

Giriş ve Yönetici Özeti

Kendi başarılı adımlarından ziyade küresel gelişmelerin verdiği rüzgarla Türkiye'nin gelişmekte olan piyasalar (GOP, Gelişmekte Olan Ülkelere ise GOÜ) kategorisi içinde en iyi konjonktürel hikaye ile öne çıkıyor olması nedeniyle bu yeni dönem raporumuzun başlığını "Şans kapıyı kırınca" olarak seçtik. "Yeni Türkiye" hikayesinin temelinde Türkiye'nin ucuz petrol sayesinde enflasyon ve cari açık tarafında daha az riskli bir noktaya geçecek olması ve 7 Haziran seçimlerinden AKP'nin zaferle çıkacağı beklentileri var. Dışarda, küresel deflasyon korkuları eşliğinde Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) ucu-açık ve beklenenden de cömert olan miktarsal genişleme programı TL ve kredi piyasalarını destekleyici nitelikte.

Ancak ne yazık ki bunlar sadece konjonktürel gelişmeler. Taze Başbakan Davutoğlu'ndan gelen yapısal reform açıklamaları, detaylarda tatmin edici olmasa da, başlangıç olması açısından dikkate değer. Fakat, bunlar ancak 7 Haziran seçimlerinden sonra ortaya çıkacak çerçeve içinde bir anlam ifade edebilecekler. İçerde bütçe ve para politikasının gevşek hali ve dışarda AMB tarafından beklenen bol likiditeye rağmen, yılın ilk yarısında seçim geri sayımının

ana gündemi oluşturması ve yüksek borç yükü nedeniyle 2015'te büyüme yine %3 civarına takılmış olacak. 2015'in sonlarından itibaren ciddiyle gündeme alınsa bile, arz tarafında yapılacak reformların büyüme üzerindeki etkileri zaten birkaç seneden önce ortaya çıkmayacaktır. Bu süre boyunca hükümet ve hatta sosyal barış üzerinde baskı yaratacak şekilde hem işgücüne katılım oranı hem de işgücünde artış işsizlik oranını yükseltecek. Piyasalarda şu anda her ne kadar unutulmak isteniyor gibi görünse de; Türkiye'nin pek de hazırlıklı olmadığı ve en geç Eylül 2015'de FED'den beklenen bir faiz artışı var.

Henüz seçimin ve FED faiz artışının piyasalarda ağırlığını hissettirmeye başlaması öncesinde Türkiye piyasasındaki aktörler Nisan ayına kadar pozitif gelişmeleri fiyatlamaya istekli olacaklar. Bu dönem içinde, en önemli risklerin potansiyel olarak Rusya ve Yunanistan olarak kategorize edilebileceği nispeten olumlu bir piyasa öngörüyoruz.

Küresel resimde rüzgâr gelişmekte olan piyasalardan yana

Yeni yıl; küresel PMI verilerinden anlaşıldığı üzere büyüme açısından zayıf bir 2014 son

çeyreğin ve hem IMF hem de Dünya Bankası'nın (DB) 2015-2016 büyüme öngörülerini aşağı çekmelerinin gölgesinde başladı. (Tablo 1.)

Her iki kurum da, gelişmekte olan ülkelerin uzun süreli bir yavaş büyüme dönemine girdiği, hem de ABD hariç geriye kalan gelişmiş ekonomilerin tam kapasite noktasından çok uzakta olduğu konularında hemfikirler. Bu argümanlara karşı durmayı destekleyecek şekilde bütün veri setine hakim değiliz. Ancak analitik olarak, çok güçlü bir Amerikan ekonomisi ve düşük petrol fiyatının küresel anlamda tüketici harcamaları üzerine beklenenden daha olumlu bir etki yaratabileceği çıkarımı yapıyoruz. Bu nedenle de Japonya ve Euro bölgesi ekonomileri sene içinde korkulandan daha olumlu bir performans gösterebilirler diye düşünüyoruz. İkinci bölümde bahsettiğimiz jeo-politik riskler bir yana, tüketici güveninin artması üzerinden 2015-2016'da küresel ekonomik büyüme tekrar hız kazanabilir.

Bu çerçevede 2015'e ait ilk veriler, bu iyimser tezimizi destekler nitelikte.

Japonya'da Ocak ayı PMI verisinde aylık baza çok zayıf bir toparlanma var. Ancak, ABD'de ekonominin toparlanma hızı ve yenin değer kaybı birleştiğinde

Tablo 1. IMF Ekonomik büyüme

	2013	2014	2015	2016
World	3.3%	3.3	3.5	3.7
Advanced economies	1.3	1.8	2.4	2.4
United States	2.2	2.4	3.6	3.3
Japan	1.6	0.1	0.6	0.8
Britain	1.7	2.6	2.7	2.4
Eurozone	-0.5	0.8	1.2	1.4
France	0.3	0.4	0.9	1.3
Germany	0.2	1.5	1.3	1.5
Emerging and developing economies	4.7	4.4	4.3	4.7
Central and Eastern Europe	4.3	1.5	2.4	4.4
Russia	1.3	0.6	-3.0	-1.0
Emerging and developing Asia	6.6	6.5	6.4	6.2
China	7.8	7.4	6.8	6.3
India	5.0	5.8	6.3	6.5
Latin America and Caribbean	2.8	1.2	1.3	2.3
Brazil	2.5	0.1	0.3	1.5
Mexico	1.4	2.1	3.2	3.5
Sub-Saharan Africa	5.2	4.8	4.9	5.2
South Africa	2.2	1.4	2.1	2.5

Kaynak: IMF

Aralık ihracat artışının çift hanede oluşu Japonya'nın iki çeyrektir devam eden durgunluktan çıkışının habercisi. (Grafik 1.)

Euro bölgesinde PMI verileri son iki aydır toparlanmaya işaret ediyor. Alman Ifo ve ZWE verilerine göre tüketici güveni toparlanıyor olması, Avrupa'da büyümenin lokomotifi olan Almanya'nın daha şimdiden zayıf Euro, düşük bono faizleri ve AMB'nin tarihi miktarsal genişleme haberinden olumlu etkilenmekte olduğunu gösteriyor. (Grafik 2. ve 3.)

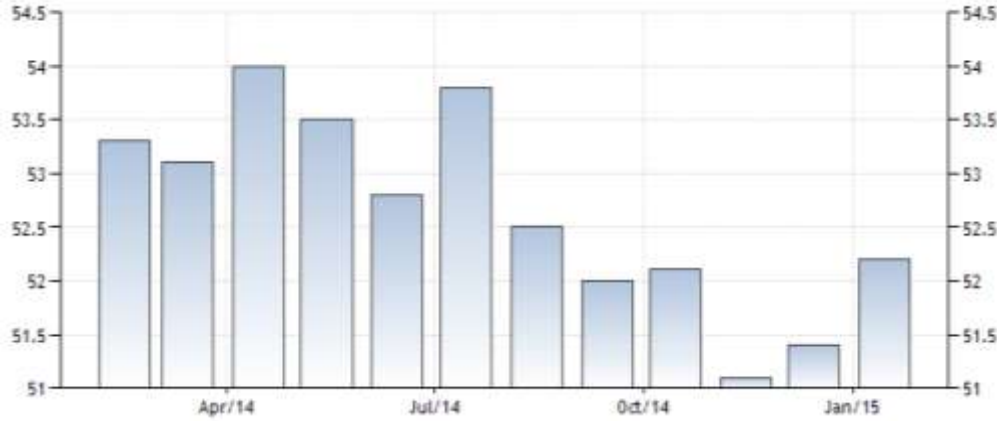
Önümüzdeki bir iki çeyrekte, AB'nin çevre ülkelerinin ekonomilerinde başlayacak ekonomik canlanmanın Birlik

Grafik 1.. Japan Exports



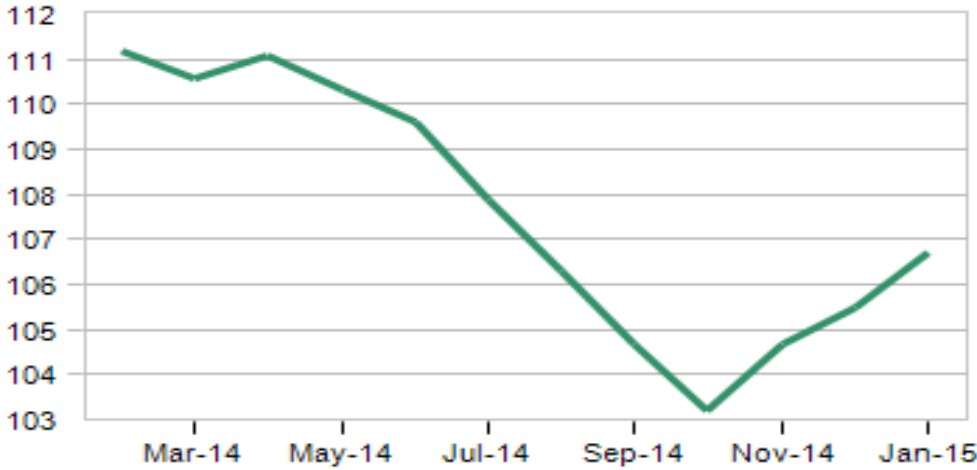
Kaynak: www.tradingeconomics.com / Ministry Of Finance JAPAN

Grafik 2. Euro Bölgesi PMI Verileri

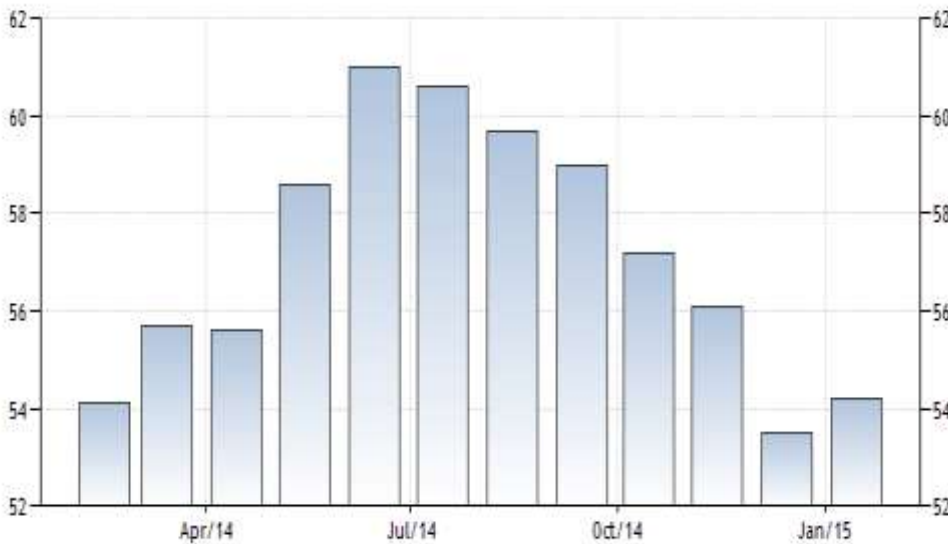


Kaynak: www.tradingeconomics.com / Markit Economics

Grafik 3. Almanya İş Endeksi 2005= 100, SA



Grafik 4. ABD PMI Verileri



Kaynak: www.tradingeconomics.com / Markit Economics

ölçeğine yansiyarak durgunluk belasından kurtaracağını düşünüyoruz.

ABD tarafındaysa, birleşik PMI Ocak ayında marjinal de olsa aylık bazda yükselirken, öncü göstergelerden "Conference Board" ve tüketici güveni yeniden son birkaç yılın zirvesine ulaştı. (Grafik 4. ve 5.)

Toparlanmada en geriden gelen konut sektöründen gelen veriler ise, artan istihdam ve düşen mortgage (ipotek) faizi oranlarına ekonominin olumlu tepki verdiğini gösteriyor.

Hem resmi hem de HSBC-Markit tarafından açıklanan son iki aylık PMI verilerindeki toparlanma Çin'de de seçici para politikaları ve bütçe desteklerinin geçen yılın ortasından bu yana gözlenen yavaşlamanın terse dönmeye başladığına işaret ediyor. Yine de Çin kaynaklı olabilecek deflasyon ve kurumsal iflas haberleri 2015 için küresel anlamda en önemli riskler arasında bulunuyor. Tahminimizce henüz Çin kaynaklı riskler kontrol altında. Ancak, FED'in faiz artışı ağırlığını hissettirdiğinde veya küresel ölçekte büyüme iyice ivme kaybederse Çin'deki gelişmeler daha önemli tehdit haline dönüşebilirler. (Grafik 6.)

Gelişmekte olan ülkeler içinse, birçok açıdan düşük petrol fiyatı bulunmaz bir nimet. Birincisi, uzun süredir zorluklarla boğuşan tüketicilerin alım güçlerini artırıyor. İkincisi, değeri artan dolara rağmen merkez bankalarının faiz indirimleri yapmalarına kapıyı açıyor. G3 ve Çin'den de daha kuvvetli talep senaryomuzla birleştiğinde, gelişmekte olan ülkelerde büyümenin IMF-DB tahminlerinin ötesine geçmesi mümkün görünüyor. Tabii kapsamlı olduğu kadar sancılı reformların

tamamlanmadığı ortamda söz konusu ülkelerde beklenen büyümenin 2000'li yılların ilk yarında yakaladıkları muhteşem performansı yakalamaları imkansız.

Bu arada, IŞİD'in olası Kekük saldırısı veya çöldeki krallıkların İran üzerindeki oyun planı gibi ekonomi dışı faktörlerin varlığı nedeniyle petrol fiyatında tahmin yapmanın falcılığa yakın olduğunu itiraf etmemiz gerek. Yine de, mevcut petrol fiyatı seviyesinin üretim yapan bir çok birimi devre dışı kalmaya zorlayacağı ve küresel ölçekte talebin beklenenden biraz daha iyi olabileceği senaryomuzu baz alarak, 2015'te ortalama petrol fiyatının 65 dolar olacağını varsayıyoruz. En basit ekonomi kitaplarında bile pozitif bir petrol şokunun fiyatlamaya davranışını etkilemeden genel fiyat seviyesinde tek seferlik bir düzeltme yaratacağı yazılırken, küresel ölçekte deflasyon beklentilerini hayretle karşılıyoruz. Deflasyon olması için, petrol fiyatları düşmeye devam ederken, diğer tüm emtia fiyatlarının da sürekli bir düşme eğilimi içinde olması gerek. Emtia çöküşü öncesinde dünya ekonomisi, yavaş ama istikrarlı bir şekilde elde kalan atıl kapasite ve atıl işgücünü eritmekle meşguldü. Bu trendin biranda hemen tersine dönmesi için bir neden göremiyoruz. Dünya belki de yıllarca sürececek bir düşük enflasyon döneminin içinden geçiyor olsa da, ABD'de yakında baş gösterecek ücret artışları ve AMB'nin dev miktarsal genişleme adımı sayesinde enflasyon da ufukta belirecek.

AMB'nin yapacağı miktarsal genişleme büyük ölçüde ülke merkez bankaları üzerinden gerçekleşecek olsa da, bu durum Euro bölgesi tahvil getirilerindeki

düşüşler üzerinde fazla olumsuz etki yaratmayacak. Zaten miktarsal genişlemenin büyük ölçüde ülke merkez bankaları üzerinden gerçekleştirilecek olması aslında Berlin'deki Adalet Divanı'nı tatmin etmeye yönelik bir adım. Ancak, AMB'nin yapacağı miktarsal genişlemenin başarısı, FED ile Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) arasında bir yerde olacak. Keza, parasal genişleme mali politikalarla desteklenemediği gibi, üye ülkelerin bir kısmı tarafından ahlaki olarak da doğru bulunmamakta. Yine de, geçmiş uygulamaların öğrettiği üzere, uzun süre düşük veya negatif faiz ortamı bir noktada risksiz yatırımlarda duran paranın ortaya çıkıp riskli alanlara yönelmesine neden oluyor. Bu da zaten küresel büyümeye daha olumlu bakışımızla birleştiğinde, bizim gelişmekte olan piyasalar için de göreceli olarak IMF-DB'ye göre daha iyi bir sene beklentimizin

altında yatan nedenlerden bir tanesi.

Bloomberg'te yapılan bir ankete katılanların %45'i FED'in Haziran ayında faiz artıracığını, çoğunluk ise Eylül 2015'te faiz artışı yapmasını bekliyor. Bizim de kafamızda benzer bir senaryo var ki bu durum gelişmekte olan piyasalar ve Türkiye için olumlu beklenti dönemimizi Mart-Nisan dönemi ile sınırlamakta. AMB'nin miktarsal genişlemesi FED'in faiz artırdığı durumu piyasalar açısından bertaraf bir güçte değil. Daha teknik bir ifadeyle, gelişmekte olan ülkelerin kur piyasaları FED'den gelecek sıkılaştırmayı iyi-kötü doğru okumaktalar. Ancak, ABD getiri eğrisinde beklenen değişim öncesinde başta kısa vadeli olmak üzere bono faizleri çok düşük seviyelerde.

FED'in parasal sıkılaştırmasının gelişmekte olan piyasalardan

Grafik 5. Tüketici Güven Endeksi (Conference Board)



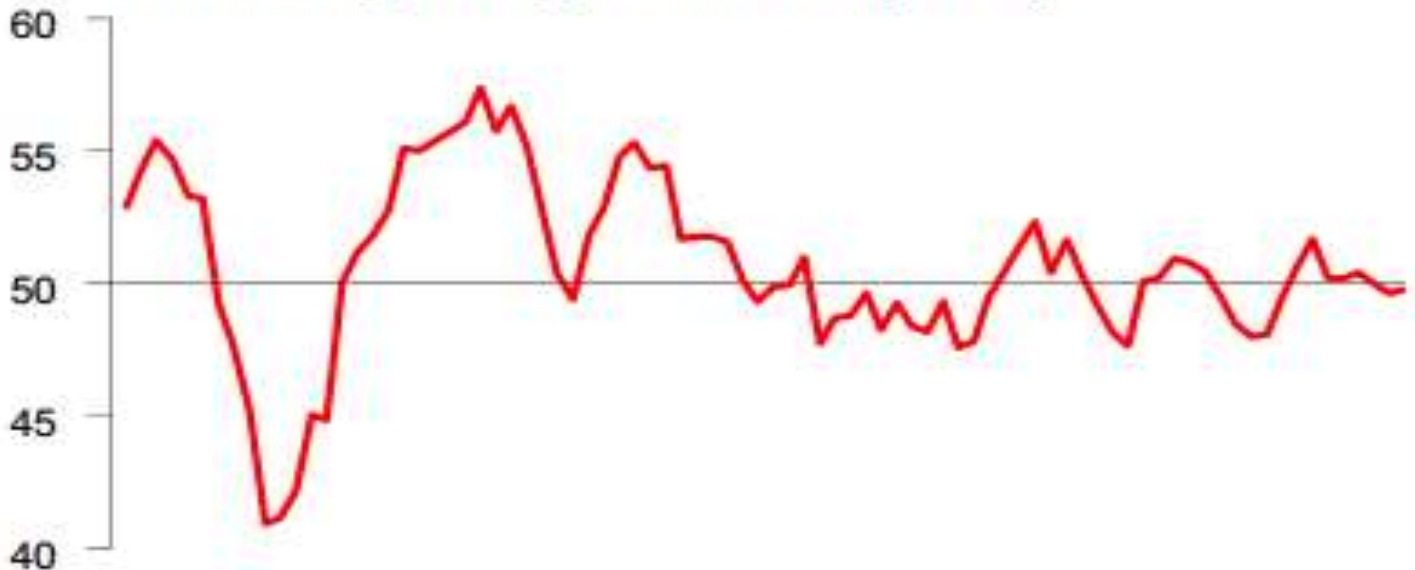
Tablo 2. Seçilmiş Makro Göstergeler:2010-15

	2010	2011	2012	2013	2014b	2015t
Büyüme (GSYİH; %)	9.2	8.8	2.1	4.1	2.6	2.9
GSYH (mlr TL)	1099	1298	1417	1565	1747	1908
GSYH (mlr \$)	731	774	789	821	798	789
TÜFE (%)						
Ortalama	8.6	6.5	8.9	7.5	8.9	6.1
Dönem sonu	6.4	10.4	6.2	7.4	8.2	6.7
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (mlr TL; Maliye tan.)	-40.1	-17.8	-29.4	-18.4	-27.4	-29.0
GSYH'ye oran olarak	-3.6	-1.4	-2.1	-1.2	-1.6	-1.5
sak: Faiz Dışı Denge (GSYH'ye oran olarak)	0.7	1.9	1.3	2.0	1.3	1.3
Merkezi Yönetim Borcu (GSYH'ye oran olarak)	43.1	39.9	37.5	37.4	36.1	35.3
sak: İç Borç	32.1	28.4	27.3	25.7	...	...
sak: Dış Borç	11.0	11.5	10.3	11.7	...	...
Cari Denge (mlr \$)	-45.3	-75.1	-48.5	-65.0	-45.6	-34.4
GSYH'ye oran olarak	-6.2	-9.7	-6.1	-7.9	-5.7	-4.4
Dış Ticaret Dengesi (TUIK tanımı; mlr \$)	-71.7	-105.9	-84.1	-99.9	-84.7	-74.8
Döviz Kuru (TL/\$)						
Ortalama	1.50	1.68	1.80	1.91	2.19	2.42
Dönem sonu 1/	1.54	1.89	1.78	2.13	2.33	2.51
%	3.4	22.8	-5.9	19.7	9.2	7.7
Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)						
Dönem sonu	125.8	109.6	118.2	107.0	112.8	112.7
% (yukarı yön+O16 değerlenmeyi gösterme)	7.7	-12.9	7.8	-9.5	5.5	-0.1
Faiz Oranı (bileşik; %)						
Dönem sonu	7.1	11.0	6.2	10.0	8.0	9.0
Gösterge Reel Faiz (dönem sonu; %)	-1.4	4.3	0.0	2.4	-0.2	2.1
Bankalararası Faiz (Gecelik, dönem sonu; 5-is günü c)	5.8	11.7	5.7	7.8	11.1	11.0

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

Grafik 6. PMI verileri

50 = no change on previous month
Purchasing Managers' Index™ (PMI™)



kalıcı bir sermaye kaçıışı ile sonuçlanacağını düşünmüyoruz. Ancak, vadeli FED faizi (fed funds futures) beklentilerine bakarsak, Nisan ayında Türkiye'nin de dahil olacağı şekilde gelişmekte olan piyasalarda yeni bir tur panik atak olması mümkün.

Bölgesel ve Türkiye'ye özel politik riskler

Gelişmekte olan piyasalar ile ilgili olumlu bakışımız üzerinde risk unsuru olarak belirlediğimiz, büyük ölçüde uluslararası boyutu olan iki ana eksenli jeo-politik risk grubu var. Rusya ve yeni bir GREXIT kaynaklı olumsuzluklar Türkiye piyasalarını da etkileyecek şekilde genişleyebilir. Önce bu ikisinden başlayalım.

Hem petrol fiyatlarındaki sert gerileme hem de batının Ukrayna nedeniyle uygulamakta olduğu ambargo nedeniyle Rusya'nın ödemeler dengesinde önemli bir bozulma yaşanmakta. Kremlin için Ukrayna stratejik öneme sahip. Ve Putin Poroshenko'dan geri adım ve federalizm sözü almadan duracak gibi değil. Poroshenko ise inatçı bir duruş sergiliyor, ayrılımacı güçlerle savaşa Batı'nın da desteğini alarak devam etmeye kararlı görünüyor. Ambargonun devam ettiği ve petrol fiyatının en iyi ihtimalle 65 dolara yükseldiği bir 2015'te Rus kurum ve bireylerin ihtiyaçlarını karşılamak için döviz talebi devam edecektir. Bu da Rus Merkez Bankası'nın rezervlerinin erimeye devam edeceği anlamına gelir. Hangi noktada Rus bankalarına saldırının başlayarak hükümetin sermaye hareketlerine sınır koyacağını kestirmek zor; ancak yılın ikinci yarısından önce olması beklenmemeli. O zamana kadar Rusya'dan çıkan sermaye Türkiye için olumlu denebilir. Ancak, bu durumun Rusya-

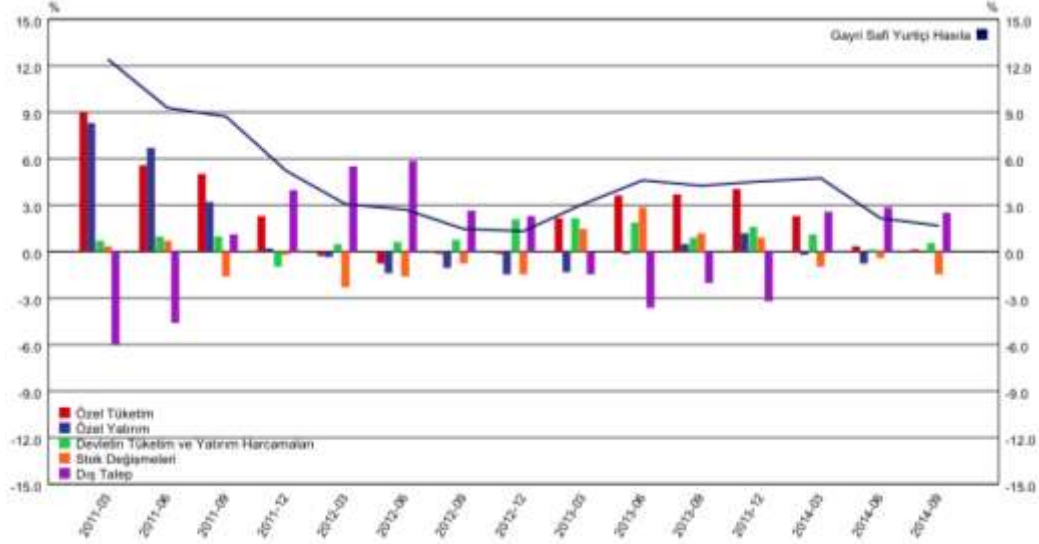
Türkiye ticaretini olumsuz etkilediği de kesin.

Bu rapor, Yunanistan'da Syriza zaferinin ardından Tsipras'ın Troyka ile reform programına devam etmeyeceğini açıklamasının ardından yazıldı. Dolayısıyla, Yunanistan'ın yeni koalisyon hükümeti ile Euro hükümetleri arasında zorlu bir pazarlık süreci de başlamış oldu. Burada da bir çıkmaz var. Syriza önderliğindeki koalisyon hükümetinin seçim öncesi söz

verdiği adımları atması ve sosyal harcamaları 2015-2016 bütçesinde artırması için, borç tarafında büyük bir yeniden yapılanma gerekiyor. Böyle bir cömertlik ise daha önce PIIGS adı verilen diğer ülkelerden benzer isteklerin gelmesine neden olacak.

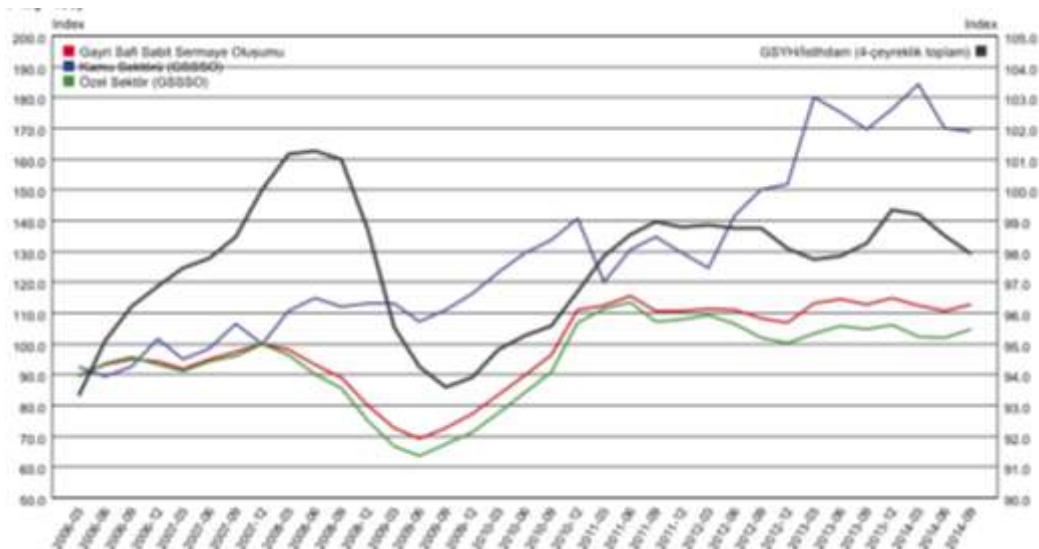
Yunanistan'ın 2015'teki 28 milyar euroluk borç geri ödemesi Şubat sonlarında başlayacak. AMB da Yunan bankalara borç vermeyi kesti bile. Diğer tarafta,

Grafik 7. Büyümenin Kaynakları (geçen sene GSYH'ye oran)



Kaynak: Turkey Data Monitor

Grafik 8. Verimlilik ve Yatırımlar



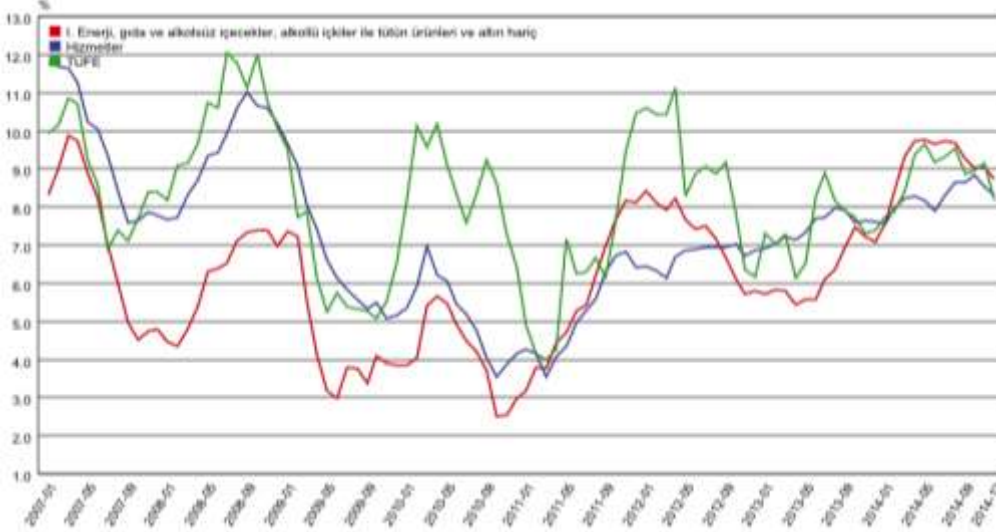
Kaynak: Turkey Data Monitor

Grafik 9. Sanayi Üretimi: Takvim Etkisinden Arındırılmışlık (yıllık, %)



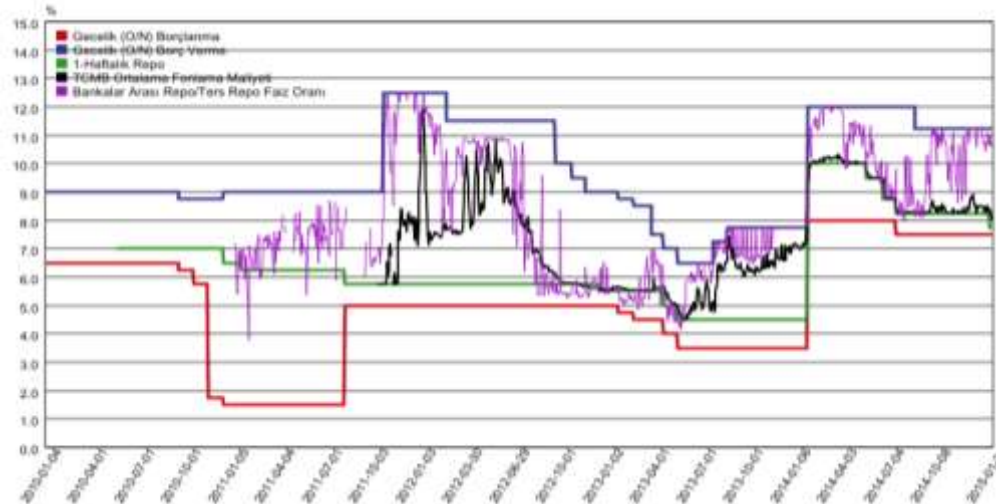
Kaynak: Turkey Data Monitor

Grafik 10. Çekirdek ve Hizmet Enflasyonu



Kaynak: Turkey Data Monitor

Grafik 11. Politika ve Kısa Vadeli Faiz Oranları (%)



Kaynak: Turkey Data Monitor

Troyka'nın bekleyecek zamanı var. Piyasalar bu nedenle uzlaşmaya yönelik ilk adımın Yunanistan'dan geleceğini düşünüyorlar. Tahminimizce, kredi geri ödemelerinin ilk dilimindeki gecikmeye piyasalar tolerans gösterecek ve pazarlıklar Yunanistan'ın elini zorlayacak şekilde Mart içine sarkacak. Bu durum da piyasaları stres içine sokmaya başlayacaktır. Her iki durumda da Türkiye ve Yunanistan'a komşu merkez Avrupa ülkelerine sığırama olması yüksek bir olasılık.

Türkiye politikasından yayılan haberler genel olarak negatif olarak algılansa da, durum aslında "çok duman-az ateş" olarak tanımlanabilir. 7 Haziran seçimlerinin AKP'nin zaferi ile sonuçlanacağı beklentisi, politik istikrarın çıpası olarak algılanmaya devam ediyor. 5 Aralık'tan bu yana yayınlanan anket sonuçlarına göre:

- AKP: %45-50
- CHP: %23-27
- MHP: %13-17
- HDP: %7-9

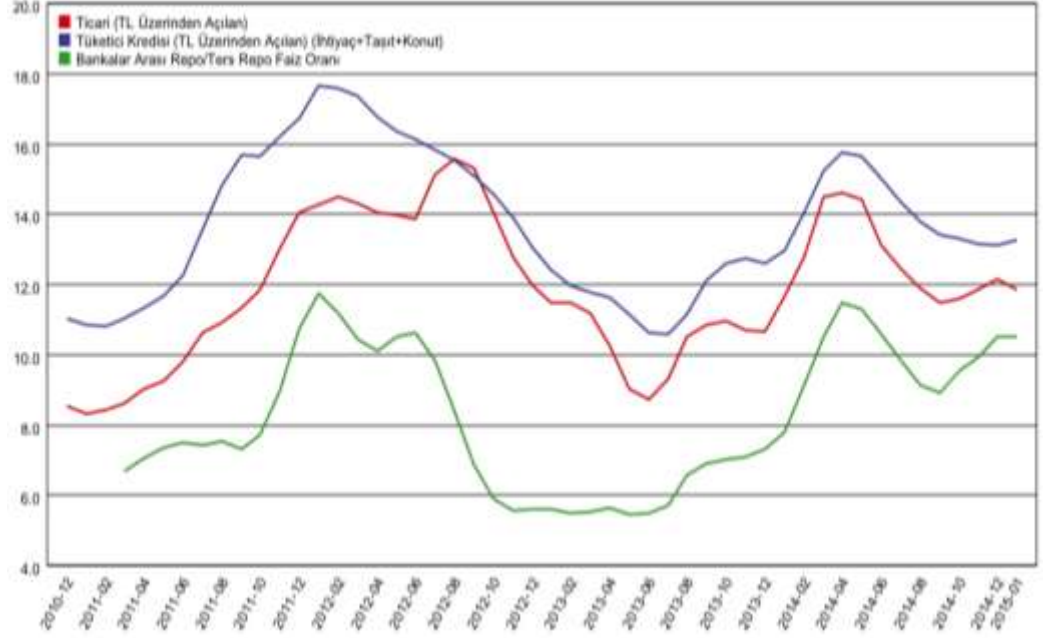
AKP'nin medya erişimi, finansal kaynakları ve para-maliye politikalarını seçimlerdeki ihtiyaçlarına göre belirleme gücüyle zaten seçimlerden zaferle çıkmaması %20'nin altında bir olasılık. Ancak, bu çıkarım seçimlerden önce az da olsa türbülans beklenmediği anlamına gelmiyor.

Bir kere çeşitli şekillerde kategorize edilebilecek terör riskleri var. Charlie Hebdo saldırısının Türk yetkililere hatırlattığı üzere uzun ve denetimi neredeyse olmayan Türkiye-Suriye sınırında, IŞİD ve el Nusra tehditleri var. Mevcut durumda bu iki örgütün de Türkiye üzerinden insan gücü ve silah erişimi, ilk etapta bu örgütlerin hedef olarak Türkiye'yi belirlemelerine engel. Ancak,

gelecekte eğer Türkiye anti-İŞİD koalisyonuna daha fazla katkı yapmaya zorlanırsa, bu örgütlerin Türkiye içerisinde de terör saldırıları gerçekleştirmesi olası hale gelebilir.

AKP'nin önemli ve kalıcı başarılarından bir tanesi topraklarımız içindeki Kürt kökenli vatandaşlarımızın sorunlarına samimi çözümler getirme çabası. Ancak, PKK'nın Irak ve Suriye'de İŞİD karşısındaki zaferleri ve Ağustos 2014 cumhurbaşkanlığı seçimlerinde HDP'li aday Demirtaş'ın %10'luk seçim başarısı Kürt Siyasi Hareketi'nin barış talepleri konusundaki çitasını oldukça yükseltmiş

Grafik 12. Kredi Faiz Oranları ile Bankalararası Faiz Oranları (3 aylık HO)



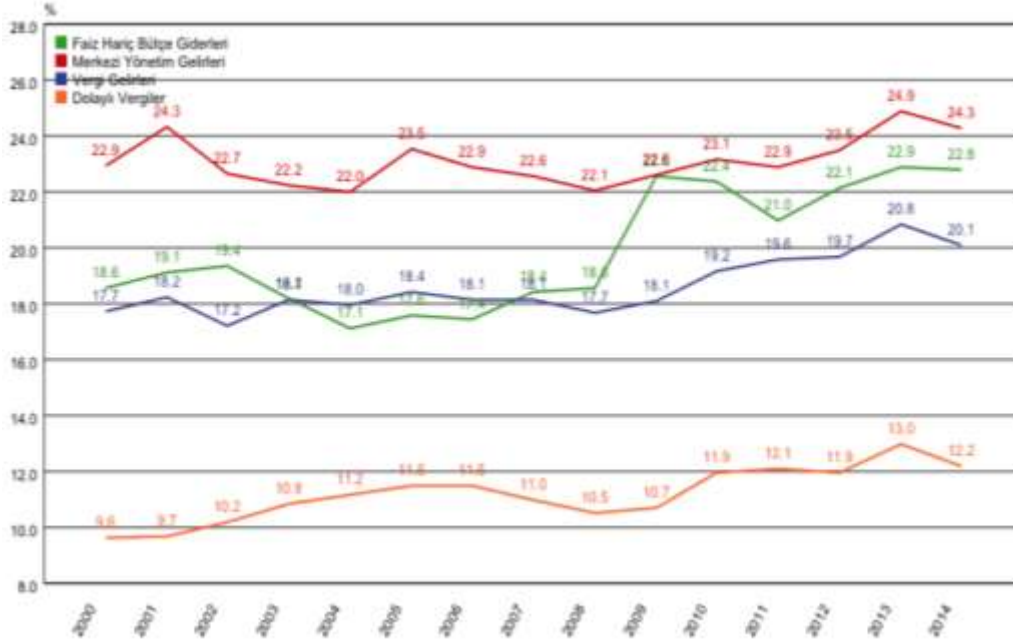
Kaynak: Turkey Data Monitor

Table 3. Merkez Yönetim Bütçesi: 2013 -2015 (başka şekilde belirtilmediği sürece milyar TL)

	Oca-Ara		Reel Büyüme (%)	Bütçeye oran olarak; %	2014		2015
	2014	2013			Bütçe /P Tahmin	OVP	
Merkezi Yönetim Gelirleri	425.8	389.7	0.4	105.6	403.2	424.0	452.0
GSHY'ye oran olarak	24.4	24.9	...	...	23.5	24.0	23.2
sak: Genel Bütçe Gelirleri	409.2	375.6	0.1	104.1	393.0	...	...
Vergi Geliri	352.4	326.2	-0.7	101.2	348.4	351.6	389.5
GSHY'ye oran olarak	20.2	20.8	...	...	20.3	19.9	20.0
sak: Gelir Üzerinden Alınan Vergiler	106.2	92.7	5.2	104.3	101.9	...	...
Gelir Vergisi	73.9	63.8	6.5	104.4	70.8	...	...
Kurumlar Vergisi	32.3	29.0	2.4	103.9	31.1	...	...
Mal ve Hizmet Üzerinden Alınan Vergiler	142.1	134.9	-3.2	100.4	141.5	...	...
sak: KDV	38.1	38.0	-7.8	96.2	39.6	...	...
ÖTV	91.1	85.5	-2.1	101.9	89.4	...	...
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	71.1	68.3	-4.3	100.9	70.5	...	...
Vergi Dışı Gelirler	73.3	63.5	6.1	133.7	54.8	72.4	62.5
Giderler	448.4	408.2	0.9	102.7	436.4	448.4	472.9
GSHY'ye oran olarak	25.7	26.1	...	...	25.4	25.4	24.3
Faiz-Dışı Giderler	398.5	358.2	2.2	103.7	384.4	398.2	418.9
GSHY'ye oran olarak	22.8	22.9	...	...	22.4	22.6	21.5
sak: Personel (sosyal güvenlik primleri dahil)	129.3	112.5	5.5	100.4	128.8	...	139.5
Cari Transferler	162.3	148.7	0.3	99.2	163.6	...	176.4
sak: Sosyal Güvenlik	79.8	74.0	-0.9	100.5	79.4	...	...
Mahalli İdare Payları	38.8	32.4	10.0	99.9	38.8	...	...
Yatırım	55.7	51.4	-0.5	151.8	36.7	...	47.8
Faiz Giderleri	49.9	50.0	-8.3	96.0	52.0	50.2	54.0
GSHY'ye oran olarak	2.9	3.2	...	...	3.0	2.8	2.8
Bütçe Dengesi	-22.7	-18.5	...	68.2	-33.3	-24.4	-21.0
GSHY'ye oran olarak	-1.3	-1.2	...	...	-1.9	-1.4	-1.1
Faiz Dışı Denge	27.2	31.4	...	145.4	18.7	25.8	33.0
GSHY'ye oran olarak	1.6	2.0	...	...	1.1	1.5	1.7
Memo items:							
Faiz Dışı Denge (IMF Tanımlı)	8.5	13.8	-43.1	...	8.7	8.6	20.7
GSHY'ye oran olarak	0.5	0.9	...	...	0.5	0.5	1.1
GSYH (resmi rakamlar)	...	...	...	...	1719.0	1,764	1,945
GSYH 1/	1,747	1,565	...	...	...	...	...

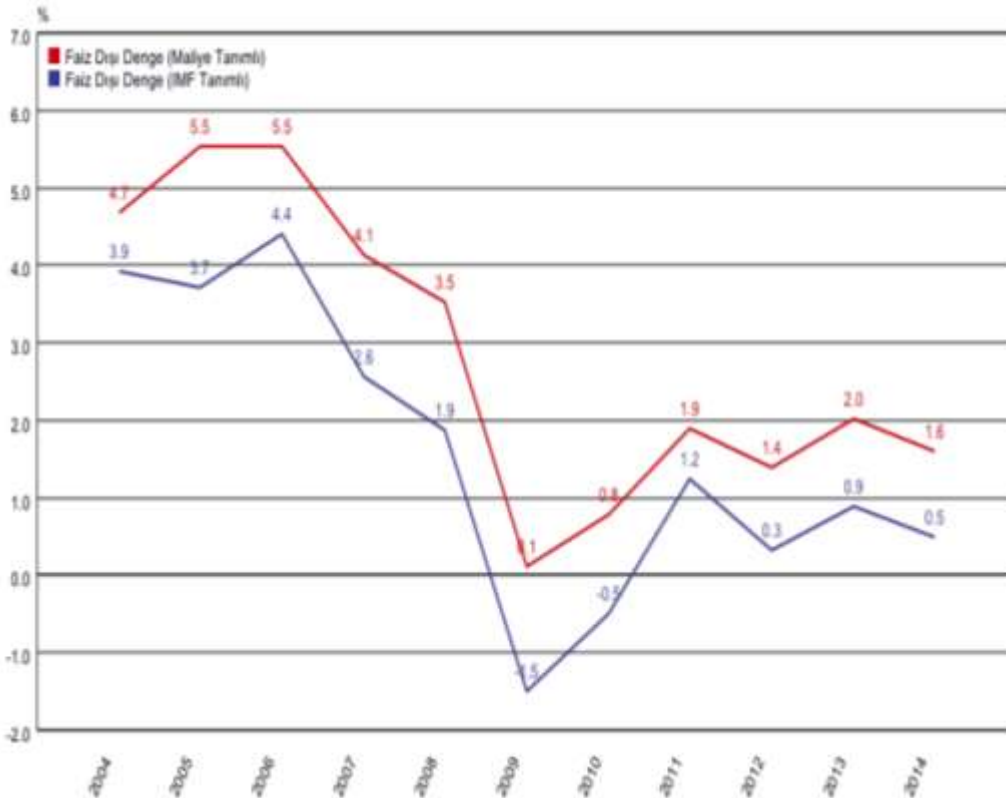
Kaynak: Maliye Bakanlığı, Turkey Data Monitor.

Grafik 13. Gelirler ve Faiz Harcamalar (GSYH'ye oran olarak)



Kaynak: Turkey Data Monitor

Grafik 14. Merkezi Yönetim Faiz Dışı Dengesi (Maliye ve IMF Tanımlı)



Kaynak: Turkey Data Monitor

durumda. Kısaca, KSH'nin Belçika modeline uygun federal yapı ile çözüm formülü Türklerin çoğunluğu tarafından kabul edilebilir durumda değil. KSH genel seçimlerden önce seçimlerden sonra isteklerinin bazılarının karşılanacağına dair AKP'den bağlayıcı sözler alamazlarsa, seçim sonrasında pazarlık gücünü elde edemeyebileceklerinin farkında. Dolayısıyla, isteklerini kabul ettirmek adına büyük ölçekli sokak protestoları gündeme gelebileceği gibi, PKK'nın büyük şehir hücreleri kaynaklı terör saldırıları da gündeme gelebilir. Terör risk kategorileri arasında son olarak da, Türkiye'deki marjinal aşırı sol kanadın temsilcisi DHKP-C'nin iddia ettiği üzere polisin sert tutumunu protesto etmek üzere başlattığı intihar saldırıları var. Tabii bu eylemlerin de PKK veya başka güçler tarafından manipüle ediliyor olması muhtemel. DHKP-C'nin organizasyonu yaygın değil ancak yöntemleri çok acımasız ve ekonomik hedefleri de vurmaktan çekinmeyebilir.

Sonuçta, AMB'nin başlattığı miktarsal genişleme, ucuz petrol ve bir sonraki bölümde detaylı anlatacağımız sorunlu bazı mako göstergelerdeki yeniden dengelenme hikayesi bahsettiğimiz riskleri Mart sonundaki FED'in para komitesi toplantısında söylemdeki "faiz artırmak için sabırlı olunacak" ibaresi çıkana kadar bastırarak gibi duruyor.

2015'te Ekonomi: Önümüzdeki uzun yıllar boyunca sahip olunacak en iyi dengelenme hikayesi

Türkiye'nin inanılmaz bir şansı var. Sadece iki sene önce, ödemeler dengesi sorunları nedeniyle FED'in faiz artırımından

en sert etkilenecek "kırılgan beşli" içinde adı geçiyordu. Derken petrol fiyatlarının düşmesiyle dünyada deflasyon korkusu artınca, AVM'nin büyük miktarsal genişleme kararıyla beraber Türkiye, FED'in parasal sıkılaştırma sürecine dayanıklılığının artmasıyla yeniden finansal yatırımcıların gözde ülkesi haline geldi.

Düşük petrol fiyatı sayesinde 2015 Türkiye için cari açıkta (CA) ve enflasyonda önemli düşüşlerin kaydedildiği bir yıl olarak kayda geçecek. Genel geçer kanının aksine ise bu satırların yazarı düşük petrol fiyatının büyüme tarafındaki resmi fazla değiştireceğine inanmıyor. Küresel dalga Türkiye hikayesinde dönemsel bir iyileşme yaratsa da,

iş Başbakan Davutoğlu ve ekibinin bu dalgayı kalıcı bir yapısal dönüşüm gerçekleştirmek adına kullanıp kullanmayacağına bağlı olarak büyüme potansiyeli üzerinde etkili olabilecek. Ne yazık ki, Başbakan'ın ilk adımları Türkiye ekonomisinin tıkalı damarlarını açmak üzere büyük bir ameliyat yapmak yerine, hassas ayar yoluyla hastayı iyi hissettirmeye çalışmak yönünde oldu. Türkiye dönemsel dalganın avantajlarından faydalanırken, esasta ihtiyacı olan reformların gerçekleştirilip gerçekleştirilemeyeceğini görmek için seçim sonrası dönemi beklemek zorunda.

Hikayemize 2014-2015 tahminlerimizle başlayalım. (Tablo 2.)

Büyüme: Türkiye 2014 üçüncü çeyrekte büyümenin %1,7'ye düştüğü ortalama altında bir yıl daha geçirdi. Son çeyrek verileri henüz açıklanmasa da, Ekim-Kasım sanayi üretimi yavaşlamanın devam ettiğine işaret ediyor. Tarımsal üretimin düşüklüğü, net kamu harcamalarının ve net dış talep desteğinin azalması söz konusu büyük resmi destekleyici nitelikte. (Grafik 7.)

Ocak ayında mevsimsel olarak düzeltilmiş kapasite kullanım alanı artmış olsa da, işgücü güven endeksi aylık bazda geriledi. Üstelik tüketici güven endeksi son dört yılın en düşük seviyesine inerken, 13 haftalık hareketli ortalamalarla kredi artışı %16 civarına sabitlendi. Tüm bu veriler yeni yıllara beraber,

Table 4. Sermaye Hesabı (milyon \$)

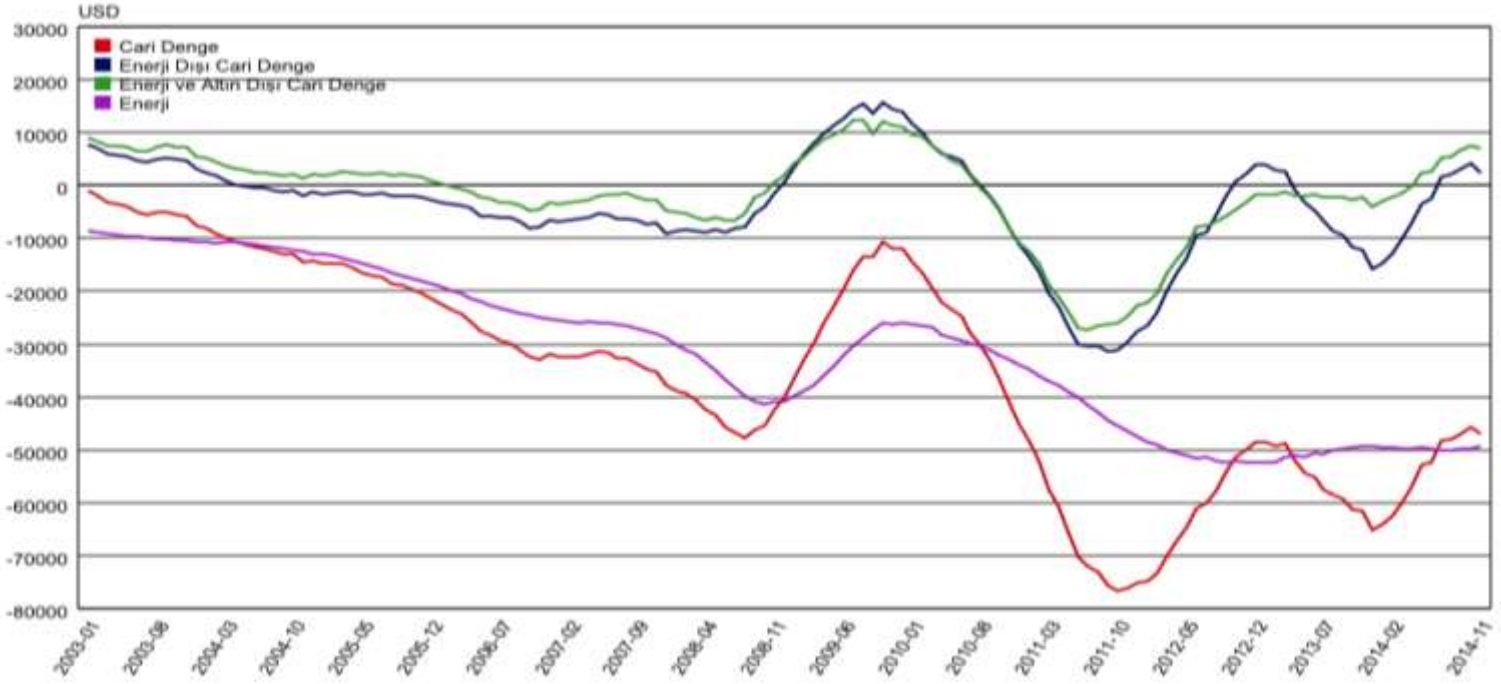
	Kas		Oca-Kas		12-Aylık Toplam	
	2014	2013	2014	2013	Kas 14	Eki 14
Cari Açık	-5,636	-4,215	-38,716	-56,665	-47,086	-45,665
Sermaye Hesabı	9,901	5,753	41,601	67,913	45,579	41,431
Doğrudan Yabancı Yatırım	-1,035	802	4,290	8,019	5,458	7,295
Portföy Yatırımı	3,203	1,208	18,644	23,924	18,412	16,417
Hisse Senedi	524	772	2,540	1,087	2,295	2,543
Borç Senetleri 1/	2,257	558	17,694	20,148	17,795	16,096
Yurtiçi	945	-1,182	84	5,034	-817	-2,944
Diğer Yatırımlar	<u>7,733</u>	<u>3,743</u>	<u>18,721</u>	<u>36,066</u>	<u>21,763</u>	<u>17,773</u>
Varlıklar	2,028	-1,108	548	3,970	-1,052	-4,188
Yükümlülükler	<u>5,705</u>	<u>4,851</u>	<u>18,173</u>	<u>32,096</u>	<u>22,815</u>	<u>21,961</u>
Kısa Vadeli Krediler	4,175	3,572	7,093	18,043	8,736	8,133
Uzun Vadeli Krediler	520	347	6,784	3,187	10,288	10,115
Banka Dışı Özel Sektör	592	255	3,577	-933	4,326	3,989
IMF Kredileri	0	0	0	-852	0	0
Diğer / Mevduatlar	1,010	932	4,296	11,718	3,791	3,713
Sermaye Transferi	0	0	-54	-96	-54	-54
Net Hata Noksan	-3,462	561	2,283	2,383	2,955	6,978
Rezerv Varlıklar 2/	-803	-2,099	-5,168	-13,631	-1,448	-2,744

Kaynak: TCMB, Globalsource

1/ Yerleşik olmayanlara yapılan yurtiçi ihraçlar dahil.

2/ (-) işaret rezerv birikimini gösterir.

Grafik 15. Cari Denge ve Bileşenleri (12 aylık toplam, milyon USD)



Kaynak: Turkey Data Monitor

ekonomik aktivitede herhangi bir canlanma olmadığının göstermekte. (Grafik 8.)

Türkiye çok büyük olasılıkla 2014 yılını %2,6 oranında büyüme ile kapattı.

2015 büyümesi ise ancak biraz daha iyi olacak. Düşük petrol imalat sanayi sektörüne bir miktar rahatlama getirirse de, elektrik ve doğal gaz fiyatlarında kayda değer bir iyileşme olmaz ise tüketiciler petrol fiyatlarındaki düşüşü fazla hissetmeyecekler. Yılın ilk yarısında seçimlere kadar izlenecek genişlemeci para ve maliye politikaları tarımsal üretimin geçen yıla göre biraz daha fazla olma beklentisiyle birleştiğinde ulusal gelirden bir iyileşme yaratsa da; ikinci yarıda bu resim büyük olasılıkla terse dönmüş olacak. Cari açık ise ihracat artışından çok ithalatın daralması üzerinden gerçekleşecek. Keza, Türkiye'nin ihracatının yarısı ve turizm gelirlerinin üçte biri petrol ihraç

eden ülkelerden gelmekte. En önemlisi de, sonu gelmeyen politik gerginlikler, borcun hem iş sahipleri hem de hane halkı ağırlaşan yükü, zayıflayan nakit akışı ve artan işsizlik büyük hasar yaratarak; büyümeyi olumsuz etkiliyor. (Grafik 9.)

Sonuç olarak 2015 büyüme beklentimiz, %3 ile ortalama beklentinin altında kalıyor .

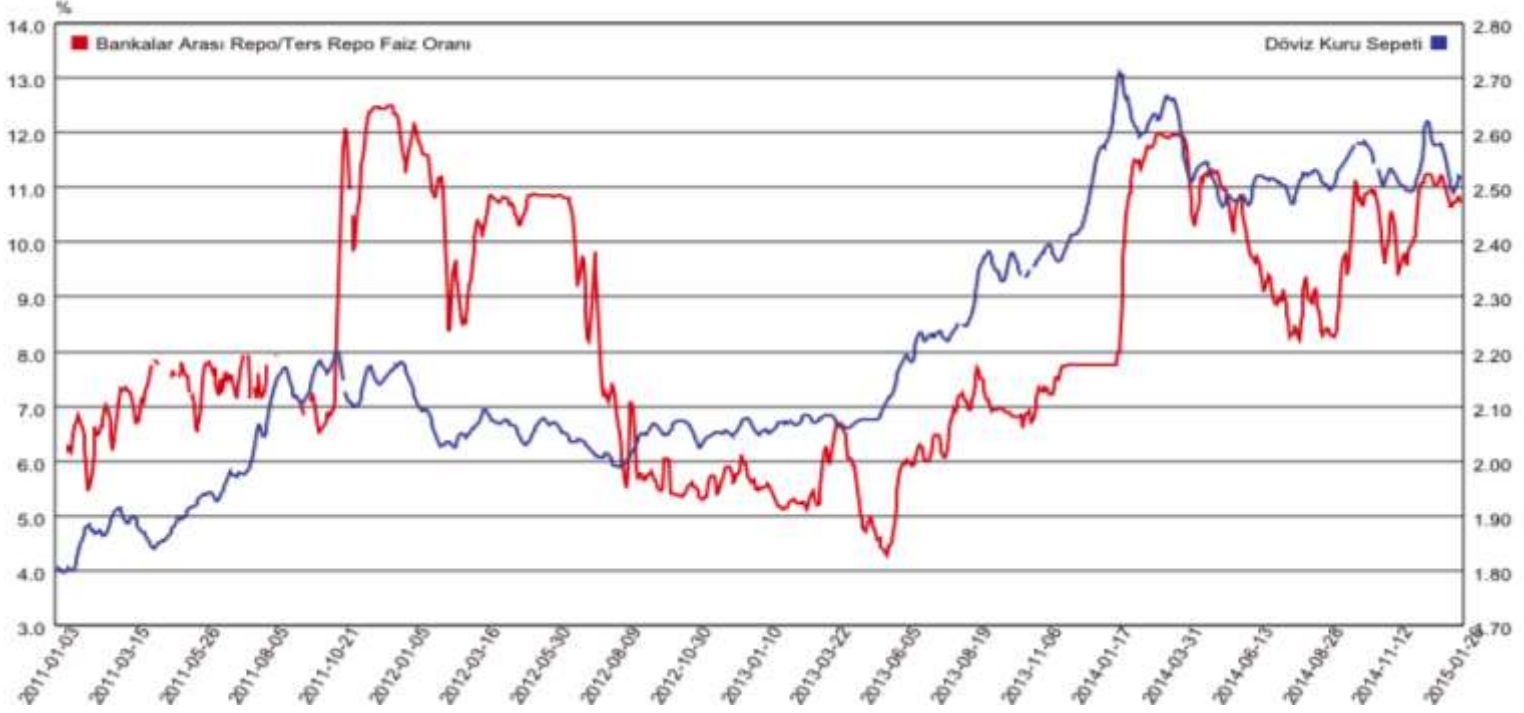
Enflasyon ve Para Politikası:

2014 yılında %9'a yükseldikten sonra TÜFE enflasyonu seneyi %8,2'den kapattı. Çekirdek enflasyonu ve hizmet sektörü enflasyonu ise sırasıyla %8,7 ve %8,3 olarak gerçekleşti. Aralık 2014 itibarıyla enflasyon açısından en kötüsünün geride kaldığını söylemek mümkün olsa da, sonuçlar hedef enflasyon %5'in çok üzerinde. (Grafik 10.)

Büyümenin aksine, 2015'te enflasyonda önemli ve bir ölçüde de kalıcı denebilecek bir düzelme beklenmektedir. Gıda

enflasyonunun %13'ten %9'a; enerji ile bağlantılı maliyetlerin %50 civarında düşmesi ve baz etkisi sayesinde TÜFE enflasyonu yaz ortasında %5,5-6 seviyesine kadar inecek. Ancak, kur tarafından destek veya küresel deflasyon olmaması durumlarında, enflasyonda daha fazla bir düşüş gerçekleşmiyor. Üstelik, yılın ikinci yarısında baz etkisi terse dönerken, petrol fiyatında beklenen kademeli artışla beraber, 2015 sonunda enflasyon yeniden %7'ye yönelecek. Yılın ilk Enflasyon raporunda, merkez bankası sene sonu beklentisini hedef seviye olan %5 olarak açıkladı ki bu neredeyse imkansız. Yıllardır enflasyon hedeflemesi çerçevesinde politika üretilmemesi nedeniyle, ekonomik ajanların beklentileri artık %5'ten çok uzakta; yeni plato %7 olarak kabul edilmiş durumda. Çok katı makro politikalarla desteklenmedikçe, enflasyonun 2016'da da düşmesi mümkün değil. (Grafik 11.)

Grafik 16. Kısa Vadeli Faiz Oranları ve Döviz Kuru Sepeti (5 günlük HO)



Kaynak: Turkey Data Monitor

Bu gerçeklere rağmen, kısmen inanılmaz politik baskının etkisiyle, merkez bankası Ocak sonunda parasal genişleme adımını attı. Önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüşleri faizde indirimler izleyecek. Reel faizin sıfıra yakın tutulması hedeflendiğine göre merkez bankasının politika faizi de yaz aylarında %6'ya kadar inmiş olacak. Daha önemli olan günlük repo faizi ise kur tarafından gelecek baskının gücüne göre ayarlanacak ki TL'de devam eden tekinsiz hava, faiz politikasıyla birleştiğinde kur tahmini yapmayı neredeyse imkansız hale getiriyor.

Faiz indirimlerinin politik baskı sonunda gerçekleştiriliyor olduğuna dair görüşümüz tartışılabilir. Ancak, parasal gevşeme sonucunda reel faizin düşük olmasının enflasyonist etki yaratacağı gerçeğinin tartışmaya açık bir noktası yok. Yine de, Grafik 12'deki ve diğer bulgular kredi faizlerinin haftalık

repo piyasasına göre belirlenmekte olduğunu anlatıyor. Dolayısıyla, beklenen faiz indirimlerinin ekonominin harcamalar tarafındaki etkisi hükümet tarafından umulanın altında kalabilir. (Grafik 12.)

Erken bir faiz indirim döngüsünün bizce en büyük riski FED'in faiz artırdığı ortamda TL'yi savunmasız bırakıyor oluşu. Bu durum bankacılık sektöründe sermaye kaçışlarına neden olursa, merkez bankası da 2015'in son çeyreğinde son derece maliyetli bir şekilde para politikasını tekrar sıkılaştırmak zorunda kalabilir.

Maliye Politikası ve Kamu

Borcu: Türkiye'de ekonomik istikrarın temel çapaları çok düşük bir kamu borcu ve %2'nin altında seyreden bütçe açığı. Seçimlerin ardından yılın ikinci yarısında maliye politikasının dizginlenmesiyle, bütçe tarafında GSMH'nin en fazla %0,5 oranında hata payıyla 2015 mali hedeflerinin gerçekleşeceğini düşünüyoruz. (Tablo 3.)

Ancak, küresel faiz oranı görüntüsü oldukça kafa karıştırıcı. AMB'dan gelecek 1,1 trilyon dolar tutarındaki yeni likidite FED'in potansiyel faiz artışının etkilerini sınırlayacak. Diğer taraftan, petrol fiyatlarındaki sert düşüş sonrasında küresel sisteme akan petrol-dolar kaynağında daralma olacak. Sonuçta, gevşek finansal koşulların ve deflasyon korkularının etkisi altındaki piyasalarda, gösterge ABD, Japon ve Alman tahvil faizleri tarihi düşük seviyelerde. Bu da Türk Hazinesi adına fonlama tarafında ılımlı bir resme işaret ediyor. Bütçe açığı tarafında sağduyulu politikalarla desteklendiğinde, kamu borç stoku GSMH oranı %30'un altında olan Türkiye'yi, önümüzdeki üç yıl boyunca sarsacak bir gelişme yaşanması zor. (Grafik 13.)

Özet olarak, tamamıyla piyasanın gözünden bakınca, net borçlanma net ödemelerin altında kalmaya devam edecek; düşmeye devam eden tahvil faizleri sağlam mali politikalarla desteklendiği sürece

Grafik 17. MSCI : Türkiye ve GOP (Ağustos 2008=100)



Kaynak: Turkey Data Monitor

merkez bankasının güven kaybının olumsuz etkilerini telafi edecek.

Ancak, bütçe tarafındaki yapısal kötüleşme hakkında bir kaç söz söylemeden geçmemek gerek. (Grafik 14.)

- Bütçe gelirleri durağan; genelde özelleştirme kaynaklı tek seferlik gelirler sayesinde düşük bütçe açığı korunmakta.
- Harcamalardaki esneklik büyük ölçüde aşınmış durumda. %50'si ihtiyari olarak kategorize edilen giderler gerçekte sosyal harcamalar.
- Hükümetin açıkladığı vergi ve sosyal güvenlik afları toplumun büyük bir kısmı üzerinde ahlaki olumsuzluk yaratmakta. Diğer taraftan, özel emeklilik, evlilik ve ilk defa ev alacaklara sağlanan nakit teşvikler bütçeye büyük ve ölçülmesi mümkün olmayan yeni yükümlülükler getirmekte.

Ödemeler Dengesi: Zayıf iç talep ve AB'ye artan ihracat sayesinde, Kasım ayındaki altın ihracatı hariç, Türkiye'nin kronikleşen cari açık problemi 2014 boyunca daraldı. Altın ve enerji hariç tutularak yaptığımız hesaplara göre iç talebin göstergesi olarak aldığımız "temel" cari dengenin ise Kasım'dan bu yana istikrar kazandığını görüyoruz. Bu durumda yakında ithalatın tekrar artmaya başlaması anlamına geliyor. (Grafik 15.)

Buna rağmen, Türkiye'nin 2014 sonu cari açığı 46-47 milyar dolar civarında; ya da GSMH'nin %5,7'si olarak gerçekleşecek. Geçen yılın ikinci yarısı boyunca petrol fiyatlarının %50 düşmüş olması sayesindeyse, 2015'in ilk yarısında cari açıktaki kayda değer bir "yeniden dengelenme" yaşanacak. Temel cari denge fazladan 6-7 milyar dolar açığa dönse de, bu açık petrol fiyatları sayesinde enerji ithalatında yaşanacak 13-15 milyar dolar

civarındaki tasarruf tarafından fazlasıyla telafi edilecek. Petrol fiyatlarındaki düşüş tabi sadece olumlu yansımıyor; resmin diğer tarafında başta Rusya, Kuzey Afrika ve Orta Doğu bölgesi kaynaklı olmak üzere Türkiye'nin turizm ve ihracat gelirlerinde olacak. Hesaplarımıza göre tüm bunlar toplamda 2015'te cari açığı 35 milyar dolara kadar düşürecek; bu da GSMH'nin %4,4'üne karşılık gelecek. (Tablo 4.)

Bir tarafta cari açık düzelmeye devam ederken, diğer tarafta cari açığın finansmanı ele tutulur şekilde kötüleşmekte. Türkiye'nin çekebildiği doğrudan yatırımlar çok azaldı ki bu da kısmen mevcut politik kutuplaşma ve Ankara'daki yolsuzluk iddiaları ile ilintili. 2014'te sisteme giren finansal sermaye yarıya düşerken, cari açık fonlaması büyük ölçüde bankaların kısa ve uzun vadeli borçlanmaları üzerinden gerçekleşti. Yalnız 2015'te

AMB'nın salacağı likidite sayesinde cari açık finansmanında bir darboğaz beklemediğimizi hemen söylemek gerek. Belirtmekte fayda var, FED'in faiz artırımını, Yunanistan veya Rusya kaynaklı gerginlikler gibi bazı dönemlerde Türkiye piyasalarından sermaye çıkışları yaşanabilir. Ancak, geçmiş verilere bakarak bu tür dönemlerin olayı izleyen altı haftanın üzerinde olmadığını da eklemek gerek. Zaten, cari açıktaki daralma sayesinde bu tür kaçışlar da eskisi kadar korkutucu değil artık.

Merkez, kur istikrarını tehdit etmeyecek şekilde bu tür sermaye kaçış dönemlerinde kullanmak üzere yeterince rezerv sahibi.

Daha önemli bir sorun, dolar borçlanma maliyetinin yükselmesine paralel Türk şirketlerinin gönüllü olarak bilançolarında kur riskini azaltmayı tercih etmeleri. Keza, son iki senede, Türkiye'de karlı yatırım alanları oldukça azalmış, hatta yok olmuş durumda. Eğer böyle bir tercih gerçekleşmeye başlarsa, TL devamlı olarak baskı altında kalabilir. Sene sonuna kadar TL'nin sepet kur karşısında %5 değer kaybetmesini bekliyoruz. Bu da reel efektif döviz kurunun istikrarlı kalması anlamına geliyor. Bu resim tabi merkez bankasının iddialı parasal gevşeme senaryosunun- hele ki yılın ikinci yarısında da devam etmesi durumunda- riski altında.

Piyasalarda Nisan ayına kadar her şey yolunda

Emtia fiyatlarındaki düşüş kur hariç bütün TL bazlı bütün enstrümanların Çin ve Hindistan'dan sonra gelişmekte

olan piyasalardaki en iyi 4Ç14-Ocak 2015 rallisi ile sonuçlandı. AMB miktarsal genişlemesi, ucuz petrol ve dış piyasalardaki olumlu risk algısı Türk varlıklarına destek olurken, daha fazla ralli için alan kalıp kalmadığı kayda değer bir soru ki bize göre fazla bir yer kalmadı. Diğer taraftan, piyasalar Nisan ayına kadar negatif risklere karşı koruma altında. Nisan'dan sonraysa ya bir ayı piyasası trendine girilecek ya da en iyi ihtimalle piyasalar yatay seyretmeye başlayacak. Varlık sınıfları açısından değerlendirme yapmadan önce, piyasa zamanlaması açısından kendi bakışımızı anlatalım.

Politika ve küresel çerçeve bölümlerinde ele aldığımız üzere, mevcut döngü Türk piyasalarından yana. Dışarda, küresel deflasyon endişeleri uzun vadeli ABD tahvil faizlerini baskılamakta. Orta ve Doğu Avrupa bölgesinde AMB miktarsal genişleme planları TL ve diğer para birimlerini güçlü dolar şoklarından koruyor. %3 ile Türkiye hala bölgedeki diğer ülkeler içinde en hızlı büyüeyebilen ülke. Küresel anlamda büyüme beklentilerinin kısmen de olsa iyileşmesi gelişmekte olan piyasalara bir miktar daha sermaye çekebilecek.

Türkiye'nin yeniden dengelenme hikayesi bölgedeki hem en kuvvetli hikaye hem de küresel deflasyon korkuları için iyi bir koruma. Rusya ve Yunanistan tarafından bulaşma etkisi elbette var ancak hiçbir Türkiye'de bir kriz yaratacak boyutta değil.

Sıkıntılar ise Nisan ayında başlayabilir. FED Papa Politikası Kurulu tutanaklarından "sabırlı bekleme" kavramını çıkardığı zamanlarda TCMB de faiz

indirimleri ile TL'nin cazibesini düşürmüş olacak. Mayıs'a gelindiğinde AKP seçim anketlerinde önde gidiyor dahi olsa, seçim riskini almak istemeyen bir yatırımcı grubundan satış baskısı beklenmeli.

Bu olayların hiçbirisi gerçekleşmeyebilir ancak o zamana kadar TL varlıkların değerleri iyice artmış ve piyasalar beklenmedik kaynaklardan gelebilecek kötü haberlere karşı hassas hale gelmiş olabilirler. Her durumda da yeniden dengelenme anlamına gelen "Yeni Türkiye" hikayesi Nisan-Mayıs aylarına kadar temelde çok cezbedici olduğundan bir kaç orta ölçekli şoku atlatmayı başarabilir. Ancak seçim belirsizliği, FED'in parasal sıkılaştırma adımı resme girdiği anda yatırımcılar boğa piyasasına bir miktar ara vereceklerdir.

Merkez bankasının faizleri hızla indirme vaadi karşısında TL'nin değer kazanması için hiç bir alan kalmıyor. Haftalık repo faizini hızla indirirken, gecelik faizi belirlemek için kullandığı faiz koridorunu daha yavaş daraltmayı tercih eder diye düşünmekteyiz. Gecelik %11,5lar civarındaki faiz TL'yi kısmen koruyor olsa da, Ankara'dan gelen baskılar sonucunda, merkez bankası bu seviyeyi daha fazla koruyamayacak gibi duruyor. Yine de, düşüşler de sınırlı duruyor. AMB'den gelecek parayla beraber Orta ve Doğu Avrupa kurlarında herkes uzun pozisyon almaya çalışıyor. (Grafik 16.)

TL bazlı 2-10 yıllık sabit faizli tahviller, son üç ayda 300 baz puanlık düşüşle gelişmekte olan piyasa tahvilleri içindeki en kuvvetli ralliyi sergilediler. Daha fazla düşüş için ise yer sınırlı. Kur oynaklığında yeniden bir hareketlenme olmazsa ve

enflasyon beklendiği şekilde düşerse, tahvil faizlerinde en fazla 50-60 puz puanlık daha düşüş olabilir. Yükselme alanı ise daha yüksek. Merkez faiz indirim döngüsünde oluşabilecek herhangi bir bozulma, tahvil fiyatlarında bir sıçrama yaratma potansiyeline sahip. 2015 son çeyrekte yükselmesini beklediğimiz enflasyon ve daha zayıf TL senaryomuzda, vadeye kadar tutmak karlı bir strateji olmaz. Ya getiri eğrisinin kısa ucunda kalmayı ya da vade seçerken kura karşı da pozisyon almayı öneririz. (Grafik 17.)

Hisse senedi tahmini yapmıyoruz; onun yerine

raporlarını bizimle paylaşma nezaketini gösteren seçilmiş kurumların tahminlerini kullanıyoruz. Son 10 yıldır hiç bir dönemde piyasa oyuncularının bu kadar dar bir aralıkta hemfikir olduğunu görmemiştik. Neredeyse hepsi BIST-100 Endeksinin 2015 sonunda 99bin puanda olmasını bekliyor ki, biz de bu beklentiye güvenilir buluyoruz. Büyüme tahminimiz diğer kurumların altında olsa da, 2015 ilk yarıda gevşek maliye ve para politikalarının büyümeyi hareketlendirmesine dayandırılarak yapılan kar revizyonlarını gerçekçi buluyoruz. Hatta, meslektaşlarımıza göre daha bir agresif olduğumuz

söylenbilir. Düşük faiz ve istikrarlı kur ortamında daha önceki döngülerde olduğu gibi yerliler yine mevduattan hisse senedi ve emlak piyasasına yönelerek sene sonu endeks hedefine yılın ilk çeyreğinde ulaşılmasını sağlayabilirler. Risk ise %5 ile sınırlı. Daha önceki rallilerin aksine bu rallinin Şükran günü sonrasında hızlanmasının anlamı, Orta ve Doğu Avrupa merkezli fonların daha fazla alım için düşüşleri bekliyor olmaları.

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 şekil, 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 şekil 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 yayımlanamaz.