



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

| The asset manager for a changing world

Risk mi? Fırsat mı?

YILLIK STRATEJİ RAPORU
TEB PORTFÖY YÖNETİMİ



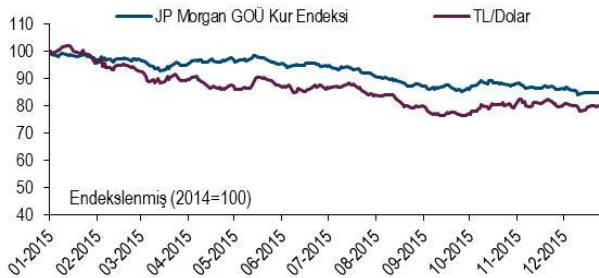


YÖNETİCİ ÖZETİ

Fon yöneticileri olarak 2015 yılını aramızda bıraktığımız için mutluyuz. Geçtiğimiz sene belki diğer senelerden daha çok iç ve dış piyasalardaki riskleri, jeopolitik tehditleri ve komşularımızla ilişkilerimizi konuşup tartıştığımız oldukça olaylı bir yıl oldu.

2016'da en çok odaklanacağımız gelişmeler; Çin'de alınan mali ve bütçe desteklerinin büyümeye ne kadar katkı sağlayacağı; FED'in faiz artışlarının Avrupa ve Japon Merkez Bankaları gevşerken ne kadar sık olabileceği ve FED kararlarına bağlı olarak ABD Dolarının güçlenmeye devam edip etmeyeceği olacak. Şu anda global ekonomistler arasında konsensüs 2008 yılından itibaren daralan Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) ve Gelişmiş Ülkeler arasındaki büyüme makasının 2016'da Gelişmekte Olan Ülkeler lehine açılmaya başlayacağı ve bu makasın 2017'de hissedilir derecede genişleyeceği yönünde. Bu beklentinin ardında Brezilya ve Rusya gibi büyük ekonomilerin 2015'e göreceli olarak toparlanması buna karşılık Avrupa ve Amerika ekonomilerinde önemli bir ivmelenme beklenmemesi yatıyor. Buna karşılık, petrol fiyatlarının baskı altında olacağı bir yıl daha geçirebiliriz; İran'ın petrol ihracatı önündeki engellerin Ocak 2016 itibarıyla kalkacak olması ve ABD'nin ham petrol ihracatına Senato tarafından izin verilmesi petrol fiyatlarını baskılayacak ana unsurlar olacaktır. 2015 yılında Gelişmekte Olan Ülkelerden büyük fon çıkışlarına şahit olduk; bunun 2016 yılında aynı şiddetle devam etmesini beklememekle birlikte petrol üreticisi ülkelerin sermaye ihracatçısı konumdan sermaye ithalatçısı konuma geçmeleri global likidite üzerinde baskı yaratıp Gelişme olan Ülkelere fon girişini olumsuz etkileyebilir.

Grafik 1: 2015 yılında Türk Lirası ve JP Morgan GOÜ Kur Endeksi



Kaynak: Bloomberg & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015

2016 için Türkiye'nin makro dengelerine baktığımızda; düşük emtia fiyatları ve yavaş büyüyen tüketici kredileri sayesinde cari açık dengesi konusunda daha iyimseriz; seçimlerden sonra gözle görülür biçimde artan tüketici güveni nedeniyle büyüme konusunda da kötümser değiliz ve görülen o ki hükümet tüm seçim vaatlerine rağmen bütçe disiplini artan vergilerle devam ettirecek. Kurun önemli bir devalüasyonun ardından dengelendiğini düşünüyoruz; hisse senedi ve bono piyasalarında yabancı yatırımcının pozisyonlanmasının da hâlihazırda düşük olduğu kanaatindeyiz. Tüm bunlara rağmen Türk piyasaları için özellikle yabancı yatırımcı iştahının çokta iyimser olmadığını da farkındayız. Risk algısının yüksek olmasının önemli bir sebebinin Türkiye'nin kendi makro dengeleri değil de komşularımızda süren iç savaş ve artan jeopolitik riskler olduğu da bir gerçek. Türkiye'nin bir seneyi daha anayasal reform ve başkanlık referandumu nedeniyle politik tartışmalarla geçirebilecek olması da bir başka risk faktörü.

Her ne kadar yabancı basın Türkiye hakkında olumlu haberlere yer veremese de bu yılki strateji raporumuzda daha uzun bir zaman perspektifi ile Türkiye'nin önündeki orta-uzun vadedeki fırsatları ve riskleri değerlendirmeye çalıştık. Bunların başında Rusya ile gerilen ikili ilişkiler nedeniyle daha akut hale gelen doğalgazda arz çeşitlendirmesi geliyor.

Bu anlamda Katar ve Azerbaycan ve hatta İsrail/Kıbrıs önemli kaynak ülkeleri olarak öne çıkıyor. İkinci olarak, İran'ın dış ticarete Ocak 2016'dan itibaren kapılarını açabilecek olması Türkiye'nin bu ülkeye kültürel ve lojistik yakınlığı sayesinde oldukça önemli bir gelişme. Üçüncü olarak, Türkiye- AB ilişkileri Suriye göçmen krizi sonrası yeniden daha yapıcı bir hal aldı. Bu bağlamda Kıbrıs sorunu konusunda önemli adımlar atılması bizi şaşırtmayacaktır. Ve son olarak, hükümetin seçimsiz geçireceği önümüzdeki dört sene boyunca reform ajandasını uygulama kararlılığını test edeceğiz.

Grafik 2: 2015 yılında MSCI Türkiye ve MSCI GOÜ Hisse Endeksi

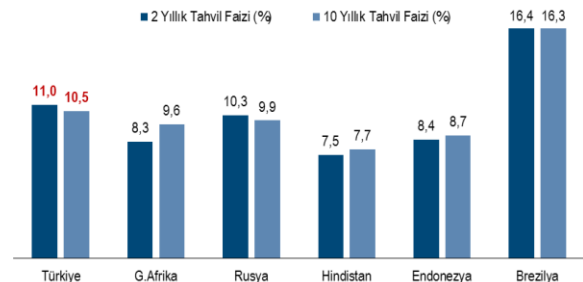


Kaynak: Bloomberg, JP Morgan & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015

2016 yılı için, hisse piyasaları konusunda temkinli iyimser bir görüşümüz var; diğer Gelişmekte Olan Ülkelere kıyasla net kar büyümesi daha iyi olarak tahmin ediliyor; değerlemeler cazip ve para çıkışı nedeniyle portföylerde Türkiye ağırlığı zaten az. En önemli makro risk faktörü olan enflasyon beklentilerin altında seyredebilir ve cari açığa beklediğimiz düzleme gerçekleşirse, bir "kara kuğu" olayı daha yaşanmaksızın hisse piyasaları 2016'da daha iyi bir yıl geçirebilir. Bu beklentimiz konusunda aşırı iyimser değiliz; önemli ralliler beklemiyoruz ama hisse senedi piyasalarının pozitif getiri sağlayabileceği bir yıl olabileceğini düşünüyoruz. Hisse senedi seçimleri konusunda bilançoda borç yükünü azaltan ve yabancı para kazanma kabiliyeti olan firmaları tercih edeceğiz.

Sabit getirili piyasalarda ise her zaman olduğu gibi bu yıl da Merkez Bankası ana oyuncu olarak yer alacak; politikalarının beklentilerden sapsması piyasalarda volatiliteye neden olabilecek. Belki de bu belirsizlik faktörü ve tabii yüksek enflasyon nedeniyle Türkiye faizlerin çift haneli seviyelerde olduğu dünyada sayılı ülkeler arasında. Enflasyon görünümünde çok fazla belirsizlik var ve 2016 için nokta tahmin yapmak oldukça zor. Verim eğrisinin daha aşağıda bir yerde konumlanması ancak enflasyon görünümünde iyileşme ve/veya Merkez Bankası'nın yatırımcılar gözünde kredibilitesinin artması sayesinde olacaktır. Ne yazık ki global yatırımcılarda Gelişmekte Olan Ülkelerin yerel kur cinsinden sabit getirili piyasalarına yatırım iştahı göremiyoruz. Ama bu algı FED'in ısrarlı olarak faiz artıramayacağını anlaşılmaması halinde olumluya dönebilir.

Grafik 3: Türkiye ve diğer GOÜ 5 Yıllık ve 10 Yıllık Tahvil Faizleri



Kaynak: Bloomberg & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015



HİSSE SENEDİ STRATEJİSİ

2015 YILININ ÖZETİ

- 2015 yılında MSCI Türkiye Endeksi'nin dolar bazında %34 düşüş ile MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi'nin %20 altında performans gösterdi. 2014'te ise MSCI Türkiye Endeksi'nin performansı MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi'nin %22 üzerindediydi.
- Bankacılık hisseleri ters faiz hareketleri nedeniyle BIST-100 Endeksi'nin yaklaşık %10 altında bir performans gösterdi. Yıla %13 kar artışı öngörüsü ile başlayan bankalarda, beklentiler sürekli olarak düşerek yıllık %1 seviyelerine kadar geriledi.
- 2015 yılı strateji raporumuzda altını çizdiğimiz gibi otomobil ve dayanıklı tüketim sektörlerine ait hisseler; Tüpraş, Petkim ya da gübre firmaları gibi düşük hammadde maliyetlerinden faydalanan emtia hisseleri ile birlikte oldukça iyi performans gösterdiler.
- Tüketicilere yönelik tarafta ise Ülker, Tat Gıda ve Bimtaş gibi hem sektörün hem de BIST-100 Endeksi'nin üzerinde performans gösteren hisseler vardı.
- Savunma sanayiinde faaliyet gösteren Aselsan ve gelirleri döviz cinsinden olan Soda Sanayi ya da Tav Holding gibi hisseler de yılın performans olarak öne çıkan diğer hisseleriydi.

2016'DA BİZİ NE BEKLİYOR?

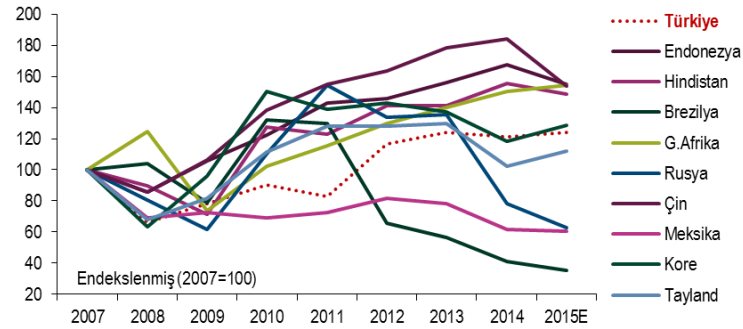
- 2016 ve 2017 kar büyümesi görünümleri göz önüne alınarak diğer Gelişmekte Olan Ülke hisse senetleri ile kıyaslandığında Türk hisse senetleri ucuz görünüyor. Ancak geçmiş performansları da hesaba kattığımızda (2008-2015 kar büyüme trendi) Türk hisse senetlerinin, diğer Gelişmekte Olan Ülkelerin arasında çok da iyi bir yere sahip olduğunu söyleyemeyiz. Önümüze baktığımızda ise piyasalar Türk şirketlerinin birçok Gelişmekte Olan Ülke şirketinden daha iyi performans göstermesini ve özellikle finans sektörünün bu performansa katkı sağlamada kilit bir rol oynamasını bekliyor.
- MSCI sektörel dağılımını eşit ağırlıklı şekilde incelediğimizde, MSCI Türkiye'nin diğer Gelişmekte Olan Ülkelere (G.Afrika, Rusya, Polonya, Hindistan, Meksika, Endonezya ve Brezilya) oranla %23 iskontolu olduğunu görüyoruz. Finans sektöründe ise daha iyi kar büyüme ivmesine rağmen (%21 vs. %17 diğer ülkeler) bu iskonto %44'e kadar çıkıyor.
- Dolayısıyla, bankaların 4 yıldır büyütmedikleri karlarını 2016 yılında büyütüp büyütmedikleri bu yıl için de kilit soru olmaya devam ediyor.

Tablo 1: Türkiye ve diğer GOÜ 2016 Sektörel F/K Oranları

	Finans	Enerji	Temel Tüketim	Yanıklı Tüketi	Emtia	Endüstri	Telekom	Eşit Ağırlıklı F/K
Güney Afrika	11,33	9,55	15,71	22,72	11,64	12,48	10,51	13,42
Rusya	7,41	4,23	19,05	-	7,32	-	8,28	9,26
Polonya	13,01	9,02	25,49	16,19	11,62	-	76,19	25,25
Hindistan	9,52	10,44	30,63	14,79	15,67	19,99	21,85	17,56
Meksika	13,83	-	25,55	27,63	19,25	17,27	11,29	19,14
Endonezya	12,02	8,37	22,41	14,96	14,82	12,66	17,67	14,70
Brezilya	6,95	9,78	16,41	14,10	17,05	14,94	13,54	13,25
Türkiye	6,32	8,18	21,85	12,50	9,99	8,23	9,92	11,00
Türkiye hariç medyan	11,33	9,28	22,41	15,58	14,82	14,94	13,54	15,09
Türkiye prim/(iskonto)	-44%	-12%	-2%	-20%	-33%	-45%	-27%	-23%

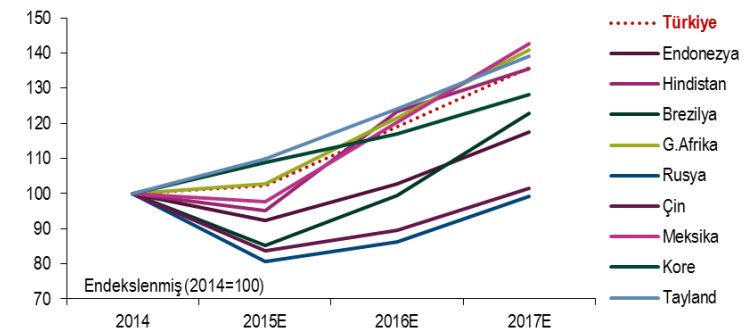
Kaynak: Bloomberg & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015

Grafik 4: Türkiye ve diğer GOÜ Kar Büyümleri (2008 – 2015)



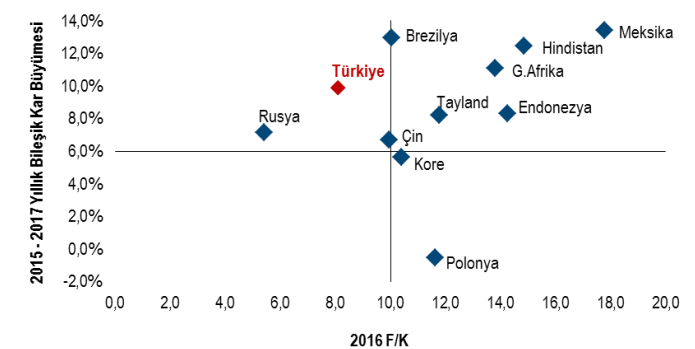
Kaynak: Bloomberg & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015

Grafik 5: Türkiye ve diğer GOÜ Kar Büyümleri (2014 – 2017)



Kaynak: Bloomberg & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015

Grafik 6: Türkiye ve diğer GOÜ Kar Büyümleri & 2016 F/K Oranları

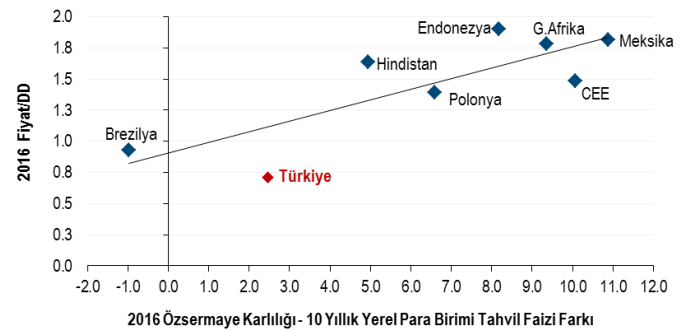


Kaynak: Bloomberg & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015



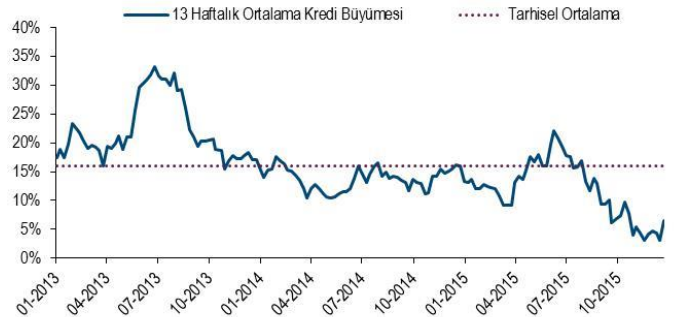
- Büyük 6 banka için analistlerin %22'lik kar büyümesi beklentisi 2016 yılı için yine pembe bir tablo çiziyor. Bizim hesaplarımıza göre, bankacılık sektöründe %20'lik bir kar büyümesi için net faiz marjlarında 10 ila 20 baz puan arasında bir iyileşmenin yanı sıra işletme giderlerinin sınırlı artışı (komisyon ücreti geri ödemelerindeki beklenen düşüş sayesinde), %13-%16 arası bir kredi büyümesi ve aktif kalitelerinde beklenmedik olumsuz gelişmeler yaşanmaması gerekiyor.
- Bankacılık sektörüne ilişkin son gelen haberler ise oldukça olumlu:
 - Katar Bankası QNB, Finansbank'ı (Yunan bankası NBG'nin iştiraki) 3 milyar dolar bedelle alacağını duyurdu. Bu da %9 özsermaye karlılığına sahip olan banka için 0.95x 2015 yılı fiyat/defter değeri oranına tekabül ediyor. Kontrol primi hesaba katılsa dahi bu bedel, özsermaye karlılığı ortalaması %12.2 ve 2016 yılı fiyat/defter değeri ortalaması 0.85x olan bankacılık sektörü ile karşılaştırılınca oldukça cömert bir değer.
 - Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, Basel II ve Basel III normlarına uyum doğrultusunda sermaye yeterlilikleri ile ilgili yeni bir tebliğ yayınladı. Bu, Eylül 2013'te hızlı büyüyen tüketici kredilerini kontrol altına almak için Basel şartlarının ötesinde ve üzerinde belirlenmiş olan teminatsız tüketici kredilerine atanan yüksek risk ağırlıklarının azaltılması anlamına geliyor. Bu son düzenleme ile analistlerin 2016 yılı sermaye yeterliliği beklentileri yükselebilir ya da bankaların 2016/2017 yılında yaşayabileceği mevzuata ilişkin ek sermaye gereksinimlerinin etkisi azaltılmış olur.
 - TCMB; yılın son toplantısında, kafaları daha da çok karıştırmayı göze alarak, FED'in faiz artışı kararını takiben faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmedi. Toplantıdan önce, biz Merkez Bankası'nın politika faizini ortalama efektif fonlama maliyeti seviyesine çekerek para politikasında bir sadeleştirmeye gitmesini bekliyorduk. Ancak; Merkez Bankası'nın sadece aşağı bandı ve politika faizini yukarı çekerek değil olanak bulduğunda faiz koridorunun üst bandını da aşağı çekerek bu sadeleştirmeyi yapma niyetinde olduğunu anlıyoruz. Eğer şu anda %10.75 seviyesinde bulunan üst bant, (politika faizi %7.50) Türk Lirası'nın değeri sarsılmadan düşürülürse; bu piyasa kredi faizlerini de aşağıya çekerek kredi büyümesinin toparlanmasına yardımcı olur.

- Diğer yandan; Merkez Bankası'nın Türk Lirası'nın zayıflaması nedeniyle gevşeme fırsatı bulamayacağı bir ortamda ise mevduat faizlerinin 2016 yılında da bu şekilde devam edeceğini söyleyebiliriz. Bu da analistlerin şimdiden hesaba kattıkları net faiz marjlarındaki iyileşmenin önünde engel teşkil edebilir. Türk bankacılık sektörü özsermaye karlılıkları diğer Gelişmekte Olan Ülkedekilere kıyasla düşük seyrederken vasat bir getiri ortamında büyüme, aslında sermaye karlılığına ve ekonomik değere zarar verir.

Grafik 7: Türkiye ve diğer GOÜ 2016 F/DD Oranları & Özsermaye Karlılığı -10 Yıllık Tahvil Faizi Farkları


Kaynak: Bloomberg & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015

- Faiz oranlarına oranla çok da cazip olmayan bu özsermaye karlılıklarına baktığımızda; 2016 yılında bankalar için biçilecek değer daha çok makroekonomik görünüme ya da yüksek faiz ortamının iyileşmesine bağlı olabilir. Bu da Türk hisse senetlerinin performansının Gelişmekte Olan Ülkelere yönelik risk algısına bağlı olduğu anlamına gelebilir. Bu noktada; Gelişmekte Olan Ülkelere yönelik risk algısı ile ilgili kötümser olmadığımızın bir kez daha altını çizmek isteriz.

Grafik 8: Kura Göre Düzeltilmiş 13 Haftalık Ortalama Kredi Büyümesi


Kaynak: BDDK & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015



SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMET STRATEJİSİ

- **Koridorda bir aşağı bir yukarı:** Türk tahvil faizleri, 2015 yılında çoğunlukla Merkez Bankası'nın politika koridoru aralığında seyretti. Şubat 2015'teki tek faiz indirimi takiben TCMB, yılın geri kalanında enflasyon görünümü kötüleşirken FED'in faiz artışını bekleyerek sessiz kaldı. Yıl boyunca, özellikle de yılın ikinci yarısında, tahvil piyasalarındaki işlemler, olumsuz havanın uzun vadeli tahvil faizlerini üst bandın az da olsa üstüne itme eğiliminde olduğunu gösterirken; piyasa rallileri de kötüleşen enflasyon beklentileri nedeniyle sınırlı kaldı.

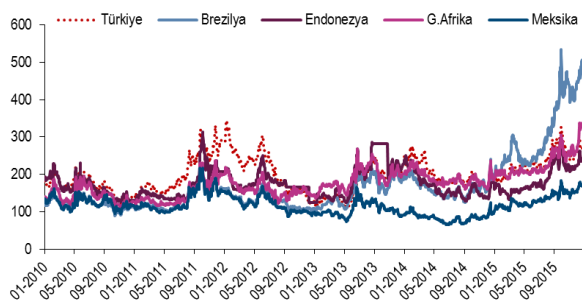
Grafik 9: 2 Yıllık ve 10 Yıllık Gösterge Tahvil Faizleri ve TCMB Faiz Koridoru



Kaynak: Bloomberg, TCMB & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015

- **Risk primleri arttı:** Gelişmekte Olan Ülkeler içerisinde; risk priminin (CDS) tarihsel ortalamalarının üzerinde seyretmeleri, bize yerel para birimi cinsi sabit getirili menkul kıymetlere olan yatırım isteğinin henüz yerine gelmediğini gösteriyor.

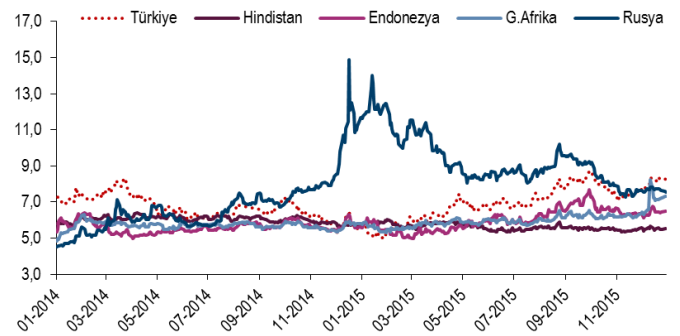
Grafik 10: Türkiye ve diğer GOÜ 5 Yıllık CDS Fiyatları



Kaynak: Bloomberg & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015

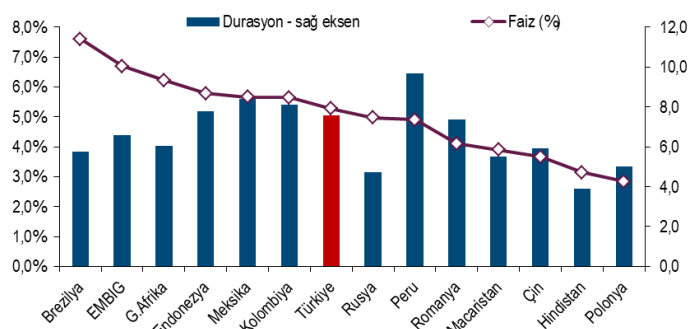
- **Yerel tahviller ve Amerikan 10 yıllık tahvilleri arasındaki fark son 2 yılın en yükseğinde seyrediyor:** Gelişmekte Olan Ülkelerdeki yerel tahvillere karşı olan yatırımcı istahının eksikliği nedeniyle bu tahviller ile Amerikan 10 yıllık tahvilleri arasındaki fark açılıyor. Türkiye de bu durumda istisna değil. Bu da bize özellikle yerel para birimleri tarafında bir risk priminin fiyatlanmış olduğunu gösteriyor. Döviz cinsi tahvillere baktığımızda ise Türk tahvil faizleri EMBIG endeksi ile karşılaştırıldığında yüksek olarak göze çarpmıyor. Yani bu durumda; yerel para birimlerine karşı olan tevaccüh arttığı takdirde yerel para birimi cinsi tahvil faizlerinin de aşağı geleceğini söyleyebiliriz.

Grafik 11: Türkiye ve diğer GOÜ Amerika 10 Yıllık Tahvil Faizi ile Yerel Para Birimi 10 Yıllık Tahvil Faizi Farkları (baz puan)



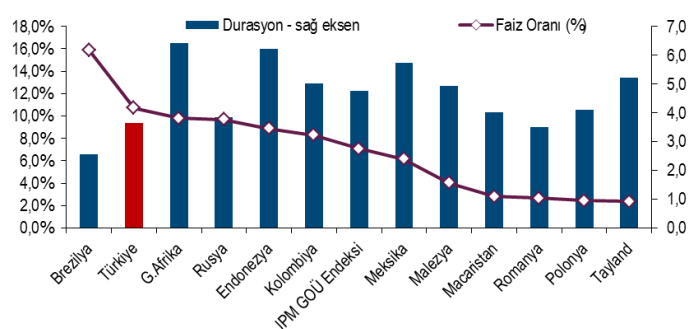
Kaynak: Bloomberg & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015

Grafik 12: Türkiye ve diğer GOÜ Döviz Cinsi Tahvil Faizleri



Kaynak: Bloomberg, JP Morgan & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015

Grafik 13: Türkiye ve diğer GOÜ Yerel Para birimi Tahvil Faizleri



Kaynak: Bloomberg, JP Morgan & TEB Portföy Araştırma, Aralık 2015



- **Yol boyunca engebeler de olsa özel sektör tahvillerine karşı olan talep 2016'da da güçlü seyredebilir:** Türk özel sektör tahvil piyasası ihraçların büyük bir kısmının değişken faizli ve yüksek ek getirili olması nedeniyle 2015 yılı boyunca hem sabit getirili menkul kıymet hem de hisse senedi yatırımcıları için güvenli bir liman oldu. Yine 2015 yılında bazı olumsuzluklar olmuş olsa da, özel sektör tahvil ve bonoları çoğunlukla mevduata alternatif bir yatırım aracı olarak görüldüğü için güçlü talebin 2016 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Ancak yatırımcılar likiditenin az olması ve ihraççı riskinin fazlalığı nedeniyle daha fazla bir ek getiri talebinde bulunuyorlar. Tahvil faizleri ve mevduat faizleri arasındaki fark açıldıkça benzer bir etki özel sektör tahvillerinde üzerinde de gözlemlenebilir.
- **“Kıtlık değeri (scarcity value)” devam ediyor:** Emeklilik fonları gibi hazır alıcılar sürekli olarak büyürken, Hazine'nin çevirme oranlarını her geçen sene düşürmesi nedeniyle “Kıtlık değeri” meselesi Türk piyasalarında bir süredir devam ediyor. 2015 yılında yerel para birimi cinsi tahviller için çevirme oranı %84 iken 2016 yılı için hedef %80. Tahvil arzındaki azalma devam ederken, emeklilik sistemindeki büyüme ile devlet tahvillerine olan talep de artıyor. Son yıllarda bankaların bilançolarında yer alan menkul kıymet portföylerinde düşüş gözlemleniyor olsa da bu oranı (şu anda bilançonun ortalama %15'i) daha da aşağı çekeceklerinden şüpheliyiz. 2016 yılı için hedeflenen çevirme oranı bize Hazine'nin 19 milyar TL (toplam arzın %2.8'i) daha az borçlanacağını gösterirken emeklilik fonlarında ise talebin yaklaşık 3.7 milyar TL (toplam arzın %3.7'si) olabileceğini hesaplıyoruz. Bu da kıtlık değeri'nin bu yıl da süreceği anlamına geliyor.



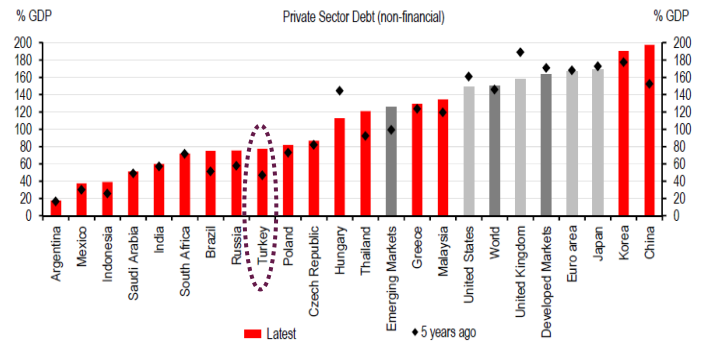
RİSK UNSURLARI

- Çin ve Yuan:** 2015 yılında Çin ekonomisindeki kayda değer yavaşlama üzerine tartışmalar henüz büyüklüğü tam olarak netleşmediği için daha azdı. 2016 için ise hem mali hem de parasal önlemlerin öncelikli hedefi ekonomide yaşanabilecek sert bir düşüşü önlemek. Son yapılan Merkezi Ekonomik Çalışmalar Konferansı'nda (CEWC); bütçe destekleri, daha esnek bir para politikası sistemi uygulanması ve en önemlisi de konsolidasyonun teşvik edilmesi ve faizlerin düşürülmesi yoluyla sıkıntıda olan gayrimenkul sektörünün desteklenmesi gibi belirli tedbirlerin altı çizildi. Tüm bu tedbirler Yuan'ın daha da değer kaybetmesine yol açabilir. Eylül - Ekim 2015'te kısa süreli yaşadığımız bir dönem bize gösterdi ki; Yuan devalüasyonu o dönemde gözlemlediğimiz kısa bir iyimserlik periyodunun önüne geçerek Gelişmekte Olan Ülke para birimlerinde değer kaybına yol açabiliyor. Ancak; Yuan'ın IMF'nin SDR kur sepetine eklenmesi para birimine olan güveni artırarak olası bir değer kaybını sınırlayabilir. Her durumda, 2016 yılı boyunca Çin reform paketinin uygulaması ve etkisini dikkatle izliyor olacağız.
- Önemli küresel siyasi gelişmeler:** 2016 yazına gelene kadar yüksek ihtimalle İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden ayrılması için yapacağı referandumu konuşuyor olacağız ("Brexit"). Bu gerçekleşse de gerçekleşmese de algı ve güven konusunda Avrupa ekonomisi üzerinde önemli etkileri olacak. Eğer böyle bir ayrılma gerçekleşirse öncelikle Türk ticaret dinamikleri için iyi olmayacak şekilde Euro/Dolar paritesi düşebilir. Yılın geri kalan kısmında ise gözler ABD başkanlık seçimlerinde olacak. ABD'nin, Ortadoğu'daki etkinliği göz önüne alındığında yeni başkanın dış politika ile ilgili atacağı adımlar dikkatle izlenecek. Ancak; hangi adayın risk algısı için daha iyi olacağı ile ilgili yorum yapmak zor.
- Merkez Bankası politikaları:** HSBC'ye göre (Janet ve diğerleri, Aralık 2015); Amerika'daki sıkılaştırma, üretim açıklarının negatif olduğu, emtia fiyatlarındaki düşüşünün enflasyonu baskıladığı ve ekonomik aktivitenin sağlam olmadığı küresel anlamda sıradışı olan bir zamanda gerçekleşti. Yine HSBC'ye göre; FED'in sıkılaştırmasını takip edecek 9 merkez bankası bulunuyor ve bunlardan sadece 3 tanesi bunu Dolar karşısında sabitlenmiş para birimlerine sahip oldukları için yapıyorlar. Türkiye'nin de içinde olduğu diğerleri ise; ekonomileri iyi durumda olmasa da para birimlerindeki değer kaybının enflasyon üzerindeki etkisini önlemek için sıkılaştırmayı tercih edecekler. Biz; enflasyon merkezli bir Merkez Bankası davranışı öngören bu görüşe, Türkiye için durumun farklı olduğu gerekçesi ile katılmıyoruz. TCMB'nin daha sıkı ya da yarı-ortodoks bir para politikasına geçmemesi ise ülkeden daha fazla sermaye çıkışlarına veya kredibilitesinde azalmaya yol açabilir. Azalmasına rağmen mevcut olan cari açığı ve sermayenin kolay ulaşılabilir olduğu yıllarda hızlı artan özel sektör borçlanması nedeniyle Türkiye'nin kırılganlık algısı hala yüksek.

Eğer politikayı belirleyenler uluslararası toplumu Türkiye'de yatırımın düşündükleri kadar riskli olmadığına ikna edemezlerse; TCMB'nin yapacağı en ufak hata Türk Lirası'nda değer kaybına ve dolayısıyla enflasyon beklentilerinde kısır bir döngüye yol açabilir. Bizim Türk varlıklarında 2016 yılı için gördüğümüz en önemli risk bu.

- Anayasa değişikliği ve başkanlık sistemi tartışmaları:** Hükümet'in reform programına baktığımızda seçim yasasını da içeren anayasal değişikliklerin bir yıl içerisinde gerçekleşmesi taahhüt ediliyor. Dolayısıyla, içerde artan siyasi tartışmaya ve başkanlık sistemi için olası bir referanduma bu yıl içinde tanıklık edebiliriz. Bu noktada Ak Parti Hükümeti'nin 315 milletvekili ile tek başına referanduma gidemeyeceği ve yeter sayısı için 15 milletvekiline daha ihtiyacı olduğu teknik bir durum söz konusu. Bu da Ak Parti'nin; disipline sahip yapısı nedeniyle zor gözükse de MHP milletvekillerinin üçte birini ikna etmesi ya da CHP veya HDP ile bir anlaşma yoluna gitmesi gerektiği anlamına geliyor. Eğer ikinci yol tercih edilirse; anayasal değişiklikler üzerinde bir mutabakat olacağı için bu durum piyasalar tarafından olumlu algılanabilir. Bize göre bu tartışmaların zamanlamaları son derece büyük önem taşıyor. Eğer mevcut hükümet bir kez daha ekonomik reformları siyasi reformları gerçekleştirmek uğruna önem sırasında arkaya atarsa, bu yatırımcıda güven kaybına yol açabilir.
- Özel sektör borcu:** Yabancı para cinsinden özel sektör borcunun büyük olması Türkiye'nin kırılganlık algısında en önemli faktör olarak göze çarpıyor. Buna karşılık geçen seneki devalüasyon sonrası varlık kalitesinde olağanüstü bir kötüleşme olmadığını gözlemledik. Bu durum bize 2015 yılındaki strateji raporumuzda belirttiğimiz ve fakat resmi istatistiklerle netleştiremediğimiz yabancı para cinsi borçların daha çok büyük işletmeler ve/veya Kamu-Özel Sektör ortaklığı ile gerçekleştirilen büyük altyapı projeleri tarafından alındığı hipotezimizi anımsatıyor. Bu durum geçek ise bu projelerin altında yatan gelir garantileri nedeniyle devalüasyonun enflasyonist etkisini orta ve uzun vadede de görmemiz mümkün olabilir ama buna karşılık büyük iflaslarla karşılaşamayabiliriz.

Grafik 14: Türkiye'de diğer ülkelere kıyasla özel sektör borcu



Kaynak: HSBC & BIS, Aralık 2015 (Not: Son veriler 2015 yılı itibarıyla)



- **Yol kazaları ve Rusya ile gerilen ilişkiler:** Rus jetinin düşürülmesi 2015'in "Kara Kuğu" olaylarından bir tanesi idi. Analistlere göre Rusya ile gerilen ikili ilişkiler Türkiye'ye 9 milyar dolara (GSMH'nin %1.3'ü kadar) mal olabilir. Bu olay Türkiye için doğalgaz kaynaklarını ivedilikle çeşitlendirme ihtiyacı yaratmış olsa da Rusya'nın Türkiye'ye doğalgaz akışını keseceğini sanmıyoruz. Ana endişemiz askeri gerginliğin tırmanması ile ikili ilişkilerin daha da kötüleşmesi olacaktır. Rusya ile ilişkilerin bir diğer yansıması ise Rusya'nın Suriye'nin kuzeyindeki grupları destekleyerek Türkiye'nin kırmızı çizgisi olan Fırat'ın batısına geçmelerini sağlamasıdır. Bu durum Türkiye'nin hemen güney sınırı boyunca bir güvenlik zaafı yaratacağından iç politika yansımaları da önemli olacaktır.
- **Çözüm süreci askıda mı?:** 2015 yılının kuşkusuz en önemli gelişmelerinin başında çözüm sürecinin rafa kalkması ile ülkenin doğusunda artan terör olayları ve huzursuzluk geliyor. Şiddetin şehirlere yansıması ve hayatı derinden etkilemesi gibi olağanüstü bir dönemden geçiyoruz. Anlaşıldığı kadarıyla politik olarak şehirlerdeki şiddet durdurulana kadar operasyonlar devam edecek ve bu noktadan sonra çözüm süreci kaldırıldığı buzluktan tekrar masaya konacak. Şu ana kadar piyasaların ülkenin doğusunda artan şiddetten birebir etkilenmediğini gözlemliyoruz ama 2016'da terörün batı şehirlerine sıçraması piyasaların göz ardı edemeyeceği bir gerçeklik olabilir.



YASAL UYARI NOTU

Burada yer alan bilgiler TEB Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından yalnızca bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, TEB Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan TEB Portföy Yönetimi A.Ş. sorumlu değildir.