

**Kısaca;** 2011 yılı tarihe Kara Kuğular yılı olarak geçecek. Küresel stratejistlerin çoğu 2011 yılında Lehman sonrası toparlanmanın kök salacağını ve riskli varlıklarda uzun soluklu bir ralliye yol açacağına inanıyordu. Yanıldılar, daha da kötüsü geçen yılın Kara Kuğularının bazıları (Arap Baharı ve AB krizleri) global ekonomide yuva yapmaya karar verdi. Bu nedenle bu seneye çok daha temkinli yaklaşırlarken, ikiye bölünmüş bir yıl öngörülüyor. İlk yarıda fiyatlamaya tamamen Euro-krizinin seyrine bağlı olacak. İkinci yarıda ise krizin çözülmesi muhtemel, bu durumda küresel büyüme fiyatları belirler.

İlk yarı bağlamında, Türkiye hakkında genel kanaat negatif. Artan bölgesel siyasi riskler, TCMB'nin deşifre edilmesi çok güç para politikası ve AB'ye kredi ve ticaret kanalı ile çok yakın bağlanmak piyasalar üstünde gölgesini hissettirecek. İlk yarıda TL cinsinden varlıkların benzerlerinin ortalamasının altında performans göstermesi en olası senaryo. Ancak, bir noktayı vurgulamak şart. Ekonominin dokusu ve temelleri çok sağlam. En kötü senaryoda Türkiye'de büyüme ve piyasalar darbe yerse de, toparlanma Lehman krizi sonrası gibi çabuk ve güçlü olacak. Kısa vadede görünümü çok iç açıcı olmayabilir, ama ekonomiyle ilgili uzun vadeli öngörüler ve temel veriler hala çok sağlam. AB krizinde yılın ilerleyen aylarında düzelleme beklentisinin doğal uzantısı piyasalarımızın yılın ikinci yarısında güçlü ralliler sergilemesi olur. Bu raporda sözü edilen 1Y2012 satış dalgasının gerçekleşmesi, 2008 Lehman Krizinden bu yana Türkiye piyasasına girebilmek için en iyi fırsat olur.

## Politik riskler artıyor

Türkiye'de siyaset sahnesi her zamanki gibi kaotik ama siyasi istikrar AKP'nin anketlerde %55'e varan desteği sayesinde daha uzun yıllar güven altında. Siyasi istikrar algılamasının azalabileceği tek senaryo 2012 sonunda veya 2013 başında yeni anayasanın rekabetçi bir halkoymasına sunulması olur. Siyaset uzmanları AKP'nin yeni anayasada güçlü başkanlık sistemine ısrarlı olacağı ve dört partili komisyondan uzlaşma çıkmayacağını öne sürüyor.

Bu durumda tek yol 12 Eylül benzeri bir referandum. 2009 yerel seçim tecrübelerine göre AKP'nin oylarının resesyon yıllarında gerilediğini bildiğimiz için, 2012 sonunda yapılacak bir oylama sonuçları da ekonomi ve piyasalarda kaygı yaratacak ölçüde muğlak. Böyle bir referandum AKP'nin oyunu planı içindeyse, 2012 yıl boyunca bütçede sıkılaştırma beklememek lazım.

Yine de daha yakın ve olasılığı yüksek tehlikeler, İran-Batı gerginliğinden, ve Suriye-Irak'da yaşanan karmaşadan kaynaklanıyor. ABD-AB ve İran çok tehlikeli bir oyuna girdi. Batı, İran'ın nükleer silah üretme kapasitesine çok yakın olduğundan emin. Bu sonucu engellemenin tek yolu ise ekonominin belini kıran yaptırımlar olduğunda hem fikir. İran ise artık Batı'nın rejimini devirme peşinde olduğunun kaygısı içinde. Kurtuluş için tek çareyi hızla nükleer silaha kavuşmakta görüyor. Bu zıt

algılamalar yüzünden yılın önemli bölümünde söylemler sertleşecek, Hürmüz Boğazı'nda kazalar olabilir. Petrol fiyatları yüksek seyredecek. Yıl sonuna doğru ise İsrail ve/veya ABD'nin İran'ın nükleer tesislerini vurması inkar edilemeyecek kadar güçlü bir senaryo. Türkiye İran'la olan siyasi ve 15 milyar dolara varan ticari ilişkisi ile ABD ile gittikçe sıkılaştıran ittifakı arasında sıkışmış durumda. Ekonomik yaptırımlardan zarar görebilir. İran'a bir saldırı halinde, İran'ın desteklediği terör örgütlerinin Türkiye'deki Batılı hedeflere saldırması da bir olasılık.

Esat'ın kendi adamları tarafından devrilmemesi halinde Suriye'deki iç savaş Irak'a da sıçrayacak ve bölgesel bir mezhep çatışmasına dönüşecek. Şimdiden Ankara'ya Suriye'de güvenli bölge oluşturması için baskılar başladı. Erdoğan'ın uzun süre Suriye'deki soykırıma ve bu baskılara sessiz kalması çok zor. Krizin Irak'a sıçraması halinde, Ankara ayrıca Kürtleri Araplardan, ya da Türkmenleri etnik çatışmaya karşı silahla korumak zorunda kalabilir. Suriye-Irak'ta çatışmalar PKK ve pan-Kürdizm'in azması gibi olasılıklarla yatırımcı psikolojisini olumsuz etkiliyor. Ama, daha büyük bir risk bu iki ülke ile ticaretin azalması, hatta diğer Orta Doğu ülkelerine giden yolların kapanması.

En son olarak da Türkiye Güney ve Güney Doğu'da sınırı güvenceye almak ve azan PKK tehdidine karşı askeri harcamaları gözle görülür boyutta artırmak zorunda kalacak.

## Ekonomi: Dış finansman çok çetin bir sorun

Türkiye 2011 yılında akıllara durgunluk verecek güçte bir büyüme sergiledi ancak bu büyüme iyi yönetilmedi. Yıl sonuna geldiğimizde her an kontrolden çıkabilecek bir enflasyon ve kısa vade dahi sürdürülmesi güç bir cari açık oranı ile baş başayız. (Tablo 1.)

Bu sorunları AB'den gelen ticaret ve kredi şokları devamlı gündemde tutacak. Türkiye'nin 2012 yılında itfa etmesi gereken 130 milyar

dolar civarında dış borcu ve en az 65 milyar, ve belki de 75 milyar dolar cari açığı olacak. Halbuki, AB'de resesyon başladığı için ihracatı artırmak güç olacak. İhracat sorununa Irak-Suriye'de daralması olası pazarı da ekleyebiliriz. En nihayet, Avrupa bankaları artık kredi işinden çekiliyor. Basel III'ün getirdiği sermaye koşulları bankaların kredi vermesini karsız kalıyor. Euro 120 milyar sermaye artırmak zorunda olan ve bilançolarındaki PIIGS DİBS'leri donan Avrupa bankaları iki yıl içinde 2 trilyon Euro civarında varlık satarak daralacak (delveraging).

Türkiye'nin küresel kredi pazarından dışlanması diye bir durum söz konusu

değil, ama büyümek için gerekli 65-75 milyar doları bulması çok zor. Bu yüzden TL'nin 2012 yılında da döviz sepetine karşı %7-% 8.5 civarında değer kaybedeceğini düşünüyoruz.

Dış finansman yükümlülüklerini azaltarak hem spot döviz piyasasında baskıları azaltmak, hem de yatırımcıya güven vermek şart. Bunun yolu da çok sıkı bütçe ve para politikaları uygulamak. 2011 bütçe gerçekleştirmeleri görünürde çok başarılı. Yılı çok az bir açıkla kapatacak. Ancak, bu performans yeterli değil. Özel sektör tasarruf açığı verdiğine göre kamu tasarruf fazla vererek cari açığın dengelenmesine yardım etmek zorunda. Hesabımıza göre cari açığı sürdürülebilir boyuta

Tablo 1. Finansman Tablosu: 2008-2012 (milyar \$)

	2008	2009	2010	2011 (e)			2012(f)
				Oca-Eki	Kas-Ara	Tüm Yıl	
Finansman İhtiyacı	84.9	62.4	93.7	98.4	16.5	114.9	110.1
Cari Açık	42.0	14.0	47.1	65.1	9.1	74.1	68.4
Borç Servisi (orta-uzun vadeli)	42.9	48.4	46.6	33.3	7.4	40.7	41.7
Kamu	10.6	6.7	8.5	7.8	0.6	8.4	7.6
sak: IMF	1.9	0.7	2.2	2.1	0.7	2.8	2.0
Dış Borç Senetleri	3.4	1.9	2.6	1.8	0.0	1.8	2.4
Özel	32.3	41.7	38.1	25.5	6.8	32.3	34.1
Bankalar	7.2	7.6	6.7	5.9	0.7	6.6	7.9
Diğer sektörler	25.1	34.0	31.4	19.6	6.1	25.7	26.2
Finansman Kaynağı	84.9	62.4	93.7	98.4	15.7	114.1	109.2
Doğrudan Yatırımlar (net)	17.0	6.9	7.6	9.8	2.2	12.0	10.0
Portföy (özel sektör; net)	-0.5	0.1	1.3	4.0	1.0	5.0	4.5
Borçlanma (orta-uzun vadeli)	65.2	35.4	54.5	49.5	11.7	61.2	69.7
Kamu	7.8	6.9	24.1	17.2	6.4	23.6	21.0
sak: IMF	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Borç Senetleri 1/	-1.1	2.0	17.4	13.2	5.3	18.5	17.0
o/w: Yurtiçi (TL) Senetler (net)	-5.1	-1.7	10.7	9.0	5.0	14.0	12.0
Özel	57.4	28.6	30.3	32.3	5.3	37.6	48.7
Bankalar	7.7	5.7	7.2	9.5	-1.5	8.0	11.9
Diğer sektörler	49.7	22.9	23.1	22.8	6.8	29.6	36.8
Kısa vadeli (net) 2/	4.3	-4.5	15.5	12.9	1.1	14.0	15.0
Bankaların Döviz Varlıkları (net) 3/	-6.8	19.6	23.6	10.8	1.0	11.8	11.0
Sermaye Transferleri	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Hata Noksan 4/	4.7	5.1	4.1	13.1	0.0	13.1	0.0
Rezerv Varlıklar ('-' = rezerv birikimi)	1.1	-0.1	-12.8	-1.7	-1.3	-3.0	-1.0
<b>Memo:</b>							
Kamu (net) 5/	2.2	1.8	4.9	0.4	0.8	1.2	1.4
IMF'den gelen sermaye girişi (net)	-1.9	-0.7	-2.2	-2.1	-0.7	-2.8	-2.0
Özel (net)	25.2	-13.1	-7.8	6.8	-1.5	5.3	14.6
Kısa vadeli (tümü) 6/	2.2	20.1	43.2	36.9	2.1	38.9	26.0
Kısa vadeli (tümü, portföy akımları dahil)	-2.8	20.4	59.3	52.4	8.3	60.7	45.1

Kaynak: TCMB, Hazine ve GlobalSource

1/ Yurtdışı yerleşiklerin elindeki kağıtlar ile eurobondlar dahil (net)

2/ 2010 Ekim sonu itibarı ile kısa vadeli krediler \$55 milyar seviyesindedir.

3/ Diğer varlık ve yükümlülükleri içermektedir; (+) yurtdışından varlık kullanımı ya da içeride yükümlülük birikimi anlamına gelmektedir.

4/ Projeksiyonlarımız için net hata noksanı 0 kabul ediyoruz, geçmiş dönem datalarını ise koruyoruz.

5/ Yurtiçi senetleri hariç

6/ Kısa vadeli, net hata noksan ve bankaların döviz varlıkları dahil

indirebilmek için en az GSYİH'nin % 3'ü civarında bütçe fazlası şart, daha fazlası daha da iyi olur. Fakat yukarıda bahsettiğimiz siyasi gerekçelerden dolayı Ankara'nın bu boyutta bir harcama daralmasına razı olması imkansız. (Grafik 1.)

Para politikasını artık hemen hiç kimse anlamıyor. Halen uygulanan %12 civarında çok yüksek faiz cari açık ve enflasyonla mücadelede doğru seçim, ama TCMB'nin bu politikası sadece kuru istikrara kavuşturmak için uygulandığı görünümünü veriyor. Bir başka deyişle, kur istikrara kavuşunca, TCMB yine faizi indirerek talebe destek verecek. Özetle Ankara henüz AB'den kaynaklanan krizin ekonomide yaratacağı sorunlara tam vakıf değil. Bu yüzden de bütçe ve para politikası yıl boyunca "reaktif" kalacak. Yani piyasaların önünden gitmek yerine, olumsuz gelişmelere geriden tepki verecek. (Tablo2.)

Türkiye ekonomisinde hane halkı ve özel sektörün kaldıracı artıyor, ama hala gelirler ve varlıklara göre çok düşük. Son üç yılda 3.5 milyon yeni iş açıldı. Ücretler yükselirken iş dünyasında sonsuz bir kendine güven var. İnşaat sektöründe kamu harcamalarının gelir çarpanı çok yüksek. Böyle bir ekonomi kendi başına yavaşlamaz. Para ve bütçe

politikası da bu görevi yapmayacağına göre piyasalar yapacak. Yani TL değer kaybederken, kredi, mevduat ve DİBS faizleri hızla artacak.

Sonuçta 2012'de büyümenin %1.5-2 düzeyini aşması çok zor. Yılın birinci yarısında çıktı daralabilir bile. Ama, enflasyondaki kayda değer kazanım mümkün değil. Çünkü, enflasyonist dinamikler artık davranışlara girdi. Geriye dönük ücret belirleme politikası ve TL'nin değer kaybı da yapısal enflasyona destek verecek. Sene sonunda TÜFE'nin %7.5-8'in altına inmesi çok zor. (Grafik 2.)

Ekonomideki sert yavaşlamaya rağmen cari açık GSYİH'nin %8'inin altına düşmez. Bu çok tartışma yaratan bir tahmin, ama IMF de bizim gibi düşünüyor. Dış açıkta enerjinin çok yüksek payı ve enerji talebinin gelir elastikiyetinin düşük olması ve ihracatın içinde ithal madde oranının %70'leri aşması cari açığın hızla daralmayacağına başlıca göstergeleri. Zaten matematik olarak da cari açığın çok daralması zor. Bunun gerçekleşmesi için ihracatın ithalata nazaran %40 daha hızlı büyümesi lazım. Bu Türkiye tarihinde pek alışılmamış bir durum. Eğer böyle bir performans yakalaysaydık, zaten ihracata dayalı büyüme modeli kurmuş olurduk.\* (Tablo3.)

## Küresel piyasa senaryosu: Çoklu denge

Yılın ilk yarısında fiyatlamaları AB krizi belirleyecek. Bu sene dünya büyümesinin %4'den %3.25'ler seviyesine gerilemesini bekliyoruz, ama düşük büyüme riskli varlıklarda ralliye engel değil. Zaten, MSCI GOP indeksi ve EMBI spread seviyesi kısa ve sığ bir resesyonu iskonto etmiş durumda. Bir başka deyişle, şu andaki fiyatlar İkinci Dip ve petrolede 150 dolar senaryosu hariç her türlü ekonomik risklere göre ucuz. Bu iki senaryonun gerçekleşmesi olasılığı çok yüksek değil.

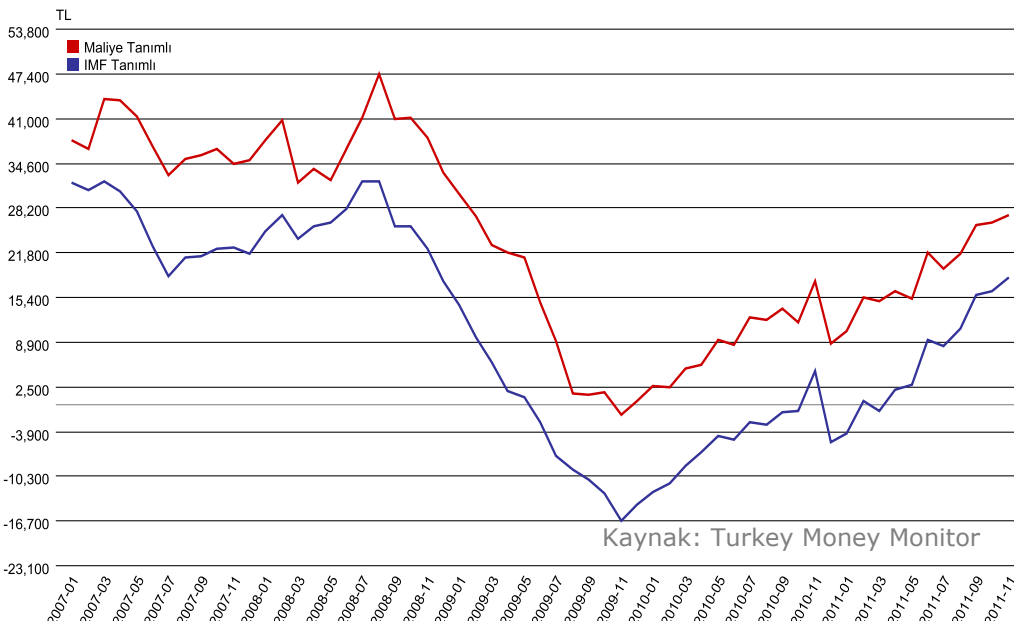
Ama, AB'nin ikili krizi hem psikolojik, hem AB'deki resesyona küresel ticarete olumsuz etkisinin sonucu olarak, hem de Avrupa bankalarının kredi verememesiyle tüm dünyayı etkiliyor. Merkel ve AMB artık krizin çözülmesi için her şeyin yapıldığı kanaatinde. Mali Birlik Paketi'nin yürürlüğe girmesi ve EFSF/ESM artı uzun vadeli AMB-Fed fonlamasının oluşturduğu Yangın Duvarları ile krizin biteceğine, zaman içinde yatırımcıların da ikna olup PIIGS DİBS pazarına geri döneceğini varsayıyorlar. Buna iyi huylu denge diyoruz.

Ama bir de kötü huylu denge var. O da yatırımcıların asla tedbirlere ikna olmayıp, DİBS pazarından uzak durması. Bu denge için de çok güçlü gerekçeler var:

- Derinleşen resesyona ortasında kemer sıkmanın kamu borcunu azaltmak yerine deflasyon sonucunu vereceğini Yunanistan, Portekiz ve İrlanda örneklerinde görüyoruz.
- Fransa'nın kredi notunun indirilmesi halinde EFSF/ESM Yangın Duvarı görevini ifa edemez.
- Avrupa bankaları AMB'dan gelen fonlamaları DİBS alımı için değil, bu sene itfa olacak 700 milyar Euro civarında bono ve tahvillerin yerini kapatmak için kullanıyor.

\* Zaman kısıtlamaları nedeniyle veri setimiz 30 Aralık 2011 tarihinde son eriyor.

Grafik 1. Merkezi Yönetim Faiz Dışı Dengesi (milyon TL. 12-aylık toplam)



Tablo 2. Seçilmiş Makro Göstergeler: 2007-2012

	2007	2008	2009	2010	2011f	2012f
Büyüme (GSYİH; %)	4.7	0.7	-4.8	9.0	8.3	1.7
GSYİH (mlr YTL)	843	951	953	1105	1274	1420
GSYİH (mlr \$)	647	730	614	736	760	721
TÜFE (%)						
Ortalama	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	9.6
Dönem sonu	8.4	10.1	6.5	6.4	10.3	7.0
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (mlr YTL; Maliye tan.)	-13.7	-17.4	-52.8	-39.6	-17.0	-39.7
GSYİH'ye oran olarak	-1.6	-1.8	-5.5	-3.6	-1.3	-2.8
sak: Faiz Dışı Denge (GSYH'ye oran olarak)	4.2	3.5	0.1	0.8	2.0	0.7
Merkezi Yönetim Borcu (GSYH'ye oran olarak)	39.6	40.0	46.4	42.9	40.5	40.3
sak: İç Borç	30.3	28.9	34.6	31.9	...	...
sak: Dış Borç	9.3	11.1	11.7	10.9	...	...
Cari Denge (mlr \$)	-38.4	-42.0	-14.0	-47.1	-76.5	-63.3
GSYİH'ye oran olarak	-5.9	-5.7	-2.3	-6.4	-10.1	-8.8
Dış Ticaret Dengesi (TUIK tanımı; mlr \$)	-62.8	-69.9	-38.8	-71.7	-106.2	-98.8
Döviz Kuru (TL/\$)						
Ortalama	1.304	1.302	1.550	1.502	1.675	1.970
Dönem sonu (Aralık) 1/	1.162	1.525	1.491	1.541	1.870	2.071
%	-17.5	31.2	-2.2	3.4	21.3	10.7
Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)						
Dönem sonu	131.3	114.9	116.8	125.7	108.5	109.0
% (yukarı yön değerlenmeyi göstermektedir.)	17.3	-12.5	1.6	7.6	-13.7	0.4
Faiz Oranı (bileşik; %)						
Dönem sonu (Aralık)	16.6	16.5	8.9	7.1	9.0	11.0
Reel Faiz Oranı (bileşik dönem sonu; %)	7.6	5.8	2.2	0.6	-1.1	3.7
Merkez Bankası O/N (Dönem sonu; basit; %) 1/	15.75	15.00	6.50	6.50	5.75	5.75

Kaynak: TCMB, Hazine, TUIK, GlobalSource hesap ve tahminleri. t=tahmin

1/ 2010 ve 2011 için bir haftalık repo oranı

• Fed ve AMB bankalarının likiditesini garanti edebilir, ama sermaye yetersizliğinde iflası engelleyemez. Artan kötü krediler, DİBS'lerin değer kaybı ve mevduat dışı pasiflerdeki kaçak yüzünden sistemik önemi olan bir banka batabilir.

tek ve kalıcı çare AMB'nın Euro-QE yaparak DİBS pazarında getirileri sürdürülebilir düzeye indirmesi; ardından AB'nin Mali Paket ve büyümeyi hızlandıracak yapısal önlemler üstünde pazarlığa başlaması olur. Bu iki denge yüzünden üç ayrı senaryo ortaya koyuyoruz:

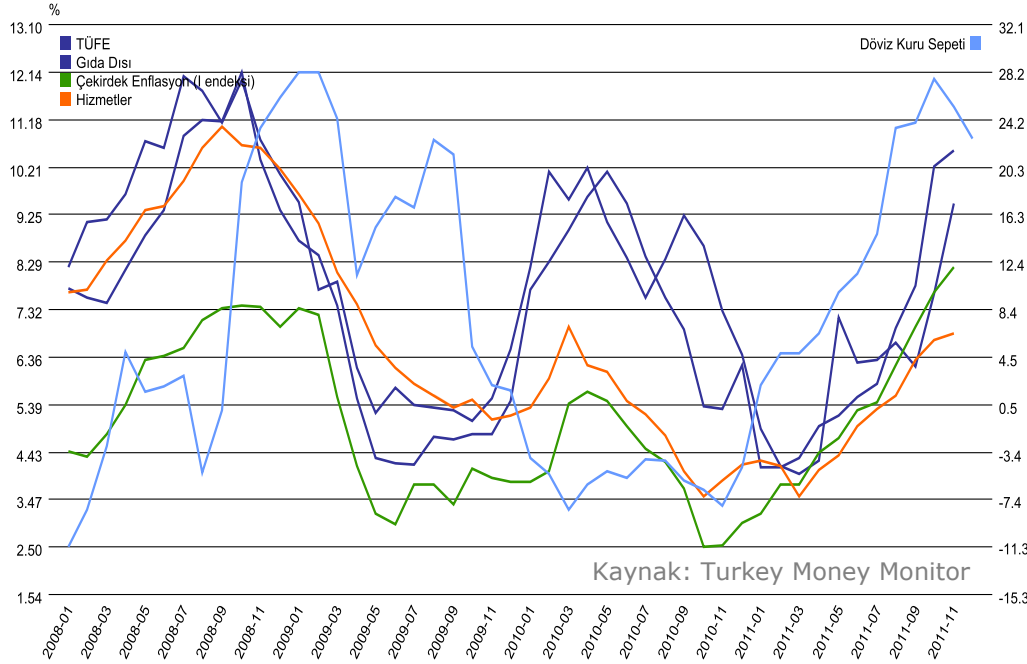
görünümünü tehdit eder hale gelmesi, DİBS'de PIIGS ve Fransa'nın getirilerinin istikrarı tehdit edecek düzeye yükselmesinden önce Merkel ve AMB Euro-QE çözümünü düşünmeyecekler.

Bu senaryoda 1Ç ve 2Ç'in ilk yarısında riskten kaçış hüküm sürecek. Euro/dolar yeniden 1.15'lere düşecek, İtalya ve İspanya getirileri %7.5-8'e, Fransa getirisi ise %5'lere kadar yükselecek. MSCI GOP %10-15, S&P500 %5-10, Stoxx600 ise %20'lere kadar değer kaybedecek.

Özetle, yatırımcıların zaman içinde krizin biteceğine inançlarını artıracak kadar malzeme yok ortada, ama DİBS faizlerinin yüksek seyrettiği her gün İtalya, İspanya ve Fransa'nın ayakta kalmasını zorlaştırıyor. Bu da kötü denge. Kanımca Euro-krizlerine

**Panik Atakları:** Merkel ve AMB'nın Euro-QE'yi ikna edecek tek gelişme DİBS pazarından başlayıp Euro ve tüm riskli varlıkları (bu bağlamda Stoxx600'ü) kapsayacak bir panik atağı olur. Bir başka deyişle, Euro'nun değer kaybının AB'de enflasyon

Grafik 2. Enflasyon Göstergeleri ve Döviz Kuru Sepeti (12-aylık %)



sepete karşı 2.20'nin altında kalması çok zor, çünkü sıcak para girmeyecek ve AB kredi darboğazından dolayı taze fon elde etmek güç olacak. Fonlama faizinin %12'de çakıldığı algılaması ile DİBS'de getiri %13-14'e yükselir. Borsada ise bir %5-10 daha kayıp bekleriz.

**Panik ataklar** senaryosunun yansımaları ise bir hayli ürkütücü. Bir kez TL'nin üstündeki yoğun devaulasyon baskılarını aşmak için TCMB'nin çok fazla döviz satma lüksü olmayacak. Bu nedenle fonlama faizlerinin %15'lere tırmanması söz konusu. Hazine'nin çok yoğun itfaları da DİBS piyasasında getirileri yukarı iten bir unsur olacak. Borsa'da ise %15- %20 civarında kayıplar söz konusu olabilir.

Kapatırken, en kötü senaryoda dahi AB krizinin aşıldığı her durumda Türkiye için son derece iyimser olduğumuzu ifade etmek isteriz. Diğer Orta ve Doğu Avrupa ve Akdeniz ülkelerinin aksine ekonominin dokusu ve temelleri son derece sağlam. Gerek kamu bilançosu, gerekse bankaların sermaye yeterliliği mükemmel. Hanehalkı ve özel sektör kaldırıcı kısa sürede eritilebilir. Lehman Krizi'nin ardından ekonomi iki çeyrek içinde toparlanırken, piyasalar da çok güçlü bir ralli sergilemişti. Bu kez de gelişmeler değişik olmayacak. Belki de AB krizinden kaynaklanan bir ayı pazarı uzun vadeli portföy oluşturmak için üç yıldır en iyi fırsatı verecek bize.

## Uzun vade Görünümü: Türkiye bir yıl içerisinde yeniden doğacak

Kapatırken, en kötü senaryoda dahi AB krizinin aşıldığı her durumda Türkiye için son derece iyimser olduğumuzu ifade etmek isteriz. Bu rapor zamanın ruhuna uyarak kısa vadeye odaklandı. AB krizinin piyasalar üzerindeki uzun gölgesi yatırımcıları miyoplaştırdı ve stratejistlerin uzun vadeli temalara

**Bekleme senaryosu:** Fon yöneticileri AB krizini seyredecek, ama daha fazla satmayacak. Yangın Duvarı desteği ile PIIGS ve Fransa getirileri yatay seyrederken, dev 1Ç itfa sezonu, büyük devletlerden birinin krediye erişimi kesilmeden atlatılacak. Yılın ikinci yarısından itibaren bütçe istikrarı tedbirlerinin kamu borcu üstünde azaltıcı etkisi ortaya çıkacak. 2Y2012'de tüm riskli varlıklar ralli yapacak. Bu senaryoda ilk yarı yılda S&P500 ufak bir kazanç, MSCI GOP ise yatay seyredebilir. İkinci yarıda ise sözünü ettiğimiz ralli yaşanır.

**Ralli hemen başlar:** AB krizinin bir şekilde çözüleceğini öngören riskli varlıklarda alımlar başlar. İlk aylarda MSCI GOP %20-30 civarında ralli yapar, ardından ekonomik gelişmelere paralel olarak hareket eder.

## Türkiye piyasaları: Kısa vade kararsız

Türkiye için bu sene göreceli olarak karamsarız. Bu karamsarlığımız küresel gelişmelerden ayrı olarak ülkeye özgü bazı risklerden kaynaklanıyor. Bunları,

- Artan politik risk algılaması,
- TCMB'nin büyük kafa karışıklığı yaratan ve önceden kestirilemeyen para ve kur politikası, ve
- Ödemeler dengesine her an tehdit oluşturacak büyüklükte dış finansman gereksinimi olarak özetliyoruz.

Daha önceki bölümlerde ise bu sorunların hiçbirinin 2012 yılında kalıcı bir çözüme kavuşmayacağı yönündeki tezlerimi izah ettik. Finansal anlamda yıl boyunca Türkiye eksi Alfa'lı ve çok yüksek Beta'lı bir piyasa olacak. (Tablo 4.)

**Hemen ralli senaryosunda,** TL cinsinde tüm varlıkların çok hızlı bir ralli yapacağı kesin. Bu rallinin önderliğini giren sıcak para ve açılan kredi kanalları sayesinde Döviz Sepetine karşı 2'nin üstüne çıkan TL yapacak. TCMB'nin yeniden %5.75 fonlama faizine dönmesi ile DİBS'de bileşik getiri %8'lere kadar gerileyebilir. Borsa'nın ise ilk aşamada 70 bin puanı deneyeceğini, ardından banka ve ihracat şirketlerinin karlarını bekleyeceğini düşünüyoruz.

**Bekleme senaryosunda** ise girişte sözünü ettiğimiz Türkiye'ye özgü riskler bir süre daha fiyatlanır. TL'nin

Tablo 3. Cari Denge:2007-2012 (milyar \$)

	2007	2008	2009	2010	2011 (e)	2012 (f)
Cari Denge	-38.4	-42.0	-14.0	-47.1	-74.1	-68.4
GSYIH'ya oran olarak	-5.9	-5.7	-2.3	-6.4	-9.8	-9.2
Mal ticareti (Ödemeler Dengesi tanımı)	-46.9	-53.0	-24.9	-56.4	-89.3	-85.1
GSYIH'ya oran olarak	-7.2	-7.3	-4.0	-7.7	-11.8	-11.4
İhracat (f.o.b.; TUIK tanımı)	107.3	132.0	102.1	113.9	135.9	151.3
o/w: Enerji	5.1	7.5	3.9	4.5	7.0	10.7
Fiyat (%)	12.7	15.5	-16.1	4.7	12.0	5.0
Hacim (%)	11.3	6.6	-7.5	6.3	6.7	6.0
İthalat (c.i.f.; TUIK tanımı)	-170.1	-202.0	-140.9	-185.5	-242.8	-254.9
o/w: Enerji	-33.9	-48.3	-29.9	-38.5	-54.1	-55.3
Fiyat (%)	9.7	20.0	-19.5	8.6	15.5	2.2
Hacim (%)	12.7	-1.4	12.9	21.2	13.4	2.7
Servis	13.3	17.3	16.7	15.0	18.2	21.2
GSYIH'ya oran olarak	2.1	2.4	2.7	2.0	2.4	2.9
o/w: Turizm (net)	15.2	18.4	17.1	16.0	19.5	22.4
Gelir Dengesi	-7.1	-8.4	-8.2	-7.1	-5.1	-6.5
GSYIH'ya oran olarak	-1.1	-1.1	-1.3	-1.0	-0.7	-0.9
o/w: Faiz (net)	-7.5	-8.7	-5.6	-5.4	-4.5	-5.5
GSYIH'ya oran olarak	-1.2	-1.2	-0.9	-0.7	-0.6	-0.7
Cari Transferler	2.2	2.1	2.3	1.4	2.0	2.0
GSYIH'ya oran olarak	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
Memorandum items:						
Enerji Dışı Cari Açık	9.7	1.2	-12.0	13.1	27.0	23.8
Dış Ticaret Açığı (TUIK tanımı)	62.8	69.9	38.8	71.7	106.8	103.5
Enerji Dışı	34.1	29.2	12.8	37.6	59.7	59.0
Enerji	28.7	40.7	26.0	34.0	47.1	44.5
Petrol Fiyatları (dünya fiyatları)	72.4	96.9	61.5	79.5	111.4	110.7
%	11.7	33.8	-36.5	29.3	40.2	-0.7

Kaynak: TCMB, TUIK, GlobalSource hesaplamaları

Tablo 4. Seçilmiş Piyasa Göstergeleri

	6 Oca	30 Ara	% Değişim				
			Haftalık	Aylık	3-Aylık	Yılbaşından Bugüne	Yıllık
Hazine Gösterge Faizi (bileşik; %) 1/	11.49	11.04	0.45	1.32	3.01	0.45	4.62
TCMB 1-Haftalık Repo Faizi (basit; %) 1/	5.75	5.75	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.75
Döviz Kuru Sepeti (0.5\$+0.5€)	2.136	2.172	-1.65	-0.42	-0.61	-1.65	19.69
USD/TL	1.874	1.894	-1.02	2.18	1.75	-1.02	21.39
EUR/TL	2.397	2.450	-2.14	-2.37	-2.39	-2.14	18.39
İMKB-100 (TL, kapanış)	50,183	51,267	-2.11	-8.22	-12.31	-2.11	-27.60
İMKB-100 (ABD sent)	2.7	2.7	-1.10	-10.18	-13.82	-1.10	-40.35
İMKB İşlem Hacmi (milyar TL)	2.0	1.0	103.53	15.10	-21.58	103.53	-53.36
MSCI TR Endeksi (Ağu-08=100) 2/	396.4	395.19	0.31	-6.73	-8.28	3.34	-36.80

1/ O tarihteki % değişimi değil, baz puan olarak farklarını gösterir. Hazine gösterge kağıdı 7 Aralık itibarıyla 4 Aralık 2013'dir.

2/ Son veri 5 Ocak tarihine aittir.



odaklanmalarını zorlaştırdı. Bununla beraber kriz nasıl tarif edilirse edilsin veya hangi şoklardan kaynaklanırsa kaynaklansın, Türkiye bu yıl sonunda Orta ve Doğu Avrupa bölgesinde parlayacaktır.

Kamu Borcu/GSYİH %40 ile fevkalade düşük görünüyor. AKP vergi tabanını yaymakta ve vergi toplamakta çok başarılı oldu. Öngörülebilir risklerden oluşan bir çok şokla sınıdığımız borç oranları her durumda düşük kalıyor.

Türk bankalarının hala risk ağırlıklı sermaye/varlık oranı 14-15. Kötü kredileri ve döviz-vade uyumsuzlukları bayağı düşük.

Özel sektörde ve hane halkı arasındaki kaldıraç alarm verecek

kadar yükseldi, ama Orta ve Doğu Avrupa ve AB içinde seviye olarak hala en düşük.

2014 yılında yapılacak cumhurbaşkanlığı seçimlerine siyasi istikrarda çok güçlüyüz. Bir çok gelişen devlet ve AB ülkesinde seçimlerle hükümetler devrilirken, AKP'in halk nezdinde itibarı büyük bir artı.

2013 için ortalama büyüme tahmini % 4.5'dur. Bazı önde gelen yatırım bankaları %6 büyüme bile öngörüyor. Bu oran Rusya'dan sonra Orta ve Doğu Avrupa'da hala bir numara olacak.

Bazı bakanlıkların kendi inisiyatifleri ile cari açığı düzeltme eğilimlerinin 1Ç2012 sonunda yapısal reformlar için uyumlu bir programa dönüşeceğini

düşünerek, iyimserliğimizi korumaya devam ediyoruz.

En kötü senaryomuz olan İMKB-100'in MSCI GOP ortalamasının altında kalması durumunda, F/K'lar ve kar büyüme oranları benzer piyasalara göre çok cazip olacaklar.

Özet olarak 1Y2012'nin en kötü senaryosu olan satış dalgasının Lehman Krizinden bu yana en iyi fırsat olduğunu düşünüyoruz. Lehman felaketinden sonra Türkiye'de neler olduğunu hatırlatmakta yarar var: Türkiye resesyondan iki çeyrek içinde çıkarak büyük GOP'lar arasında en hızlı iyileşen ekonomi oldu. Piyasalar bir yıl boyunca ralli yaptı. Aynı dinamiklerin bu sefer de ortaya çıkmaması için hiç bir sebep göremiyoruz.

#### İletişim: Elif Pehlivanlı

Direktör, Pazarlama ve İş Geliştirme  
+90 212 343 06 26  
elif.pehlivanli@egelico.com

**Bu raporu hazırlayan Egeli & Co. Bağımsız Danışma Kurulu Üyesi, Sn. Dr. Atilla Yeşilada'ya teşekkür ederiz.**

Bu doküman Egeli & Co. Portföy Yönetim A.S. ("Egeli & Co.") tarafından hazırlanmıştır. Egeli & Co. SPK düzenlemelerine tabi ve SPK tarafından düzenlenen yetki belgesine sahip, kendine değer yaratmaya adanmış bağımsız bir portföy yönetim şirkettir. (Yetki belgeleri: 03.11.2010 PYS./PY. 35/946 ve 03.11.2010 PYS./YD. 15/946). Portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti veren Egeli & Co. 2002 yılından bu yana, dürüst ve seçkin yaklaşımı ile yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılara, aile şirketlerine ve özel bireysel portföylere hizmet etmektedir. Başarısı, yatırımcıları için yurtiçi ve yurtdışında geliştirdiği finansal ürünler ile değer yaratma becerisinden gelmektedir. Egeli & Co.'yu diğerlerinden ayıran fark alternatif varlık sınıflarına ve yatırım temalarına odaklanmasıdır. Egeli & Co. Türk sermaye piyasalarındaki alternatif yatırım temaları alanında bulunan geniş bilgi, tecrübe ve geçmiş performansı ile yatırımcıları için uzun vadeli yatırımlarla önemli getiriler yaratmaktadır.

#### YASAL UYARI:

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekilde, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu belgedeki bilgilerin doğruluğu, güvenilirliği ve güncelliği hakkında gerekli özeni göstermekle birlikte bu bilgilerin güvenilirliği, doğruluğu, güncelliği ve eksiksizliği hakkında hiçbir garanti vermemektedir. (Varsa) Yürürlükteki herhangi bir yasa veya düzenleme ile sorumluluğun sınırlandırılması ölçüde tasarruf olarak, Egeli & Co., yöneticileri, çalışanları, temsilcileri ve ajansları bu belgenin içeriği, hatası veya eksiklerinden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan (ihmal olup olmadığı ya da başka bir şekilde olursa da) ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı sorumlu tutulamaz. Herhangi bir şirket, sektör, hisse veya yatırım için detaylı ve tam bir analiz değildir. Egeli & Co. her an, hiçbir şekilde ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Bu rapor hangi amaçla olursa olsun çoğaltılamaz, dağıtılamaz ve yayınlanamaz.



# Reel Yatırım, Gerçek Değer...

Hisse senetleri İMKB’de işlem gören Egeli & Co. Yatırım Holding A.Ş. “Yenilikçi, Sürdürülebilir ve Sorumlu Yatırımlar” yaklaşımı ile **tarım, enerji, gayrimenkul ve altyapı** sektörlerinde **Reel Varlıklara** yatırım yaparak, tüm paydaşları için maksimum **Reel Değer** yaratmayı ilke edinmiştir.

Egeli & Co. Yatırım Holding A.Ş.’nin tecrübeleri kanıtlanmış ekibi reel yatırımları hayata geçirirken, yaratıcı finansal çözümlerin yanında, **şeffaf, sorumlu ve adil yönetimi** ile hissedarlarına gerçek katma değer yaratmaktadır.