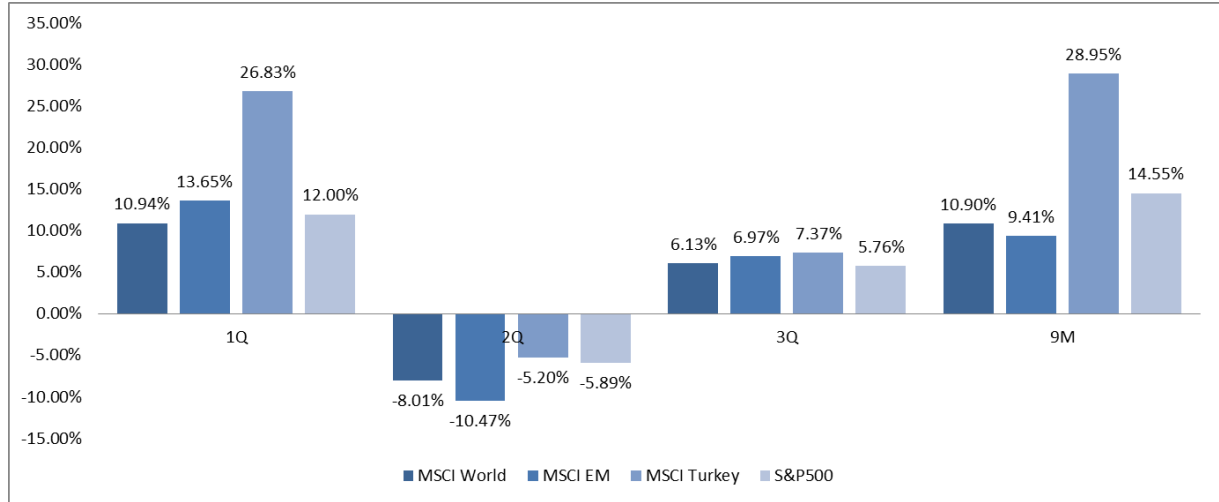


MSCI Türkiye beklentilerimiz paralelinde 3.Çeyrek' te diğer piyasalara göre çok daha az arttı, ancak ilk 9 ayda, 1.Çeyreğin ciddi anlamda pozitif katkısıyla, hem S&P500 hem de MSCI gelişmekte olan piyasalar endekslerini yüksek oranlarda geçti. Özellikle burada Türkiye'nin kredi notunun yükseltilmesi beklentisinin satın alınması önemliydi.



Fitch 5 Kasım'da Türkiye'nin kredi notunu BBB- den BB+ 'ya yükselterek 'yatırım yapılabilir' (Investment Grade) düzeye çekti ancak, piyasalar zaten bunu satın almış oldukları için bu not artışı birazda kar amaçlı kullanıldı. Özellikle, yabancı kurumların yoğun alım yapmış oldukları bankacılık sektöründe satışlar gözlemledik.

Fitch açıklamasında Türkiye'nin notunu yukarı çekerken hem merkez bankası hem de maliye politikalarının Türkiye'nin dış şoklara karşı kırılabilirliğini azalttığını, cari açığın başarı ile düşürüldüğünü ve buna rağmen ekonomik büyümede sadece göreceli bir yavaşlama olduğunu teyit etti. Biz, Temmuz 2012 bültenimizde ekonomi ile ilgili gelen verilerin çok pozitif olmasına rağmen neden Türkiye'nin kredi notunun yükseltilmediğini sormuştuk. Bir şekilde bu teyit edilmiş oldu. Ancak Moody' s en son yaptığı toplantıda beklentilerin aksine kredi notunu yükseltmemesi biraz hayal kırıklığı yarattı. Biz, Moody's not artırımına gitmeden önce Standard and Poor' sun Türkiye'nin kredi notunu bir kademe yükselterek Moody's i yakalamasını bekliyoruz.

Son gelen ekonomik veriler genellikle olumlu. Cari açık hem mutlak olarak hem de GSMH'ye oranla düşmeye devam ediyor. Bu dönemde dış ticaret açığındaki dolayısı ile cari açığındaki gerilemeye ithalat azalmasının katkısı ihracat artışının katkısına göre çok daha az oldu. Bu bir anlamda Türkiye ekonomisindeki çeyrekler bazındaki dönemsel büyümenin düşüşün bir teyidi.

Orta Vadeli Program'da revize edilen 2012 tahminleri GSMH büyümesini %4'ten 3.2% ye çekmişti ancak biz üçüncü çeyrekte büyümenin 2.Çeyrekte gerçekleşen %2.9'un daha da altına gelmesini bekliyoruz. Beklentimiz, orta vadeli program hedeflerine paralellik gösteriyor. Biz de emtia fiyatlarının, özellikle petrol fiyatlarının, bugünkü değerlerinden fazla sapmayacağını varsayıyoruz.

Merkez bankası politikası Fitch not artırımından sonra daha da zorlaştı. Yabancı fonların Türkiye piyasalarına girişinin artması Türk Lirasının değerlenmesine yol açarken ihracatçıların tepkisine yol

açıyor. Merkez bankası şimdilik bunu faiz koridorunu daraltmakla durdurmaya çalıştı. . Ancak politika faizini (koridorun alt bandı) yüzde 5.75' ten daha aşağıya çekilmesi ve buna yönelik olarak 2013 1.Çeyrek'ten önce 25 baz puan azaltılması bir sürpriz olmaz.

Artan bütçe açıkları geçtiğimiz dönem vergi artışlarıyla yavaşlatılırken, Halk Bankasının Kasım'da ikincil piyasa arzı çok başarılı geçti ve 2.5x talep yaratarak 4.5bn TL gelir yarattı. Bu ikincil halka arzla birlikte özelleştirme idaresinin Halk Bankası'ndaki payı yüzde 48'den yüzde 24.5'a düştü. Geri kalan payların blok olarak satılabileceği bekleniyor. Ayrıca Vakıf Bankasının ortaklık yapısının değiştirilmesi, ve aynı şekilde Borsa İstanbul'un tüzel yapısının değiştirilmesi ve halka arzı söz konusu. Bunların yanısıra Türk Telekom'un hazinedeki payının (yüzde 37) satışı için danışman firmaları seçildi ve düğmeye basıldı. Kısacası bir özelleştirme furyası yeniden başladı ve biz bunu sermaye piyasalarının derinleşmesi açısından olumlu görüyoruz.

Özelleştirme dairesi bugünlerde Boğaziçi Elektrik Dağıtım ihalesini yeniden açtı ve kısa listeyi belirledi. 2012 yılı sona ermeden önce otoyollar ve köprüleri de özelleştirecek. Daha önceki elektrik dağıtım özelleştirmelerinde ihaleleri kazanan konsorsiyum üyelerinin gerekli finansmanı sağlayamamalarından dolayı yaşanan fiyasko sonucu bu özelleştirmeler iptal edilmişti. Bu kez özelleştirme idaresi işi sıkı tutuyor ve ihaleye davet edilen konsorsiyum üyelerinin finansmanı sağladıklarının garantisini görmek istiyor.

Kasım ayı içinde IMKB şirketlerinin hepsi bilanço ve gelir tablolarını açıkladı. Biz banka ve banka dışı şirketlerin dinamikleri farklı olduğu için aracı kurumların paralelinde dönemsel performanslarını ayrı ayrı incelemeyi tercih ediyoruz. Bankacılık sektöründe 2012'nin ilk 9 ayında toplam aktifler 8.5% artarken toplam mevduatlar ve toplam krediler 8.8% ve 11.6% arttı. Yılın son çeyreğinde kredi artışının biraz daha hızlanarak (şu anda 14.4%), BDDK'nın öngörülere 15%, içerisinde kalmasını bekliyoruz. Mevduat faizleri şu anda tarihin en düşük düzeylerinde ancak kredi faizleri daha az düştü ve net faiz marjı 2012'in ilk 9 ayında 3.85% ten 4.1% düzeyine yükseldi. Ancak bankacılık sektörü öz varlık karlılığı 16.45% seviyesinden 15.68% düzeyine düşmesine rağmen (provizyonlardaki ciddi artışlardan dolayı) hala güçlü bir yapıya sahip. Özellikle 2013E 1.3x defter değeri, 9x fiyat kazanç oranı ve 15% öz varlık karlılığı göz önüne alındığında bankacılık sektöründe hala cazip yatırım fırsatları var. Belki CEMEA piyasalarında daha ucuz bankalar var (Sberbank gibi) ancak büyüme potansiyeli göz önüne alındığında Türkiye pazarı hala çok cazip. Bu da aslında Sberbank'ın Türkiye'de Denizbank'ı Dexida' dan satın almasıyla teyit edilmiş oldu.

Öte yandan reel sektördeki (endüstriyel) şirketlerin satışları yılın ilk 9 ayında, 2011 yılının aynı dönemine oranla 10% artarken, toplam FAVÖK (Ebitda), marjların 107 baz puan daralması sonucu 11% azaldı. Sektörün toplam net karı da 7% düştü. Bir anlamda bankacılık sektörü, reel sektördeki büyümeyi tekrar finanse etti.

Bloomberg'ün yayınladığı konsensüs verilerine göre IMKB 100'ün FK oranı 2012 ve 2013 için 11x ve 10x. 2012'nin zaten fiyatlandığını varsayarsak 2013E 10x FK oranı Türkiye'nin hala cazip olduğunu gösteriyor. 2013 genelinde pozitif bir getiri umuyoruz ancak IMKB 100 endeksi pozitif bir trend gösterirken her zamanki gibi politik sebeplerden ötürü (özellikle etnik) dalgalanmalar görülebilir. Biz

düzeltilmelerde alım yapılması taraftarıyız. Yine her zaman olduğu gibi hikayesi olan hisse senetlerinin performansının IMKB 100'e oranla çok daha iyi olacağını bekliyoruz. Düşen faiz ortamlarında Alfa yaratmak gittikçe güçleşiyor ve temettü verimi önem kazanıyor.

Atıf Cezairli
Ph.D, CFA, CAIA