bloomberg anketine katılan ekonomistlerin konsensüs tahminlerinin biraz üzerinde ve 2024'teki tahmini büyümeyle aynı seviyede. ABD GSYİH'sının, konsensustan oldukça yukarda, %2,5 artması bekleniyor. Euro bölgesi ekonomisinin %1,2'lik beklentiye kıyasla %0,8 oranında büyümesi bekleniyor.

ABD Başkanı Donald Trump'ın yeniden seçilmesinin, Çin'e ve ithal otomobillere yönelik gümrük vergilerinin artırılması, çok daha düşük göç, bazı yeni vergi kesintileri ve işdünyasına engel teşkil eden düzenlemelerin gevşetilmesiyle sonuçlanacağı tahmin ediliyor. Baş Ekonomist Hatzius, "En büyük risk, büyük olasılıkla büyümeyi sert bir şekilde etkileyecek tüm ithal mallara salınacak ek vergiler olacak" diye yazıyor.

Ek gümrük vergileri ABD enflasyonunu artıracak mı?

ABD çekirdek PCE enflasyonu 2025 sonuna kadar %2,4'e yavaşlayacak; bu, Goldman Sachs Research'ün önceki %2,0 tahmininin üzerinde ancak yine de makul bir seviye. ABD'nin %10'luk bir genel ithal tarifesi uygulaması halinde tahmin yaklaşık %3'e yükselecektir. Euro Bölgesi'nde çekirdek enflasyonun 2025 sonuna kadar %2'ye yavaşlamasını bekleniyor. Japonya'da deflasyon riski azaldı.

Hatzius, "Küresel büyümeye ilişkin iyimserliğin temel nedeni, son iki yıldaki dramatik enflasyon düşüşüdür" diye yazıyor. "Bu hanehalkı harcamalarını destekliyor çünkü fiyat enflasyonu ücret enflasyonundan çok

daha hızlı düştü.” “Daha da önemlisi, enflasyondaki düşüş aynı zamanda merkez bankalarının para politikasını normalleştirmesine ve dolayısıyla finansal koşulların gevşemesine olanak tanıyarak dolaylı olarak talebi de destekliyor” diye ekliyor.

Goldman Sachs Ekibi, Fed’in politika faizini %3,25-3,5’e (şu anda %4,5’ten %4,75’e) düşürmesini, ilk çeyrekte ardışık indirimler yapmasını ve ardından yavaşlamasını bekliyor. AMB’nin ise politika faizini yüzde 1,75’e indirmesi bekleniyor. Ekonomistler gelişmekte olan ülkelerde politika faizinin gerilemesi için de bol miktarda alan olduğunu düşünüyor. Buna karşılık Japonya Merkez Bankası’nın politika faizini 2025 yılı sonuna kadar %0,75’e çıkarması bekleniyor.

Trump’ın ticaret politikası ABD ekonomisini nasıl etkileyecek?

Goldman Sachs’ın temel senaryosuna göre, potansiyel yeni ticaret politikalarının ABD GSYİH’si üzerindeki etkilerinin küçük olması ve büyük ölçüde diğer faktörlerle dengelenmesi bekleniyor. Potansiyel tarifeler, daha yüksek tüketici fiyatları yoluyla harcanabilir gelirden ılımlı bir daralmaya neden olacak. Ticari gerilimlerin daha ne kadar artabileceğine dair belirsizlik muhtemelen özel sektör sabit sermaye yatırımları üzerinde baskı oluşturacak.

Hatzius, “Ticaret savaşının daha da kızışmayacağını varsayarsak, vergi kesintileri ve daha dostane bir regülasyon ortamı işletmelerin 2026’ya kadar daha fazla yatırım ve istihdam yaratmasına yol açar” diye yazıyor.

Goldman Sachs’ın temel senaryosuna göre, ticaret politikaları 2025’te ABD GSYİH’nı yüzde 0,2 puan kadar daraltacak. Beklenenden daha yüksek genel tarifeler uygulanırsa, bu oran 2026’da yüzde 1’e kadar yükselebilir. Ancak gümrük vergilerinin tamamen vergi kesintilerine dönüştürülmesi durumunda olumsuz şok daha düşük olacak.

ABD ticaret politikaları diğer ekonomileri nasıl etkileyebilir?

ABD ticaret politikasından kaynaklanan olumsuz rüzgarın ABD dışında daha büyük olması bekleniyor. Euro bölgesinde, ticaret politikası belirsizliğinin 2018-19’da yaşanan ticaret gerginlik seviyelerine ulaşması, ABD’de GSYİH’dan yüzde 0,3, Euro bölgesinde ise yüzde 0,9 kırpacak.

Ekonomistler, ABD seçim sonuçlarının ardından 2025 Euro bölgesi için büyüme tahminlerini yüzde 0,5 puan düşürdüler. Trump'ın seçim vaatlerini harfiyen uygulaması durumunda muhtemelen daha da düşürecekler.

Goldman Sachs, potansiyel ABD ticaret politikasının Çin üzerindeki etkisinin daha da vurucu olmasını bekliyor. Dünyanın ikinci büyük ekonomisi, ABD'ye yapılan tüm ihracatlarda yüzde 60'a varan ve ortalama yüzde 20 puanlık tarife artışlarıyla karşı karşıya kalabilir. Bunun, 2025 yılında Çin'deki büyümeden neredeyse yüzde 0,7 puan düşeceği tahmin ediliyor. Ekonomistler, bu senaryoda Beijing'in ek teşvikler uygulayacağı ve ihracat kaybının bir kısmının yuan'ın değer kaybıyla dengelendiğini varsayarak, 2025 büyüme tahminlerini mütevazı bir şekilde, net yüzde 0,2 puan azaltarak %4,5'e düşürdüler.

Ekonomik büyümenin, ABD gümrük vergileri şokuna rağmen sağlam olması bekleniyor. Ekonomistler, ABD ticaret politikasındaki değişikliklerin küresel GSYİH'den %0,4 oranında düşüş yaratacağını, diğer ülkelerde artan politika desteğinin ise bu etkiyi hafifleteceğini tahmin ediyor. Ancak 2025 tahminlerinin çoğu, yeni ticaret gerginliğinin boyutuna bağlı. ABD'nin tüm ithalata %10'luk bir vergi uygulaması halinde dünya ekonomisine darbe iki ila üç kat daha büyük olabilir.

Allianz: Büyük kayıplar yaşanacak

Enflasyon, GSYİH ve Fed faiz görünümü: Başkan Trump'ın zaferi ve Cumhuriyetçilerin Kongre üzerinde tam kontrolü, ABD GSYİH'sine ilişkin tahminlerimizi çok fazla değiştirmiyor; mali gevşeme muhtemelen büyümeyi olumsuz etkileyen faktörleri büyük ölçüde telafi edecek. Ancak enflasyonun 2025 ve 2026'da %2,9 ve %3,4'e yükselmesini bekliyoruz. Fed politika faizinin 2025'te %4,0 ve 2026'da %4,25'te kalması bekleniyor.

Ancak Trump tam teşekküllü bir ticaret savaşı için baskı yaparsa (olumsuz senaryomuz), GSYH büyümesi çok daha düşük olacaktır (2025'te +%0,7 ve 2025'te +%1,6). Enflasyonun yüksek kalması nedeniyle Fed fon oranları 2026 yılına kadar %3,75 seviyesinde kalacak.

Maliye politikası: Başkan Trump'ın 2025 sonuna kadar GSYH'nin yaklaşık %0,5'i oranında (tasarruflar hariç) bir mali paketi yürürlüğe koymasını ve 2017 Vergi Kesintileri ve İstihdam Yasası'nın tamamen yenilenmesini bekliyoruz. ABD kamu maliyesinin istikrarsız durumu göz önüne alındığında, daha büyük bir mali teşvike yönelik iştah muhtemelen sınırlı olacaktır. Bununla birlikte, federal bütçe açığının 2026'da GSYİH'nin %-8'inin üzerine çıkması muhtemel.

2025 yılının 2. Çeyreğinde başkanlık genelgesiyle gümrük vergileri başlangıçta Çin'den yapılan ithalatlar için %25'e, Kanada, Meksika ve kritik mallar hariç olmak üzere dünyanın geri kalanından yapılan ithalatlar için ise %5'e yükseltilir. 135 milyar ABD doları değerinde küresel ihracatın risk altında olacağını tahmin ediyoruz; bu, 2025-26 için öngörülen küresel ihracat kazanımlarının %4'üne eşittir. ABD'nin genel Çin mallarına yönelik gümrük vergilerini %60'a ve dünyanın geri kalanından gelen mallara yönelik gümrük vergilerini %10'a çıkaracağı ciddi bir senaryoda, etki önemli ölçüde daha yüksek olacak ve risk altındaki toplam ihracat 510 milyar ABD dolarına yükselecektir.

Tam teşekküllü bir ticaret savaşı senaryosunda, küresel GSYİH büyümesinin potansiyel maliyeti bir yıl boyunca -0,8 puanlık bir düşüşe yükselebilir, bu da küresel büyümenin neredeyse üçte birinin kaybedileceği anlamına gelir.

Allianz, sonuç olarak Dolar Endeksi ve ABD 10 yıl vadeli tahvil getirilerinin 2025 boyunca yükselmesini/yüksek kalmasını bekliyor.

Fed ne yapacak?

Yukarda görüldüğü gibi, iyimser ve kötümser senaryoda Fed'in yol haritası radikal boyutlarda değişik görünüme bürünüyor. Bu senaryolardan yola çıkarak Fed'in 2025 parasal duruşunu kestirmek yerine, [Reuters'in 106 ekonomistle](#) düzenlediği son kotasyon anketine yer vermeyi uygun bulduk:

Reuters anketine katılan ekonomistlerin çoğuna göre, Fed gelecek ay faiz oranlarını düşürecek ancak Başkan seçilen Donald Trump'ın vaat ettiği politikalardan kaynaklanan yüksek enflasyon riski nedeniyle 2025'te bir ay önce beklenenden daha az kesinti yapacak.

Daha yüksek gümrük tarifeleri ve vergi indirimleri de dahil olmak üzere planladığı politikalarından kaynaklanan fiyat hareketlerinin yeniden canlanacağı beklentileri, türev piyasaların geçtiğimiz birkaç hafta içinde faiz indirimi öngörülerini 2025 sonuna kadar neredeyse yarı yarıya indirerek yaklaşık 75 baz puanı çekmesine yol açtı.

Umulandan çok daha dirençli çıkan ekonomik aktivite, inatçı enflasyon ve rekor seviyelerle flört eden borsalar, seri faiz indirimlerinin önünde engel haline geldi. Fed Başkanı Jerome Powell geçen hafta "ekonomi, faiz oranlarını düşürmek için acele etmemiz gerektiğine dair herhangi bir sinyal göndermiyor" demişti.

12-20 Kasım'da yapılan Reuters anketine katılan ekonomistlerin neredeyse %90'ı (106 kişiden 94'ü), Aralık ayında 25 baz puanlık bir indirim bekliyor. Geçen ayki ankette yalnızca üç kişiyle karşılaştırıldığında, bu kez on iki katılımcı Fed'in Aralık'ta pas geçmesini bekliyor. Türev piyasa fiyatlandırması, Aralık ayında bir kesinti ihtimalini %85'ten %60'a indirdi.

Anket medyanları, önümüzdeki iki yıldaki enflasyon görünümünün geçen aya göre büyük ölçüde yükseldiğini ve Fed'in tercih ettiği gösterge olan kişisel tüketim harcamaları (PCE) enflasyonunun en az 2027'ye kadar %2 hedefinin üzerinde kalacağını gösteriyor.

Ankete katılan 67 kişiden 57'si, (%85'lik), hedef-üstü enflasyonun gelecek yıl da devam etme riskinin arttığını söyledi. Çoğu ekonomist, Trump'ın önerdiği ek gümrük tarifelerinin gelecek yılın başlarında uygulanacağını ve ABD ekonomisi üzerinde önemli ve olumsuz etkisi olacağını söyledi. Reuters'in bir diğer anketine göre, Çin'den yapılan ithalata uygulanan gümrük vergileri gelecek yıl Çin'in ekonomik büyümesini yüzde 1 kadar azaltabilir.

Anket ortalamaları, Fed'in ilk 2025'in üç çeyreğinde 25 baz puanlık bir kesinti yapacağını, ancak daha sonra beklemeye geçeceğini öngördü. Yani, Fed faiz oranının geçen ayki tahminin 50 baz puan üzerinde, 2025 sonuna kadar %3,50-%3,75'e inmesi bekleniyor.

Bu ve geçen ayki ankete katılan 72 katılımcının üçte ikisi, yani 48'i, 2025 sonu faiz tahminlerini ortalama 50 baz puan civarında yükseltti.

Gelişen Piyasalar nasıl tepki verecek

Okuduğumuz raporların bazılarında, Trump döneminde küresel büyümenin olumsuz etkilenmeyeceği, hatta Xi Jinping ve Trump'ın alacağı kararların dünya ekonomisini coşturarak, GOÜ ekonomilerine destek vereceği görüşleri yer alıyor. Allianz raporu ışığında bu görüşleri ciddiye almıyoruz. Zaten Ekim ayında Çin ve genelde GOÜ hisselerinden seri bir kaçış gördük. Ancak, yatırımcılar genelde Fed faizleri ve ABD tahvil getirileri konusunda Allianz'a göre daha iyimser bir duruşa sahip olduklarından, GOÜ tahvillerine güçlü para girişleri gördük. [GOP hakkında şu yorumu paylaşmayı uygun gördük:](#)

IIF'in (Uluslararası Finans Enstitüsü'nün) verilerine göre, Ekim ayında gelişen piyasalara net sıcak para girişi 1,9 milyar dolar oldu. Eylül ayında 56,4 milyar dolarlık giriş ve Ekim 2023'te 8,1 milyar dolarlık çıkış rapor edilmişti. Hisse senedi portföyleri Mart 2020'den bu yana en büyük meblağ olan 25,5 milyar dolarlık çıkış görünürken, tahviller 27,4 milyar dolar cezbedi.

Butik fon şirketi Tradeview Capital CEO'su Ng Zhu Hann, Trump'ın ABD yanlısı ekonomi politikaları nedeniyle hisse senedi ve tahvil piyasasının 2025'de de prim yapacağını, bunun gelişmekte olan piyasalara fon akışını durdurabileceğini söylüyor. "Eğer ABD hisse senetleri iyi performans göstermeye devam ederse, bu durum tasarrufların ABD'ye geri dönmesini sağlayabilir. Günün sonunda Trump döneminde politika dalgalanmaları göz önüne alındığında, gelişen piyasalarda risk daha yüksek" dedi The Edge'e.

Trump yönetimine ilişkin belirsizliğin sermaye piyasaları ve küresel ekonomi politikaları açısından büyük bir risk oluşturacağı öngörülüyor. RHB Ekonomi ve Piyasa Stratejisi ekibi, 7 Kasım tarihli raporunda, ABD ile Çin arasındaki gerilimlerin, en azından kısa vadede gelişmekte olan piyasalardan sermaye kaçışına katkıda bulunabileceğini, Asya para birimleri üzerindeki baskıyı artırabileceğini ve finansal piyasalarda yüksek oynaklığa yol açabileceğini söylüyor.

Raporda, Trump'ın ikinci döneminin ABD merkezli büyüme ve iş dünyası güveni açısından yukarı yönlü bir eğilime işaret edebileceği, ancak ABD politikasındaki belirsizliğin aynı zamanda riskten kaçınma duyarlılığını artırabileceği ve potansiyel olarak yabancı yatırımcıların gelişen piyasa hisse senedi ve tahvil piyasalarına olan güvenini etkileyebileceği de belirtiliyor.

Fortress Capital kurucusu ve CEO'su Datuk Thomas Yong, Trump'ın tarifeleri artırma planının muhtemelen enflasyonist baskıyı artıracığını ve bunun da ABD dolarının güçlenmesine neden olacağını söyledi. Sonuç olarak bu durum gelişmekte olan piyasalar için, para birimlerinin dolara karşı zayıflayacağı beklentileri nedeniyle genellikle olumsuz olacaktır.

ABD-Çin jeopolitik geriliminin hangi parti kazanırsa kazansın devam etmesi beklenirken Yong, artık ikinci bir Trump yönetiminin netleşmesiyle Ticaret Savaşının birçok şirket için Çin Artı Bir (Çin'deki tedarik merkezlerini yedeklemek) stratejisini yoğunlaştırıp hızlandıracağını belirtiyor. "Doğrudan yabancı yatırımlar hızlanacağı için bu genellikle Güneydoğu Asya ülkelerine fayda sağlayacaktır".

Areca Capital'den Wong, Trump'ın geri dönüşünün küresel ekonomi için iyiye işaret olmadığını, zira Trump'ın daha korumacı ticaret girişimlerini uygulamaya koyma ihtimalinin yüksek olduğunu söyledi. Areca Capital Sdn Bhd CEO'su Danny Wong da aynı fikirde ve Trump'ın ABD başkanı olarak geri dönüşünün, daha korumacı ticaret girişimleri uygulama ihtimali göz önüne alındığında küresel ekonomi için iyiye işaret olmadığını söylüyor.

Singapur'un Servet Fonu Temasek International'ın baş yatırım yetkilisi Rohit Sipahimalani daha önce Trump yönetiminin daha yavaş küresel büyümeye yol açacağı ve bunun sonunda ABD şirketlerini etkileyeceği konusunda uyarılmıştı.

“Trump’ın kazanması muhtemelen Harris yönetimine kıyasla daha güçlü bir dolar ve daha yüksek faiz oranları anlamına gelecek. Gümrük tarifeleri belirsizlik yaratacak ki bu yatırım için asla iyi bir şey değil ve aslında bunun sadece gelişmekte olan piyasalar için değil, dünya çapında olumsuz olacağını düşünüyorum” dedi.

Bizim için daha kritik olan GOÜ FX konusunda ise ING’nin 2025 tahminlerini paylaşıyoruz:

Gelecek yıl gelişmekte olan piyasa para birimleri, düşük küresel ticaret hacimleri ve yüksek ABD getirilerinin yarattığı çifte olumsuzluklarla karşı karşıya kalacak. Trump 2017’de göreve geldiğinde dünya ticareti yıllık bazda %5-6 büyüyordu. İki yıllık tarife savaşları ardından 2019’un sonunda dünya ticaretinde büyüme yıllık bazda %2 düşüyordu.

Tarifelere ek olarak artan ABD tahvil getirileri, gelişmekte olan piyasaların mali direncini test edecek ve büyük dış finansman ihtiyacı olanlara baskı yapacak. Ekibimiz, ABD’nin on yıllık Hazine tahvil getirilerinin 2025 sonuna kadar %5,50 seviyesinde olmasını bekliyor. Borçlarını yeniden finanse etmede daha kısa süreye maruz kalan veya bütçe gelirlerine kıyasla yüksek borç spreadlerine maruz kalan gelişmekte olan ülkeler savunmasız kalacak. Cari denge açısından bakıldığında, mütevazı döviz rezervine karşın büyük cari işlemler açığı, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışı riski oluşturuyor. Bu ülkelerin Hazine piyasasındaki 'Trump paniğine', (aniden getirilerde sıçramalara) ne ölçüde dayanabilecekleri önemli bir konu olacak.

Neyse ki gelişmekte olan piyasaların çoğu, tahvil piyasasının stresli olduğu önceki dönemlere kıyasla çok daha dar cari açıklarla karşı karşıya. Hükümet gelirlerine oranla borç ödeme maliyetleri açısından en ciddi risk altında olan ülkeler ise Mısır ve Pakistan gibi tanıdık ve kötü değerlendirilen isimlerdir. Yatırım yapılabilir devletler açısından Hindistan ve Meksika’nın da borç ödeme maliyetleri oldukça yüksek. Ancak gelişmekte olan ülkelerdeki büyük ekonomilerin çoğu, para birimlerine bir miktar koruma sağlayan yüksek reel faiz oranlarına sahip.

ING Raporu Türkiye’yi içermiyor, ama önemli değil, çünkü geçen Perşembe günü yayınladığımız GADT Raporu’nda ifade ettiğimiz gibi, TCMB’nin faiz indiriminde abartıya kaçmadığı bir senaryoda, dolar/TL 2025 değer artışının %15’le sınırlı kalacağını ifade ettik.

Petrol fiyatlarından milli piyango çıkabilir

Daha önceki raporumuzda CNBC.com'da yayınlanan 2025 yılı içinde Brent'in \$40/varile kadar düşebileceği senaryomuzu hatırlatarak başlayalım. Petrol fiyatı konusunda bir dizi rapor okuduk, [bize en makul geleni paylaşıyoruz](#):

2025 yılında petrol fiyatlarının düşüş eğilimi göstermesinin temel nedenlerinden biri, küresel talep büyümesinin yavaşlamasıdır. Petrol piyasası, salgının tüketim üzerindeki etkisinden henüz tam olarak kurtulamadı ve talep büyümesinin önümüzdeki yıl da zayıf kalması bekleniyor. OPEC'in son tahminine göre, küresel petrol talebinin 2025 yılında günde sadece 1,5 milyon varil artacağı tahmin ediliyor. Bu rakam, önceki tahminlerdeki günlük 1,6 milyon varil seviyesinden daha düşük. Bu artış, özellikle OPEC+'ın üretim kesintilerini gevşetmesi ve ABD, Brezilya ve Kanada gibi diğer büyük üreticilerin üretimi artırmaya devam etmesi halinde, arzdaki patlamayı dengelemek için hala yetersiz.

Piyasada aşırı arz olasılığı özellikle petrol fiyatları açısından endişe verici. OPEC+ dışındaki ülkeler son yıllarda üretimi artırarak küresel ham petrol bolluğuna katkıda bulundu. Örneğin ABD kaya petrolü üreticileri üretimlerini artırdı ve Brezilya ve Guyana gibi ülkelerin petrol üretimlerinde önemli artışlar görüldü. Artan petrol arzı, zayıf taleple birleşince dengenin bozulması ve fiyatların düşmesi riski ortaya çıkıyor.

Piyasa analistleri arasındaki fikir birliği, petrol fiyatlarının zorlu bir yıla doğru ilerlediği yönünde. OPEC+ üretim kesintilerini gevşetirse bile analistler petrol fiyatlarının baskı altında kalmasını bekliyor. Citibank'ın enerji stratejisti Francesco Martoccia, piyasanın 2025'te günde 1,6 milyon varile kadar fazlayla "önemli" bir stok artışı yaşayacağını öngörüyor. Bu fazlalık gerçekleşirse, OPEC+ üretim kısıtlamalarını sürdürmeye devam etse bile petrol fiyatları ciddi bir aşağı yönlü baskıyla karşı karşıya kalabilir.

Citi analistleri, Brent ham petrolünün 2025'te varil başına ortalama 60 dolar olacağını ve bunun da mevcut fiyat seviyelerinin çok altında olacağını tahmin ediyor. Ancak bazı analistler daha da kötümser; OPEC+ kesintilerinin sona ermesi ve piyasanın aşırı arz nedeniyle piyasanın petrole boğulması durumunda fiyatların varil başına 40 dolara kadar düşebileceğini öngörüyor.

Türk- Amerikan ilişkileri: Dört acil dosya

Halkbank dosyası

[Halkbank savunma ekibi](#) bir kez daha ABD kanunlarının diğer devletlerin yargılanmasını yasakladığı gerekçesiyle, davanın düşürülmesi için dilekçe verdi ve temyiz bu görüşü reddetti. Dava, yeniden New York Federal mahkemesine iade edildi. Hukuk uzmanı değiliz, fakat Halkbank'ın artık ABD Anayasa

Mahkemesi'nden dönen argümanı ısıtarak ABD'de hukukun tanıdığı tüm temyiz imkanlarından sonsuz yararlanma çabasını bir anlamda davayı kaybedebileceği kaygısının işareti olarak görüyoruz. Bir başka deyişle, Halkbank zamana oynuyor. İlk döneminde olduğu gibi, Erdoğan-Trump arasındaki dostluk ilişkisinin suçlu bulunsa da hafif cezalarla bu skandalı geçiştirmesini bekliyor.

Bu görüşe karşı değiliz. Ancak, Erdoğan eğer Trump'tan Halkbank konusunda "kıyak" bekliyorsa, yeni başkanın "suyuna gitmek" zorunda kalacak. Bizce Erdoğan bu konuda taviz vermeye hazır.

Ancak ortada iki pürüz var. İlkin, Trump ve Kabinesi yalnız Batı Yakası (Şeria) değil, Gazze'yi de İsrail'e teslim etmekte beis görmüyor. Bizce İsrail Hizbullah'la barış anlaşması imzalarsa, Arap ülkeleri Filistin'i, unuttur gider. Erdoğan'ın da aynı yolu izleyeceği kanaatindeyiz, ancak bu çok riskli bir tahmin. Özellikle, 2025 yılı sonlarına doğru anayasa referandumu veya erken seçiminin gündeme geldiği bir ortamda, Yeniden Refah'tan gelecek baskı Erdoğan'ın İsrail karşıtı söylemini yüksek perde tutarak ABD'yle ilişkileri bozabilir.

Erdoğan Trump'ın İran'a maksimum baskı uygulama niyetinden daha rahatsız, ama Türkiye'nin Irak ve Suriye'de emellerini gerçekleştirmesine en büyük engelin İran olduğu göz önüne alındığında, Erdoğan'ın İran'a Trump yönetimini rahatsız edecek ölçüde destek vermeyeceğini düşünüyoruz.

HAMAS Türkiye'de mi?

Katar'ın HAMAS yöneticilerini sınır dışı edip temsilcilik bürosunu kapattığı haberi Katar tarafından yalanlandı. Ardından, İsrail basını ve İsrail'e yakın duran Batı medyasında HAMAS üst düzey yöneticilerinin Türkiye'yi mesken tuttıkları haberi yayıldı. ABD sözcüleri sert bir tepki gösterdi. Gerek Türk gerekse Arap basınında bu iddiayı doğrulayan [bir kanıt bulamadık](#).

Ankara'nın ABD onayı olmadan HAMAS'a kalıcı bir üs kurma izni vermeyeceği kanaatindeyiz. Ancak, Ankara'nın Katar yerine ABD ve İsrail'le HAMAS arasında arabuluculuk rolünü üstlenmeye hazır olduğunu biliyoruz. Bizce, Netanyahu buna izin vermez. Bu konunun unutulup gitmesi muhtemel, fakat Trump Kabin'e'sinde İsrail hayranı bir dizi isim yer aldığı için, istihbarat servisleri Türkiye'yi sıkı markaj altında tutacak.

S-400 dosyasında önemli gelişmeler var

Daha önce de öngördüğümüz gibi, Ankara S-400'ler karşılığında F-35 programına dönmeye sıcak bakıyor. Trump ABD savunma sanayinin bir numaralı amigosu. Eğer Türkiye F-35 programına geri dönerse, 100

uçak sipariş vermeyi planlıyor. Bu Trump'ın ağızını sulandırır. Ama, Rusya'nın itiraz etmeyeceği bir çözüm nasıl bulunacak? Bu soruya somut cevap verecek durumda değiliz, fakat Trump'ın itmesiyle Ukrayna'da bir barış ya da kalıcı ateşkes ardından Rus-ABD ilişkilerinin düzelmesi, S-400 sorununun da halledilmesini kolaylaştırır. Bu bahiste temkinli bir iyimserlik içindeyiz.

Suriye konusu

Trump ilk döneminde Suriye'den askeri çekmekte çok karalıydı. Halihazırda da seçim kampanyasının temelinde "yabancı ülkelerde savaştan uzak durmak" doktrini yatıyor. Zaten, anlaşma gereği Irak'tan askerlerini çekince, Suriye'deki birliklerini lojistik olarak desteklemek zor olacak. Bu arada, Ankara da Trump'a cazip gelecek bir teklif yapmış. Irak ve Suriye'de ABD askerinin IŞİD'le mücadele oynadığı görevi üstlenmek. Yani, sınır bölgesini tamamen kontrol altında tutarak IŞİD'in sınırdışı terör girişimlerini engellemek. Bu oldukça zor bir proje, çünkü İsrail itiraz eder. Ek olarak, Suriye'de en az iki tugay asker bulundurmaya gerektirir. Ayrıca, Kürt hayranı Mike Waltz kabinede oldukça, Türkiye'nin IŞİD'i bastırma bahanesiyle PYD-YPG'yi ezip geçmesine izin çıkması da kolay değil. Temel senaryomuz değil, ama ortada bir çözüm var.

Belki Bahçeli bu gerçeği sezdi, ve Erdoğan'ı Kürtlerle barış yapmaya zorluyor. PYD-YPG'yi ağır silahlardan ve PKK militanlarından arındırarak, geçmişte Irak Kürtleriyle kotardığımız benzer bir dostluk (hamilik) ilişkisi kurmak. Bu olabilir fakat ne kadar gerçekçi? Erdoğan'ın DEM ve Kürtlere karşı çok katı tutumunu göz önüne aldığımızda karar veremiyoruz.

Bizce Erdoğan açısından optimal senaryo, bir an önce TSK'yı Suriye'ye gönderip, PYD-YPG'ye iyi bir ders vermek, ve ardından Trump gözetiminde bir barış anlaşmasına razı etmek. Bu aşamada Suriye dosyasının ikili ilişkilerde sorun çıkartacağından emin değiliz, ama Türkiye'nin istediğini elde edebileceğini de garanti edemiyoruz.

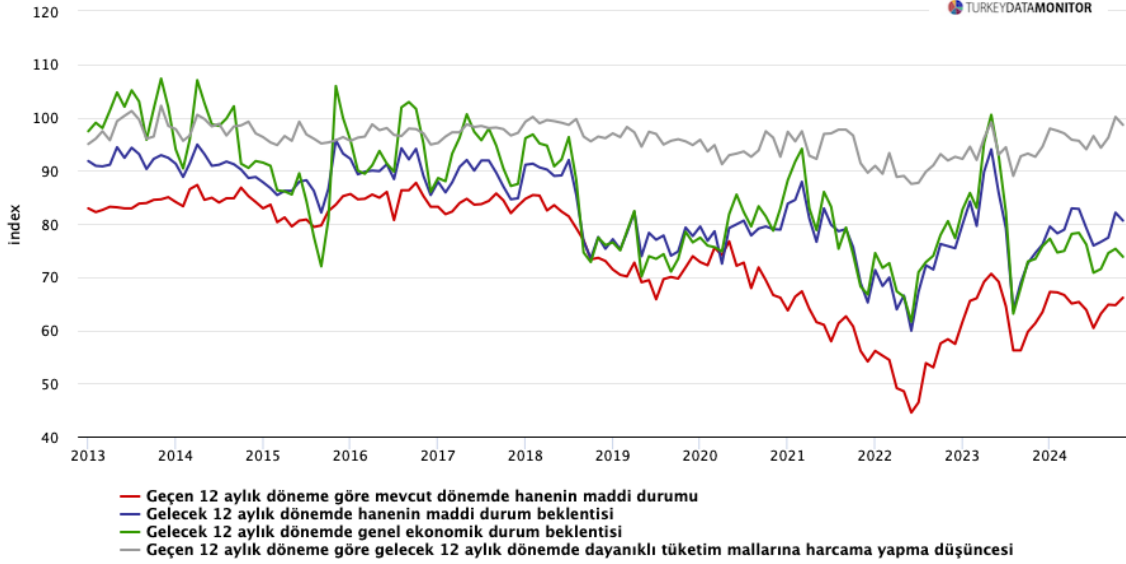
TCMB Aralık'ya faiz indirimine yeşil ışık yaktı

TCMB PKK metni okuduğumuz tüm kaynaklarda oldukça güvercince olarak yorumlandı. Bu yoruma neden olan metin değişikliklerini özetleyelim:

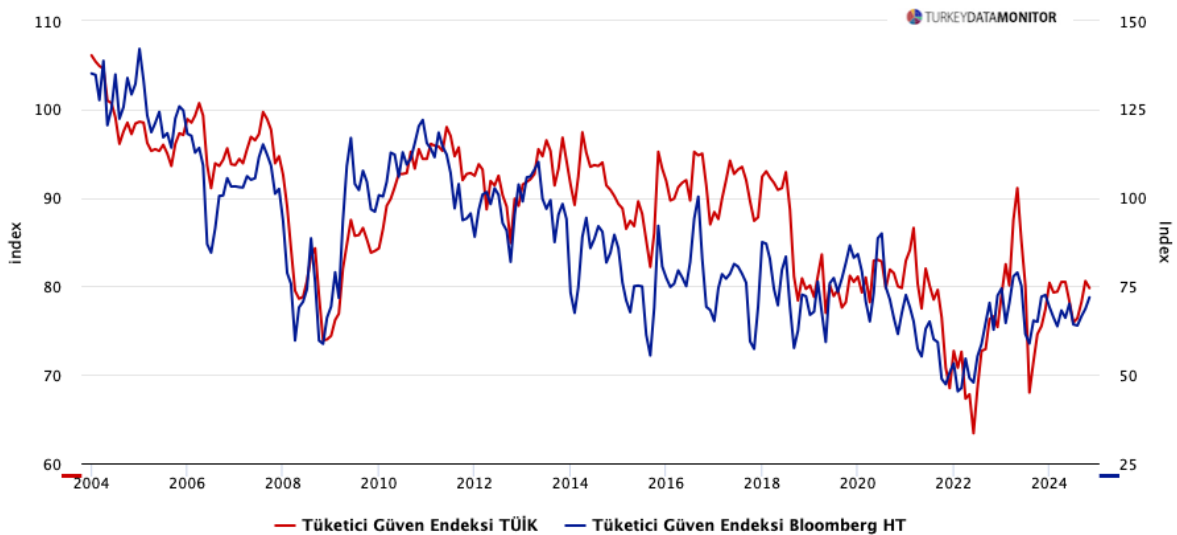
- İlk, TCMB'nin enflasyon dinamiklerinin Ekim ayında iyileştiğine dair gözlemi doğru, fakat tek bir ayın verisine güvenerek kalıcı bir gerilemeden söz etmek biraz aceleci kaçıyor. Yine de Dr Murat Üçer'e göre, Kasım enflasyonu Ekim'e nazaran gerileyerek, TCMB'nin rahat nefes almasını sağlayacak.

- TCMB 3Ç'de iç talebin faiz indirimine alan açacak derecede yavaşladığını kaydediyor da, biz verilerde bunu göremiyoruz. Ağustos ve Eylül perakende satışları adeta patladı. İç talebin oldukça yüksek korelasyona sahip bir öncü göstergesi olduğunu düşündüğümüz SAMEKS Ekim bileşik PMI 50'nin altında kalmasına rağmen, A/A yükseldi. Gerek BloombergHT, gerekse TUIK tüketici güveni oldukça yüksek düzeyde seyrediyor.

TÜİK Tüketici Güven Endeksi: Alt Kalemler (mevsimsellikten arındırılmış)

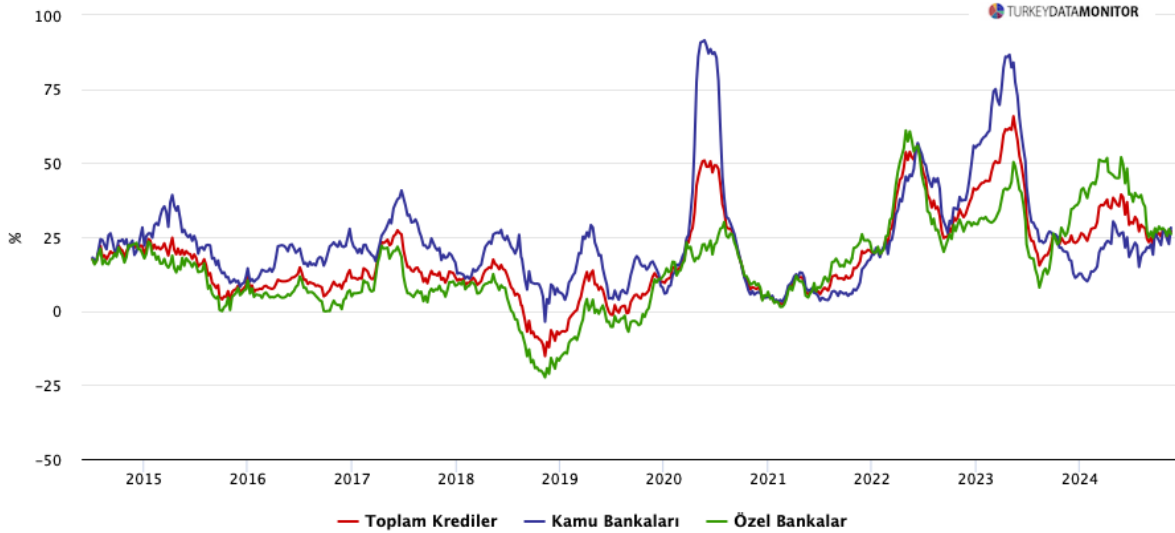


Tüketici Güven Endeksleri: TÜİK vs Bloomberg HT



Kredi hacmini de aşağıda grafiksel olarak verdik, ama itiraf edelim kredi trendiyle ekonomik aktivite arasında bağlantı tam da çözemediğimiz nedenlerden dolayı gevşedi. Bizim kanaatimiz iç talebin güçlü seyrettiği ve sene başı zamları ile ivmelenip TCMB'yi yalancı çıkartacağı yönünde.

Kredi Büyümesi: Kamu ve Özel Bankalar (13-haftalık yıllıklandırılmış büyüme, kur etkisinden arındırılmış)



- Metinde TCMB'nin yüksek ve katı hizmet enflasyonuna dikkat çektiği bölüm yumuşatıldı, ve bir kısmı da çıkartıldı. Neden? Bilemiyoruz, elimizde bu görüşü teyit edecek bir veri mevcut değil.
- Metinde ayrıca para ve maliye politikası arasında koordinasyonun da dezenflasyona destek vereceği ifade ediliyor. Sadece güldük. Siz gülmediyseniz, Eylül merkezi bütçe trendlerinin grafiği aşağıdadır.

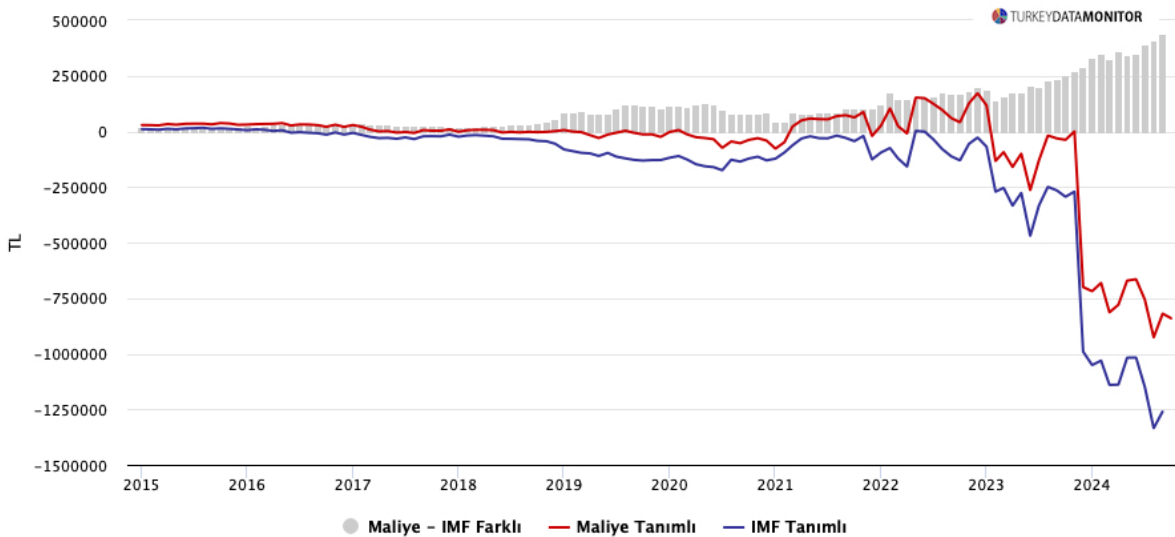
Merkezi Yönetim Bütçesi: 2023-2024
(milyar TL)

	Eki.			Oca.-Eki.			Bütçeye oran olarak; %	12-Aylık Toplam		2024	
	2024	2023	(%)	2024	2023	(%)		Eki. 24	Eyl. 24	Bütçe	OVP
Merkezi Yönetim Gelirleri	769.2	473.8	62.4	6.853.8	3.913.7	75.1	81.2	8.150.6	7.855.1	8.437.1	9.064.7
sak: Genel Bütçe Gelirleri	750.1	463.7	61.7	6.677.5	3.828.9	74.4	80.1	7.945.8	7.659.5	8.332.8	...
Vergi Geliri	643.6	409.4	57.2	5.777.7	3.391.5	70.4	78.0	6.887.1	6.652.9	7.407.7	7.605.5
sak: Gelir Üzerinden Alınan Vergiler	172.8	84.4	104.8	1,861.5	1,035.0	79.9	75.5	2,306.8	2,218.4	2,464.6	...
Gelir Vergisi	159.7	72.2	121.2	1,176.3	534.6	120.0	98.9	1,335.7	1,248.2	1,188.9	...
Kurumlar Vergisi	13.2	12.2	7.9	685.2	500.4	36.9	53.7	971.1	970.2	1,275.7	...
Mal ve Hizmet Üzerinden Alınan Vergiler	293.0	183.4	59.8	2,292.7	1,260.4	81.9	89.8	2,660.9	2,551.3	2,552.5	...
sak: KDV	105.4	63.5	...	799.2	404.8	97.4	96.7	899.8	857.9	826.6	...
ÖTV	139.0	97.4	42.7	1,137.8	708.9	60.5	81.0	1,357.1	1,315.5	1,403.9	...
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	142.3	118.7	19.9	1,278.0	863.0	48.1	67.1	1,510.1	1,486.5	1,904.2	...
Vergi Dışı Gelirler	125.6	64.3	95.3	1,076.2	522.3	106.1	104.5	1,263.5	1,202.2	1,029.4	1,459.2
Giderler	955.5	569.2	67.9	8.114.1	4.521.8	79.4	73.2	10.177.8	9.791.5	11.089.0	11.213.1
Faiz-Dışı Giderler	819.3	502.4	63.1	7.065.2	3.984.1	77.3	71.8	8.991.9	8.675.1	9.835.0	9.915.4
sak: Personel (sosyal güvenlik primleri dahil)	270.6	152.2	77.8	2,523.9	1,250.1	101.9	88.1	2,784.1	2,665.7	2,865.9	3,011.0
Mal ve Hizmet Alım Giderleri	63.1	48.4	30.5	517.6	322.4	60.6	76.1	648.1	633.3	679.8	772.8
Cari Transferler	350.2	202.7	72.7	3,090.5	1,826.8	69.2	72.4	3,637.4	3,490.0	4,266.7	4,011.4
sak: Sosyal Güvenlik	126.6	68.3	85.5	1,239.9	692.6	79.0	79.5	1,449.7	1,391.3	1,559.1	...
Mahalli İdare Payları	86.7	44.4	95.4	660.3	373.1	77.0	78.4	787.1	744.7	842.8	...
Görev Zararları	38.3	34.4	11.3	310.3	198.5	56.3	46.2	373.4	369.5	672.2	...
Hane Halkına Yapılan Transferler	19.6	25.3	-22.6	171.8	211.3	-18.7	74.0	213.2	218.9	232.2	...
Sermaye Giderleri	103.9	60.1	72.8	636.8	296.5	114.8	80.8	883.3	839.5	787.9	1,092.6
Sermaye Transferleri	9.2	29.0	-68.3	61.7	162.8	-62.1	8.6	757.0	776.8	720.8	724.1
Borç Verme	22.3	10.0	123.1	234.8	125.7	86.8	78.6	282.1	269.8	298.5	303.4
Faiz Giderleri	136.2	66.8	103.9	1,048.9	537.7	95.1	83.6	1,185.8	1,116.4	1,254.0	1,297.8
Bütçe Dengesi	-186.3	-95.5	...	-1,260.3	-608.1	...	47.5	-2,027.2	-1,936.4	-2,651.9	-2,148.4
Faiz Dışı Denge	-50.1	-28.7	...	-211.4	-70.4	...	...	-841.3	-819.9	-1,397.9	-850.7
Bilgi için:											
TÜFE Enflasyonu	...	...	48.6	...	...	61.8	...	...	...	...	...

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Turkey Data Monitor.

1/ Lineer interpolasyon, Oca-Eki/Oca-Ara rakamlarının %83 civarında olduğuna işaret ediyor.

Merkezi Yönetim Faiz Dışı Dengesi (milyon TL, 12-aylık toplam)



Bu rapordaki veriler düzenli bir şekilde halka açık kaynaklardan elde edilip, yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek üzere hazırlanmıştır. Rapordaki bilgilerin kullanımından doğacak sorumluluklar, ve olası zararlardan belge yazarı sorumlu tutulamaz. Bu yayın iznimiz olmadan, kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.

En son ve en önemlisi, TCMB Fed gibi olası bir faiz indiriminin parasal gevşeme değil, düşen enflasyonla politika faizi arasındaki makası sabit tutma girişimi olacağını hatırlatıyor. Eğer TCMB enflasyon beklentilerinde Piyasa Katılımcıları anketi değil, TUBA veya sektörel enflasyon endekslerini dikkate alsaydı, bu görüş tamamen yanlış olurdu.

Sonuçta, Dr Üçer ve okuduğumuz aracı kurum raporlarına göre, Aralık'ta mütevazı bir faiz indirimi masada.

Eğer bu faiz indirimi 250 baz puan veya altında olacaksa, kur dinamiklerine ve dövizden TL'ye geçiş sürecine engel olmaz. 500 puan türünden faiz indirimlerinin psikolojik olarak dövize talep getirebileceğini söyleyelim.

Öte yanda, hafta başında carry trade'ı bozup Borsa'da büyük çalkantıya sebep olan sıcak paranın yeni yılda, TCMB'nin her şok senaryosunda döviz kurunu istediği şekilde yönlendireceğini kavrayıp, SWAP kanalı yanında getirilerinin düşmesi olası devlet tahvillerine de güçlü talep göstereceği kanaatindeyiz. Bir anlamda kur istikrarı garanti de, enflasyonla mücadelede yine boş geçeceğimiz bir yıla girmek üzereyiz.

Bizce faiz indiriminin konuşulacağı tarih, yeni yıl zamlarının enflasyona geçişkenliğinin görüleceği Mart ayı olmalıydı, maalesef dünya bizim istediğimiz yönde dönmüyor.

Atilla FÖŞ Yeşilada

Istanbulanalytics

<http://www.paraanaliz.com/>

<http://www.istanbulanalytics.com/>

ÖNEMLİ: Bu gönderiyi başkaları ile paylaşmayalım lütfen. Raporlarımıza abone olmak isteyen dostlarınız istanbulanalytics@gmail.com'a e-posta atarak abonelik şartlarımızı öğrenebilir. Fikri emeğimize saygınız için şimdiden teşekkür ederiz.