

İstanbul Portföy

Ekim 2014 Yatırım Bülteni

Merhaba. Bu yazımızla başlayarak, bundan sonra, her çeyrek dönem sonunda bir önceki dönemin makro ekonomik ortamını sizlerle paylaşacağız. Detaylı olarak, önemli ekonomik verileri (büyüme, faizler, döviz kurları, cari açık gibi) irdeleyip sizlere beklentilerimizi sunacağız. Ancak bu bülten bir ilk olduğu için, Türkiye ekonomisini daha orta vadeli bir mercek altına yatırmayı uygun gördük. Ayrıca, ilk defa İstanbul Portföy olarak önümüzdeki dönemler için piyasa beklentilerimizi 5 kategoriye bölmeye karar verdik.

1-Negatif (short the market)

2-Negatife eğimli (negative-biased)

3-Nötr (Neutral)

4-Pozitif eğimli (positive-biased)

4-Pozitif (buy the market)

Önce Türkiye'yi diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştıralım.

Eylül ayında çok çalkantılı bir dönem yaşadık. Türkiye'de enflasyon yükselirken (tüketici fiyatı endeksi (TÜFE) Eylül ayının sonunda sürpriz bir şekilde %9'dan biraz aşağıya düşse de) genel beklenti 2004 için %9.5'ler düzeyinde. Bu yüksek enflasyon oranı sadece Merkez Bankasının 5% hedefinin neredeyse iki misli değil, ayrıca diğer gelişmekte olan ülkelerinin de enflasyon düzeylerinden çok daha yüksekte. Üstelik bu durum sadece gıda ve TL'nin değer kaybından kaynaklanmıyor. Bütün enflasyon serileri kötüye gidiyor. Enflasyon konusunda Türkiye açık ara ile daha kötü.

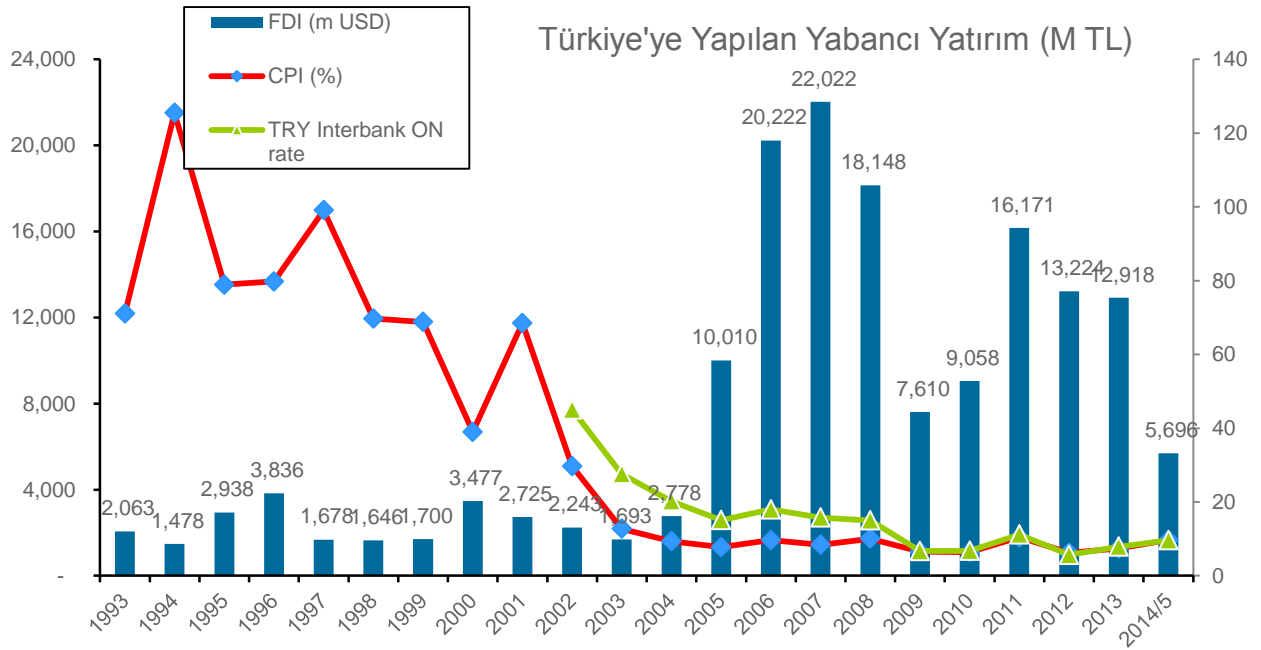
İkinci negatif veri, GSMH büyüme oranlarında. 1. çeyreği beklenenin üzerinde 4.7% büyümeyle kapatan Türkiye, 2. çeyrekte ancak %2.1'i yakalayabildi ve analistler aşağı yönlü revizyonlara başladı. Her ne kadar ekonomi bakanı Ali Babacan Orta Vadeli Programda 2014 GSMH büyüme beklentisini 3.3% düzeyine çektiyse de piyasalarda 2.7% telaffuz edenler de var. GSMH büyüme oranları karşılaştırmalarında, Türkiye diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla az da olsa daha güçlü durumda.

Kamu borcu GSMH oranları son yıllarda %35'lere geriledi. Bu oran diğer gelişmekte olan ülkelerde de benzer seviyelerde. Sadece gelişmiş ülkelerde bu oranlar çok yüksek.

Türkiye'nin en önemli problemi, bir başka deyişle yumuşak karnı, cari açığı. Maalesef Türkiye, doğal kaynaklardan yoksun olduğu için ancak cari açık vererek büyüeyebilen bir ülke. Her ne kadar ihracatını yıllar boyunca arttırdıysa da, yüksek büyümenin gerekli kıldığı ithalat

büyümesini finanse etmek zorunda. Türkiye bu finansmanı global likidite izin verdiği süreçte portföy yatırımları (sıcak para) ile yapıyordu. Türkiye ekonomisinin güçlü olduğu zamanlarda, (kredi notunun yatırım yapılabilir olduğu seviyeler) direkt yabancı yatırım da katkıda bulunuyordu. Son gelişmeler Avrupa'nın büyümesinin ciddi bir şekilde yavaşladığı, hatta Avrupa birliğinin lokomotif ülkesi olan Almanya'nın ekonomisinde zayıflamaya başlaması ve jeopolitik risklerden dolayı Türkiye'nin Orta Doğu'ya (özellikle Irak) ihracatında bu açığı kapatmaya yetmeyeceği beklentilerinden dolayı cari açık/GSMH oranı %6'nın altına düşmeyebilir. Ancak petrol fiyatlarının ve genelde emtia fiyatlarının düşüşünün devam etmesi halinde bu oran %6'nın altına düşebilir.

Ancak bu direkt yatırımlar 2006 ve 2007 yıllarında 20 milyar doları geçtiği halde YASED verilerine göre son yıllarda azalıyor. Özellikle yabancı yatırımların %50'sinden fazlasının hizmet sektörüne gelmesi (bankacılık, perakende gibi) uluslararası şirketlerin aslında Türkiye pazarının büyüme potansiyelini cazip gördükleri için geldiklerini gösteriyor. Bu yatırımlar ayrıca büyük çaplı özelleştirmelerle de desteklendi. Her ne kadar piyasalarda devletin rolünün azalmasının ve özel sektöre devredilmesinin daha iyi olduğunu düşünüyorsak ta, yapılan bazı özelleştirmelerde bazı şirketlerin/grupların çoğunlukla kamu yararını ihmal ettiklerini düşünüyoruz.



Source: Ekonomi Bakanlığı, Merkez Bankası, Hazine, Bloomberg

Türkiye’de bir başka sorun son zamanlarda Merkez Bankasının ne kadar bağımsız olduğu yolundaki kuşku. Her ne kadar faizlerin düşürülmesi için ciddi baskılar varsa da Merkez Bankası şu ana kadar dik duruşunu (Ekonomi Bakanı Ali Babacan’ın çok yerinde desteği ile) sürdürdü ve en azından faizleri düşürmedi. Aslında biz Merkez Bankasının önümüzdeki 6 ayda faizleri arttırması gerektiğini düşünüyoruz, ama bir genel seçim öncesi Merkez Bankasının uluslararası gelişmeler zorunlu kılmadıkça politik olarak faiz arttırımına gideceğine ihtimal vermiyoruz.

Son olarak ta Türkiye’nin jeopolitik riskleri özellikle son zamanlarda arttığı için finansal piyasaların yukarı yönlü gitmesine pek ihtimal vermiyoruz.

Kısacası Ali Babacan’ın Orta Vadeli Program (2015-2017) sunumunda da görüldüğü gibi (s. 26) Türkiye 2013-2017 yılları arası kişi başına milli geliri pek de yükseltmiyor ve çok belirgin bir şekilde orta-sınıf tuzağına (middle-income trap) düşüyor. Bundan kurtulmanın yolu da yapısal reformlardan geliyor ama bu yapısal reformlar bugün yapılmaya başlansa (eğitim gibi) bile etkisi çok uzun vadede görülecektir.

Kısa vadeli gelişmelerde ise Borsa İstanbul ciddi bir şekilde gerilemiş durumda özellikle dolar bazında. Yılbaşından 30 Eylül sonuna kadar BIST 100 TL bazında 10% artarken (dolar bazında %4.3) sadece Eylül ayında TL bazında %7.5 düştü (dolar bazında düşüş,%12.1). Eylül ayındaki döviz kuru gelişmeleri özellikle dolar bazında, Türk Lirası ve Rusya Ruble’sini dolara karşı en fazla değer kaybettiren kurlar olarak gösteriyor.

Türkiye’nin bütün risklerine rağmen şu aşamadaki konjonktürde avantajı da var. Borsadaki sonra çarpanların gerilemesi. 2014 ve 2015 FK rasyoları Bloomberg Konsensus tahminlerine göre 10.5x ve 9x; FD/FVÖK rasyoları ise 8.9x ve 7.3x. Bu oranlar Rusya hariç diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla %10 civarı iskontolu, ancak kendi tarihsel ortalamalarına kıyasla daha ucuz olduğu zamanlar da oldu.

Bankacılık sektörüne baktığımız zaman Türk Bankalarının ortalama FK rasyoları 2014 ve 2015 için 8.8x ve 7.6x, aynı yıllar için defter değerleri ise 1.2x ve 1.1x. Ancak bankacılık sektöründe özvarlık karlılığının %15.1’den %13.7’ye düşmesinin beklendiğide hatırlatalım. Özvarlık karlılığının düşmesinin arkasında büyüme beklentilerinin düşmesi, komisyon oranların aşağıya çeken BDDK kararları ve enflasyonu aşağıya çekmek için yapılacak olan kredi büyümesinin sınırlandırılması yatıyor.

Net/Net: Piyasa görüşümüz 2 (Negatif Görünümlü) ve 3 (Nötr) arasında.

Atıf Cezairli, Ph.D., CFA, CAIA