

Gedik Yatırım Strateji Raporu

22 Ocak 2020

2020: Dengelenmeden Toparlanmaya Geçiş

GedikYatırım



Strateji Raporu

Yönetici Özeti



Küresel risk iştahının yüksek kalmaya devam etmesi ve gelişmekte olan ülkeler açısından destekleyici kalmaya devam etmesi muhtemel.

2019 yılı başında küresel para politikasına ilişkin aşırı sıkılaşma yönündeki endişeler, yılın ikinci yarısında yerini, özellikle ABD-Çin arasındaki ticaret gerginliğinin küresel büyüme üzerinde artırdığı aşağı yönlü riskler sonrasında, **genişleyici para politikası adımlarına** bıraktı. **2020 yılı başında** küresel çapta birçok merkez bankasının, son 6 aylık dönemdeki genişleme adımları sonrasında, «**bekle-gör**» politikasına geçtiğini ve **faizlerin kayda değer bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı** yönünde iletişim kurduğunu görüyoruz. Zira, **küresel ekonomik görünüm hâlen desteklenme ihtiyacının devam ettiğini işaret etmekte**. Buna ek olarak, **ABD-Çin** arasında **dış ticaret** konusunda, ne kadar kalıcı bir çözüm olacağı soru işareti olsa da, **ara bir anlaşmaya** varılmış olması ve **Kasım 2020'de gerçekleşecek olan ABD Başkanlık seçimleri** göz önüne alındığında, **yakın dönemde artan küresel risk iştahının 2020 yılında da yüksek kalmayı sürdürmesi; bununla birlikte küresel finansal koşulların da gelişmekte olan ülkeleri destekleyici olmaya devam etmesi muhtemel görünmekte.**

Türkiye Ekonomisi için 2019 yılındaki dengelenme sonrasında 2020'nin toparlanma yılı olmasını bekliyoruz.

Türkiye Ekonomisinde 2018'in ikinci yarısından 2019'un ilk yarısına kadar devam eden dengelenme eğilimi, 2019 yılının ikinci yarısı itibarıyla yerini kademeli bir iyileşmeye bıraktı. TCMB'nin yılın ikinci yarısında gerçekleştirdiği önden yüklemeli faiz indirimlerinin finansal koşullardaki sıklığı azaltıcı etkisi reel ekonomiye gecikmeli olarak yansıtacağından, **3Ç19 dönemi itibarıyla ilk sinyallerini aldığımız toparlanmanın özellikle 2020 yılının ilk yarısı itibarıyla daha gözle görülür hâle geleceğini değerlendirmekteyiz.** Önümüzdeki süreçte, **ekonomik büyüme** tarafında baz etkilerinin de destekleyici olacağı, **enflasyonun** önemli bir süre düşük çift haneli seviyelerde dengelenip, 2020'nin ikinci yarısı itibarıyla tek haneli seviyelere yakınsamaya başlayacağı, **cari dengenin** tarihsel ortalamalara kıyasla daha sürdürülebilir/yönetilebilir seviyelerde olacağı, beklenen toparlanma eğiliminin **bütçe** görünümünü de bir miktar destekleyeceği ancak baz etkilerinden bağımsız olarak potansiyel büyüme rakamlarına yaklaştıkça **iş gücü göstergelerinde** kalıcı ve sağlıklı bir iyileşme görülmesinin kolay olmayacağı görüşümüzü korumaktayız. **Dengelenmeden toparlanmaya geçiş sürecinin hızı ve kalıcılığı açısından ülke risk priminin, güven endekslerinin, (yakın dönemde iyileşme eğilimi gösteren) jeopolitik gelişmelerin ve dış ilişkilerin seyrinin önemli belirleyiciler olmasını beklemekteyiz.**

BIST'in orta-uzun vadede önemli bir potansiyel taşıdığı yönündeki görüşümüzü koruyor; bu doğrultuda model portföyümüzün betasını yüksek tutmayı sürdürüyoruz.

2019 ve 4Ç19 Strateji Raporlarımızda, 2019 yılında Türkiye ekonomisinin pozitif büyüme gerçekleştireceği; BIST-100 endeksinin 110-115 bin seviyesinde, dolar/TL'nin ise 5,95-5,98 seviyesinde yılı tamamlayacağını öngörmekteydik. BIST-100 endeksi 114.425 ve dolar/TL 5,95 seviyelerinden kapanış yaparken; öncü göstergeler 2019 yılı için pozitif büyümeyi işaret etmekte. Son dönemde gözlenen yükselişe karşın, emsallerine kıyasla anlamlı bir pozitif ayrışma göstermeyen TL varlıkların iskontosu hâlen yüksek seviyelerde. Küreselde **yüksek seyreden risk iştahı, gelişen piyasaları destekleyici finansal koşullar, Türkiye Ekonomisinin dengelenmeden toparlanmaya geçiyor oluşu, Türk Varlıkların değerlemeler açısından cazip seviyelerde olmayı sürdürmesi, TL'nin görece istikrarlı bir görünüm sergilemesi, ülke risk primindeki düşüşün sürme potansiyeli** gibi gerekçelerle **Borsa İstanbul'un orta-uzun vadede önemli bir getiri potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz. 2020'de endeksin 140.000 ve üzeri seviyelere hareketlenmesini olası görüyoruz; endekse korelasyonu yüksek olan ve uzun süredir iskontolu seviyelerde işlem görmekte olan hisselerin** öne çıkabileceğini değerlendiriyoruz. Bu doğrultuda, model portföyümüze Mayıs 2019'da eklediğimiz ve %28 rölatif (%81 nominal) getiri sağlayan **Tofaş'ı, Ford-Otosan ile değiştiriyoruz.** Böylece, otomotiv sektöründeki ağırlığımızı korurken daha yüksek potansiyel taşıdığını düşündüğümüz bir hisseyi portföye dahil ediyoruz. Ayrıca, **risksiz faiz oranı varsayımını %15'den %13.5'a indirip hedef fiyatlarımızı yükseltiyor; Otokar, Petkim, Tofaş ve Zorlu Enerji'de tavsiye değişikliğine gidiyoruz.** Görüşlerimize ilişkin varsayım ve beklentilerimiz ile model portföydeki güncel tavsiyelerimizin detayları raporda yer almakta.

2020'nin; Türkiye Ekonomisi ve Türk varlıkların tahminlerimizden daha olumlu bir performans gösterdiği, yatırımcılarımız açısından kazançlı geçen bir yıl olmasını diliyoruz.

Ali Kerim Akkoynlu
Araştırma Direktörü

Erol Gürcan
Ekonomist

Strateji Raporu

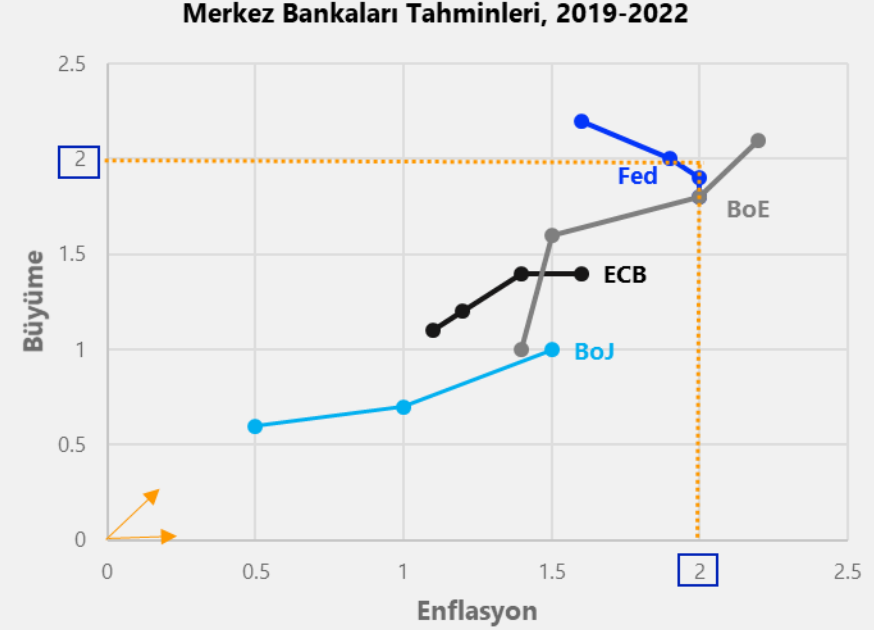
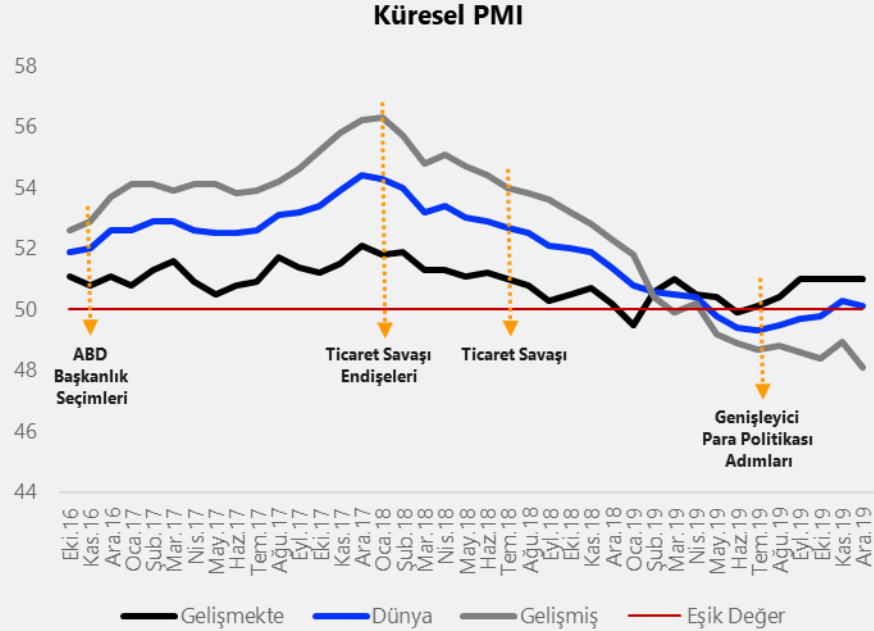
İçerik

- Ekonomik Görünüm
- Piyasalara Dair Beklentiler
- Ana Tahminler
- Model Portföy



Küresel Görünüm

Küresel ortam gelişen ekonomiler için destekleyici



2019 sıkılaştırma endişeleriyle başlasa da, yıl içinde **ABD-Çin arasındaki ticaret müzakerelerinin ticaret savaşına** evrilmesi, **küresel büyüme endişelerinin** artmasına; bu da ekonomik yavaşlama riskine karşı önlem maksadıyla yılın ikinci yarısında **küresel çapta birçok merkez bankasının genişleyici politika** adımları gerçekleştirmesine neden oldu.

2020 yılına başlarken birçok merkez bankasının son 6 aylık dönemdeki genişleme adımlarının ardından «**bekle-gör**» politikasına geçtiği görülmekte. Merkez bankalarının kurduğu temel iletişimden hareketle **kayda değer bir süre daha (en azından 3-6 ay),** ekstra genişleme adımı görülme de, **küresel çapta faizlerin düşük kalması oldukça güçlü bir olasılık.**

Para politikalarında atılan **genişleyici adımların gecikmeli etkileri** ile başta **ABD-Çin arasındaki ticaret gerginliğinde ara da olsa bir çözüm** bulunması **küresel ekonomik aktiviteyi destekleme potansiyeli** taşımakta. Olası olumlu etkilerin makro veriler üzerinde 2020 yılının ilk yarı sonlarına doğru gözle görülür etkiler bırakmaya başlaması beklenebilir.

Bu beklentilerimize; mevcut küresel aktivitenin hâlen kayda değer bir toparlanma göstermemiş olması ve küresel çapta etkiye sahip merkez bankalarının enflasyon hedeflerini 2021'den önce yakalayabilmeyi öngörmemeleri gibi unsurlar temel oluşturmaktadır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Fed, ECB, BoE, BoJ, Bloomberg

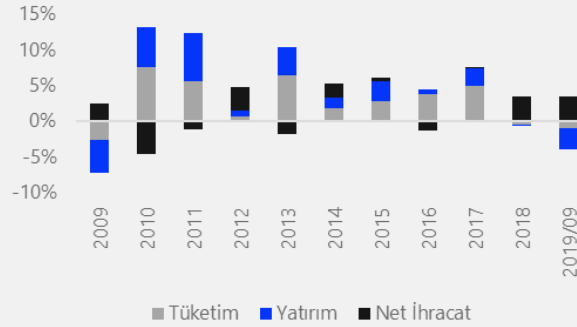
Türkiye Ekonomik Görünüm



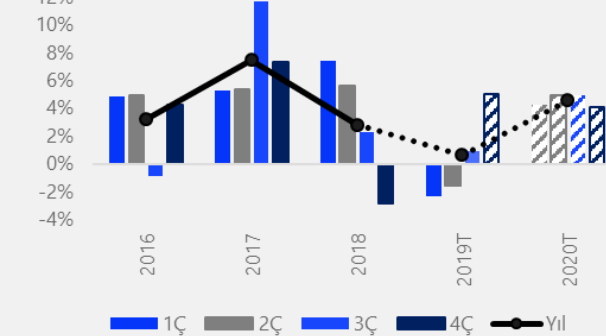
Büyüme: Dengelenme yerini toparlanma eğilimine bırakıyor

| Ekonomik Büyüme | 1980 - 2018 Ort | 2009 - 2018 Ort | 2019T (Eki.19) | 2019T (Oca.20) | 2020T (Oca.20) |
|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| Güney Kore | 6.1 | 3.1 | 1.9 | 1.9 | 2.2 |
| ABD | 2.6 | 1.8 | 2.3 | 2.3 | 1.8 |
| İspanya | 2.3 | 0.5 | 2.2 | 2.0 | 1.7 |
| Kanada | 2.4 | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 1.6 |
| Hollanda | 2.2 | 0.9 | 1.7 | 1.7 | 1.5 |
| İsveç | 2.4 | 1.9 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |
| Fransa | 1.8 | 0.9 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| İsviçre | 1.9 | 1.5 | 0.9 | 0.8 | 1.2 |
| İngiltere | 2.2 | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 1.1 |
| Euro Bölgesi | 1.6 | 0.8 | 1.1 | 1.2 | 1.0 |
| Almanya | 1.7 | 1.3 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| Japonya | 2.0 | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 0.5 |
| İtalya | 1.2 | -0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.4 |
| Gelişmiş | 2.4 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.5 |
| Çin | 9.5 | 7.9 | 6.2 | 6.1 | 5.9 |
| Hindistan | 6.4 | 7.5 | 6.2 | 6.8 | 5.1 |
| Endonezya | 5.5 | 5.4 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| Türkiye | 4.6 | 5.3 | 0.7 | 0.6 | 4.5 |
| Malezya | 5.8 | 4.7 | 4.5 | 4.5 | 4.3 |
| Polonya | 2.5 | 3.5 | 4.2 | 4.2 | 3.3 |
| Tayland | 5.2 | 3.3 | 3.0 | 2.5 | 2.9 |
| Brezilya | 2.4 | 1.2 | 0.9 | 1.1 | 2.2 |
| Rusya | 1.8 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.7 |
| Meksika | 2.6 | 2.2 | 0.5 | 0.0 | 1.1 |
| G.Afrika | 2.3 | 1.5 | 0.5 | 0.4 | 1.1 |
| Arjantin | 1.9 | 1.0 | -2.5 | -2.8 | -1.8 |
| Gelişen | 4.5 | 5.0 | 4.5 | 4.4 | 4.5 |
| Dünya | 3.5 | 3.4 | 3.1 | 3.0 | 3.1 |

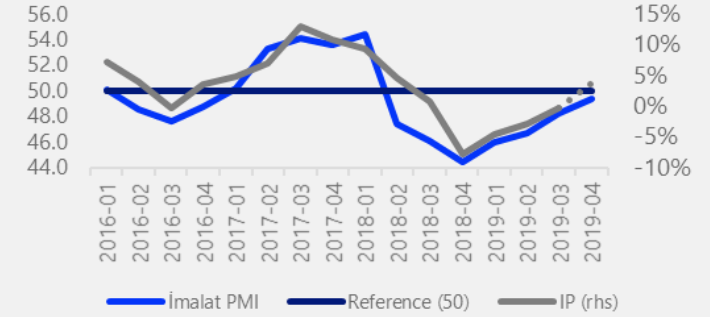
Büyüme Bileşenlerinin Katkısı



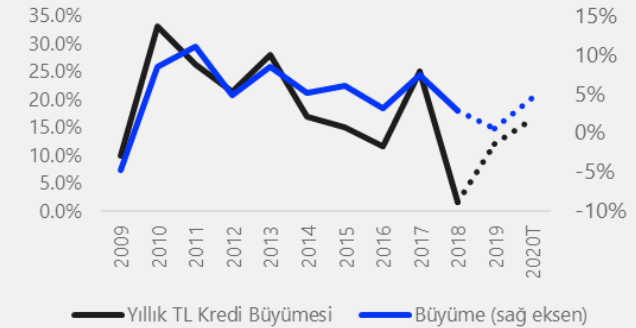
Ekonomik Büyüme Hızı (Yıllık % Değişim)



İmalat PMI & Sanayi Üretimi



Büyüme ve TL Kredi Büyümesi



4Ç18, 1Ç19 ve 2Ç19 dönemlerinde üst üste 3 çeyrek daralan ve 3Ç19 döneminde yeniden büyümeye geçen Türkiye Ekonomisine dair öncü göstergeler 4Ç19 döneminde de toparlanmanın sürdüğünü işaret ediyor. TCMB'nin önden yüklemeli faiz indirimlerinin ekonomik aktiviteye gecikmeli yansiyacak olması ve baz etkileri 2020'de büyümeyi destekleyecek. Baz etkileri nedeniyle, 2020 yılı hissedilen büyüme performansının, kaydedilen büyüme performansından daha düşük olacağını değerlendiriyoruz. Büyüme bileşenleri tarafında iç talebin öne çıkmasını, yatırımların yılın ilk yarısında görece zayıf kalmaya devam etmesini, net ihracattan gelen katkının azalmasını bekliyoruz. **Büyüme tahminimiz 2019 için +%0,6, 2020 için +%4,5 seviyesinde.**

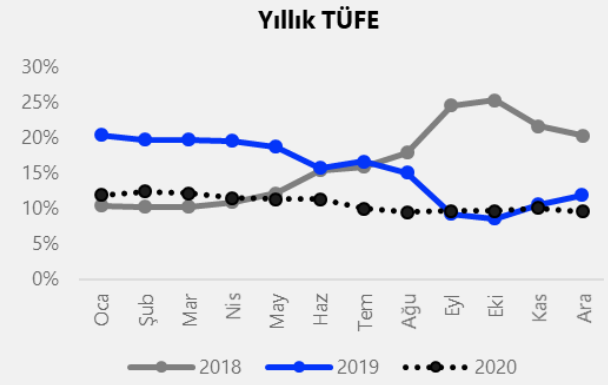
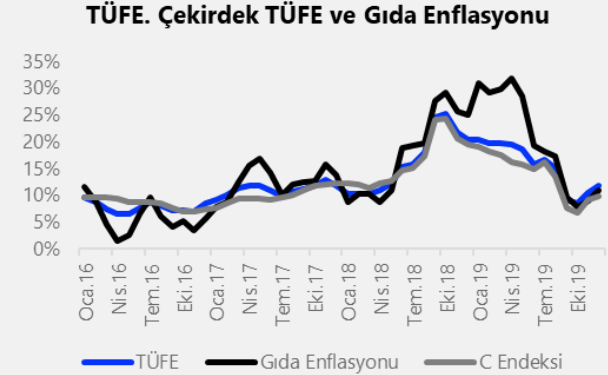
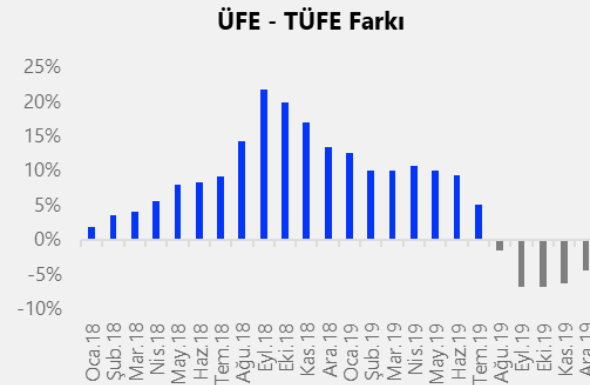
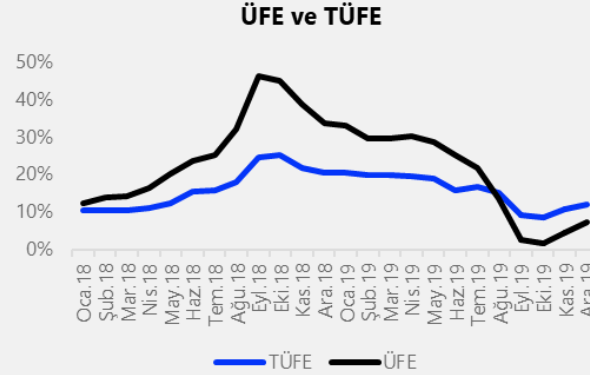
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, TÜİK, İSO, BDDK, IMF, Bloomberg

Türkiye Ekonomik Görünüm



Enflasyon: 1Y20'de düşük çift hanede dengelenme, 2Y20'de tek haneye yönelme muhtemel

| Enflasyon | 1980 - 2018 Ort | 2009 - 2018 Ort | 2019T (Eki.19) | 2019T (Oca.20) | 2020T (Oca.20) |
|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| İsviçre | 1.7 | -0.1 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| Japonya | 1.0 | 0.3 | 0.7 | 0.5 | 0.7 |
| İtalya | 4.9 | 1.3 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| Güney Kore | 4.9 | 2.0 | 0.5 | 0.4 | 1.1 |
| İspanya | 4.8 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 1.1 |
| Euro Bölgesi | 1.9 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| Fransa | 3.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| Almanya | 2.1 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| Hollanda | 2.1 | 1.3 | 2.6 | 2.6 | 1.6 |
| İsveç | 3.6 | 1.3 | 1.8 | 1.8 | 1.7 |
| İngiltere | 3.6 | 2.3 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| Kanada | 3.2 | 1.6 | 2.0 | 2.0 | 1.9 |
| ABD | 3.3 | 1.6 | 1.8 | 1.2 | 2.1 |
| Gelişmiş | 3.3 | 1.4 | 1.8 | 1.7 | 1.8 |
| Tayland | 3.8 | 1.4 | 0.9 | 0.7 | 1.0 |
| Malezya | 3.0 | 2.1 | 0.9 | 0.7 | 1.9 |
| Polonya | 38.4 | 1.7 | 2.3 | 2.3 | 2.8 |
| Çin | 5.0 | 2.2 | 2.5 | 2.9 | 3.1 |
| Meksika | 25.2 | 4.1 | 3.7 | 3.6 | 3.3 |
| Rusya | 67.7 | 7.6 | 4.6 | 4.5 | 3.3 |
| Endonezya | 9.5 | 4.9 | 3.2 | 3.0 | 3.5 |
| Brezilya | 303.5 | 5.9 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| Hindistan | 7.8 | 7.4 | 3.4 | 3.7 | 4.0 |
| G.Afrika | 9.1 | 5.5 | 4.3 | 4.2 | 4.7 |
| Türkiye | 41.0 | 8.9 | 12.3 | 11.8 | 9.6 |
| Arjantin | 10.4 | 15.3 | 53.4 | 54.0 | 45.2 |
| Gelişen | 26.5 | 5.2 | 3.8 | 3.1 | 4.0 |
| Dünya | 11.1 | 3.5 | 3 | 3.4 | 3.1 |



Olumlu baz etkilerinin Ekim 2019 itibariyle sona ermesinin ardından 2019 yılını %11,8 ile düşük çift hanelerde tamamlayan **TÜFE'nin 2020 yılının ilk 6 ayında ağırlıklı olarak %10-12 bandında dengeleneceğini; yılın ikinci yarısında ise hafif aşağı yönlü bir eğilimle birlikte enflasyonun yüksek tek haneli seviyelere yönelmesini beklemekteyiz.** İktisadi faaliyetteki toparlanma eğiliminin henüz enflasyonist baskı oluşturacak seviyelerde olmadığını; baz etkisi kaynaklı özellikle yılın ilk yarısında potansiyele yakın/potansiyelin üzerinde kaydedilmesi muhtemel görünen ekonomik büyüme rakamlarına karşın iç talep kaynaklı enflasyonist baskının sınırlı kalacağını değerlendiriyor; kur-enerji fiyatlarında görece dengeli bir seyir gözlenmesini bekliyoruz. **Yılsonu TÜFE tahminimiz 2020 için %9,6 seviyesinde.**

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, TÜİK, IMF, Bloomberg

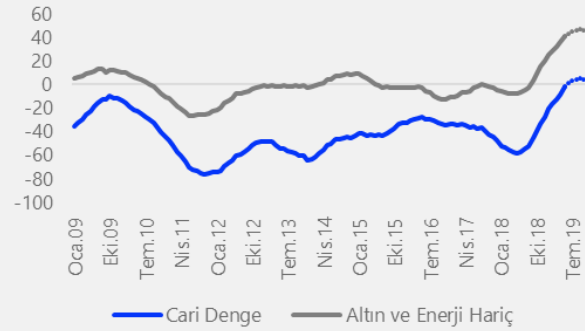
Türkiye Ekonomik Görünüm



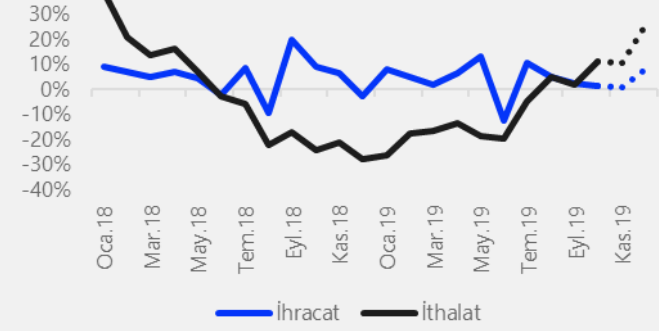
Cari Denge: Dengelenme sonrası daha yönetilebilir/sürdürülebilir seviyelerde açık verilmesini bekliyoruz

| Cari Denge / 1980 - GSYH | 2009 - 2018 Ort | 2018 Ort | 2019T (Eki.19) | 2019T (Oca.20) | 2020T (Oca.20) |
|--------------------------|-----------------|-------------|----------------|----------------|----------------|
| İsviçre | 7.4 | 9.8 | 9.8 | 9.8 | 9.9 |
| Hollanda | 4.9 | 8.6 | 9.9 | 9.5 | 8.9 |
| Almanya | 2.9 | 7.1 | 7.0 | 7.2 | 6.8 |
| İsveç | 2.6 | 4.6 | 3.6 | 3.1 | 3.6 |
| Güney Kore | 1.1 | 4.8 | 3.6 | 3.3 | 3.4 |
| Japonya | 2.5 | 2.6 | 3.3 | 3.5 | 3.3 |
| Euro Bölgesi | 0.8 | 1.8 | 2.9 | 2.8 | 2.7 |
| İtalya | -0.3 | 0.4 | 2.6 | 2.9 | 2.7 |
| İspanya | -2.3 | -0.3 | 0.8 | 1.6 | 1.5 |
| Fransa | 0.3 | -0.7 | -0.6 | -0.7 | -0.6 |
| Kanada | -1.5 | -3.1 | -2.0 | -2.0 | -2.0 |
| ABD | -2.5 | -2.4 | -2.5 | -2.4 | -2.5 |
| İngiltere | -2.2 | -4.0 | -4.4 | -4.4 | -4.0 |
| Gelişmiş | -0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.1 |
| Tayland | 0.3 | 5.4 | 5.8 | 6.1 | 5.5 |
| Rusya | 5.0 | 3.6 | 5.3 | 5.0 | 3.8 |
| Malezya | 3.2 | 6.0 | 2.5 | 3.5 | 2.7 |
| Çin | 3.5 | 2.3 | 0.9 | 1.2 | 0.8 |
| Arjantin | -1.1 | -1.9 | -1.8 | -1.4 | 0.0 |
| Polonya | -2.9 | -2.3 | -0.5 | -0.6 | -0.7 |
| Meksika | -1.7 | -1.7 | -1.2 | -0.9 | -1.3 |
| Hindistan | -1.4 | -2.4 | -2.0 | -2.5 | -1.5 |
| Türkiye | -2.4 | -5.0 | 0.1 | 0.1 | -1.8 |
| Endonezya | -0.7 | -1.5 | -2.7 | -2.7 | -2.5 |
| Brezilya | -2.0 | -2.4 | -1.3 | -2.4 | -2.7 |
| G.Afrika | -1.2 | -3.6 | -3.4 | -3.6 | -3.7 |
| Gelişen | 0.8 | 0.6 | 1.1 | 1.2 | 0.6 |

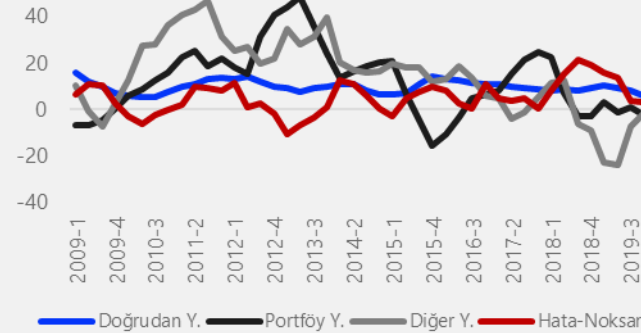
Cari İşlemler Hesabı (12 aylık, USD bn)



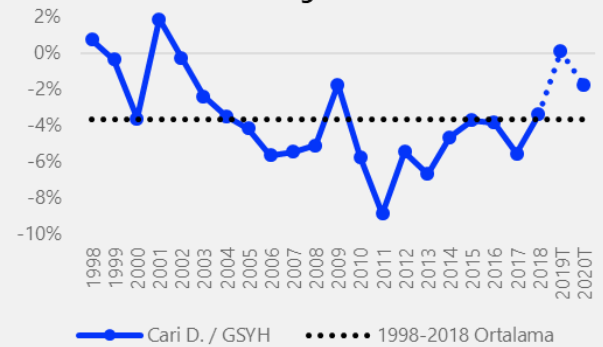
İhracat ve İthalat Yıllık % Değişim



Cari Denge Finansmanı



Cari Denge / GSYH



Mayıs 2018'de 60 milyar dolar sınırına dayanan 12 aylık cari açık rakamı, 2Y18-1Y19 döneminde ekonomide gözlenen dengelenme eğiliminin ithalatı düşürücü etkisi, TL'nin dış ticaret açısından rekabetçi seviyelerde olması, turizm sektöründeki olumlu görünüm gibi unsurların etkisiyle Eylül 2019 itibarıyla 5,4 milyar dolar (tarihi zirve) cari fazlaya dönüştü. Ekonomik büyümede beklediğimiz toparlanma eğilimiyle birlikte 12 aylık cari dengenin 1Ç20 döneminden itibaren yeniden açığa başlamasını bekliyoruz. Ancak, mevcut gerçekleşme ve eğilimleri dikkate alarak **cari denge/GSYH oranının 2019 sonunda +%0,1, 2020 yılı sonunda ise -%1,8 olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.**

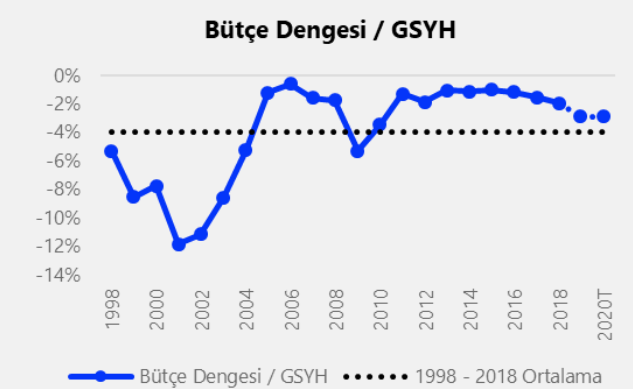
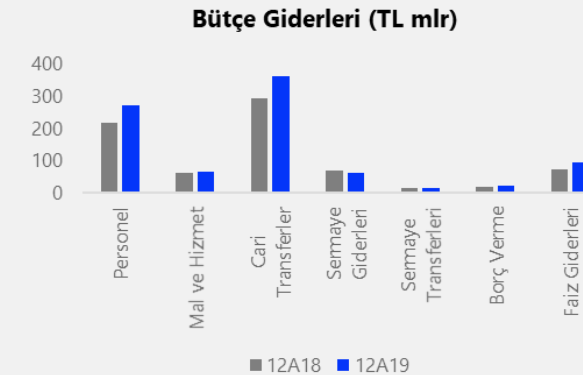
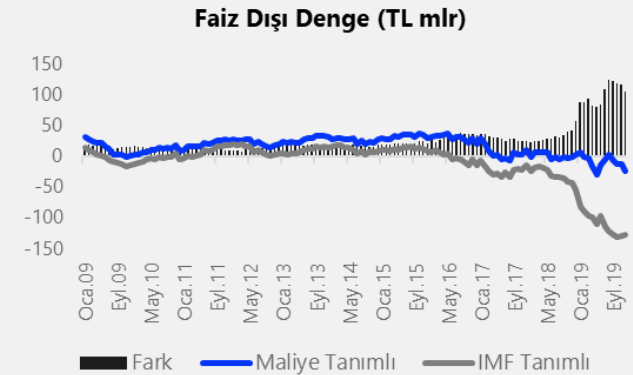
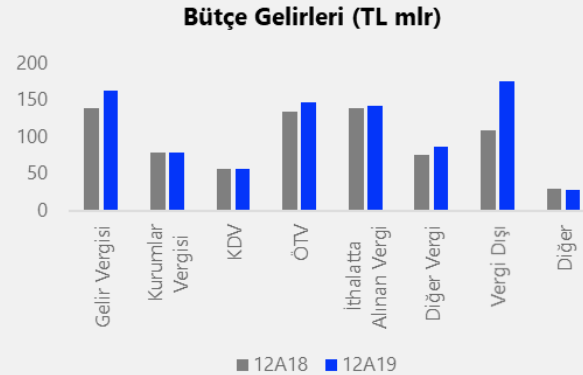
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, TÜİK, IMF, Bloomberg

Türkiye Ekonomik Görünüm

Bütçe Dengesi: 2020'de sürdürülebilirlik ve disiplin kritik



| Bütçe / GSYH | 2009 - 2018 Ort | 2019T (Eki.19) | 2019T (Oca.20) | 2020T (Oca.20) |
|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| Almanya | -0.4 | 1.0 | 1.2 | 0.6 |
| İsviçre | 0.5 | 0.6 | 1.2 | 0.5 |
| Hollanda | -2.3 | 1.2 | 1.2 | 0.3 |
| İsveç | -0.1 | 0.5 | 0.4 | 0.3 |
| Kanada | -1.1 | -0.5 | -0.6 | -0.8 |
| Euro Bölgesi | -3.1 | -1.0 | -0.9 | -1.0 |
| Güney Kore | 1.3 | 0.1 | 1.3 | -1.5 |
| İspanya | -6.9 | -2.3 | -2.3 | -2.2 |
| İngiltere | -5.8 | -1.6 | -2.1 | -2.4 |
| İtalya | -3.2 | -2.3 | -2.2 | -2.4 |
| Fransa | -4.5 | -3.2 | -3.1 | -2.4 |
| Japonya | -6.2 | -3.5 | -2.6 | -2.9 |
| ABD | -5.2 | -4.5 | -4.6 | -4.8 |
| Gelişmiş | -3.9 | -2.6 | -2.5 | -2.8 |
| Rusya | -1.7 | 2.1 | 1.9 | 1.1 |
| Polonya | -3.8 | -1.3 | -1.0 | -1.2 |
| Endonezya | -1.9 | -2.0 | -2.0 | -2.0 |
| Meksika | -2.5 | -2.4 | -2.2 | -2.3 |
| Tayland | -2.8 | -2.7 | -2.8 | -2.7 |
| Türkiye | -1.9 | -2.9 | -2.9 | -2.9 |
| Malezya | -4.1 | -3.4 | -3.4 | -3.2 |
| Hindistan | -4.9 | -3.6 | -3.6 | -3.8 |
| Arjantin | -4.1 | -3.7 | -4.2 | -4.0 |
| Çin | -2.5 | -4.5 | -4.5 | -4.8 |
| Brezilya | -5.4 | -6.2 | -6.1 | -5.5 |
| G.Afrika | -4.6 | -5.6 | -6.2 | -6.4 |
| Gelişen | -2.9 | -3.7 | -3.7 | -3.9 |



2Y18-1Y19 döneminde gözlenen **yavaşlama** ve bazı sektörlerin **teşviklerle desteklenme ihtiyacı** gibi unsurlar vergi gelirlerinin zayıf seyretmesine ve **tek seferlik gelir ihtiyacının artmasına** yol açtı. Ekonomide **beklenen toparlanma eğiliminin vergi gelirlerinde otomatik dengeleyici olmasını** ve bütçedeki **tek seferlik gelir ihtiyacını azaltmasını** bekliyoruz. Dengelenme sürecinde kullanılan manevra alanının yeniden güçlenmesi açısından 2020 bütçesinin sürdürülebilirliğe ilişkin oluşturacağı görüntü kritik olacak. Bu anlamda 2020-2022 Orta Vadeli Programı'nda bütçe açığı / GSYH oranı hedefi olarak ifade edilen **%3** sınırının aşılmaması önemli. **Bütçe açığı / GSYH oranının 2019 ve 2020 yıllarında -%2,9 seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz.**

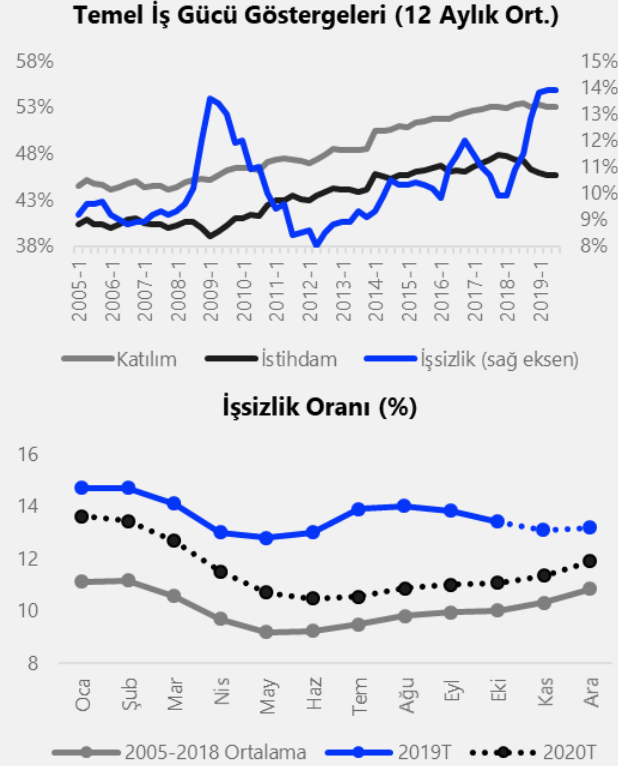
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TÜİK, HMB, Bloomberg

Türkiye Ekonomik Görünüm

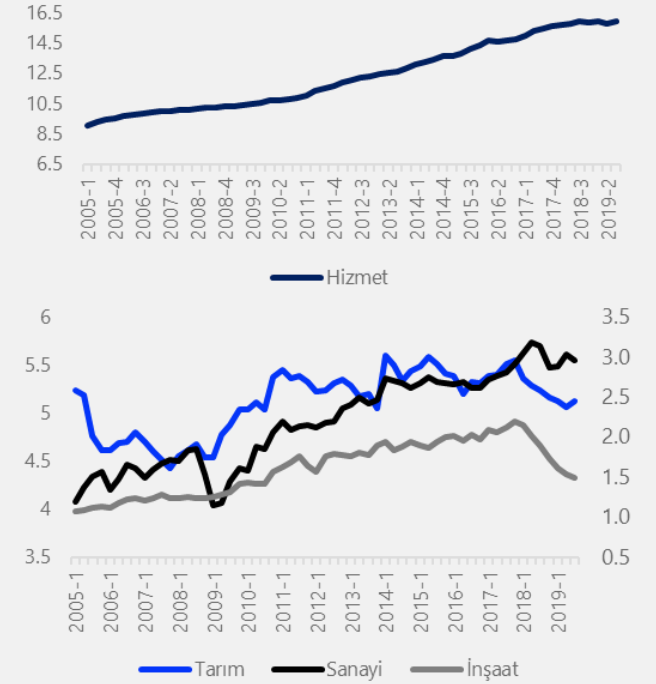


İşsizlik: Ekonomideki toparlanma eğilimi kademeli olarak istihdam tarafına da yansıyor

| İşsizlik Oranı | 1980 - 2018 Ort | 2009 - 2018 Ort | 2019T (Eki.19) | 2019T (Oca.20) | 2020T (Oca.20) |
|-----------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| İsviçre | 2.5 | 3.1 | 2.3 | 2.3 | 2.4 |
| Japonya | 3.5 | 3.8 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| Hollanda | 5.5 | 5.6 | 3.4 | 3.6 | 3.6 |
| ABD | 6.3 | 6.8 | 3.7 | 3.7 | 3.6 |
| Güney Kore | 3.6 | 3.5 | 4.0 | 3.6 | 3.9 |
| İngiltere | 7.5 | 6.4 | 3.9 | 3.9 | 4.0 |
| Almanya | 7.2 | 5.2 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| Kanada | 8.3 | 7.1 | 5.7 | 5.7 | 5.8 |
| İsveç | 6.5 | 7.6 | 6.5 | 6.8 | 7.1 |
| Euro Bölgesi | 9.7 | 10.3 | 7.6 | 7.6 | 7.5 |
| Fransa | 9.1 | 9.7 | 8.6 | 8.6 | 8.4 |
| İtalya | 9.3 | 10.5 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| İspanya | 17.4 | 20.9 | 13.9 | 14.1 | 13.5 |
| Gelişmiş | 6.8 | 7.1 | 4.9 | 4.9 | 4.8 |
| Tayland | 1.4 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| Malezya | 4.0 | 3.2 | 3.4 | 3.3 | 3.4 |
| Meksika | 3.8 | 4.5 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| Çin | 3.3 | 4.1 | 4.0 | 3.7 | 3.8 |
| Rusya | 7.6 | 5.9 | 4.7 | 4.6 | 4.6 |
| Endonezya | 5.8 | 6.3 | 5.3 | 5.3 | 5.2 |
| Polonya | 11.7 | 7.9 | 5.5 | 5.2 | 5.4 |
| Arjantin | 10.1 | 7.8 | 10.4 | 10.5 | 10.6 |
| Brezilya | 10.9 | 9.2 | 11.9 | 12.0 | 11.1 |
| Türkiye | 8.6 | 10.4 | 13.9 | 13.7 | 11.7 |
| G.Afrika | 21.3 | 25.5 | 28.5 | 28.5 | 29.0 |
| Hindistan | - | - | - | - | - |
| Gelişen | - | - | 5.4 | 5.1 | 5.1 |



Sektörel Bazlı İstihdam Gelişimi (milyon kişi, mevsimsellikten arındırılmış)



İş gücü istatistikleri, ekonomideki dengeleme sürecinin olumsuz etkilerinin en ciddi şekilde gözlemlendiği göstergelerden oldu. **Baz etkilerinden bağımsız olarak büyüme potansiyeline yakınsamadıkça, işsizlik tarafında kalıcı ve güçlü bir iyileşme görmek kolay olmayacak.** İşsizlik açısından 1Ç20 sonuna kadar mevsimsel etkilerin de aleyhte olacağını not edelim. Politika faizindeki güçlü indirimlerin finansal koşullardaki sıklığı azaltıcı etkisinin reel ekonomiye gecikmeli yansımaları da işsizlik tarafında görülecek potansiyel iyileşmenin, diğer temel göstergelere kıyasla daha kademeli kalmasına neden olabilir. **Ortalama işsizliğin 2019 sonunda %13,7, 2020 sonunda %11,7 ile tarihsel ortalamalara yakınsamasını bekliyoruz.**

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TÜİK, IMF, Bloomberg

Türkiye Ekonomik Görünüm



Dış Borç: Borç çevriminde sorun yok

| Kısa Vadeli Dış Borç Stoku | Ara.18 | Mar.19 | Haz.19 | Eyl.19 | Kas.19 |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| MERKEZ BANKASI | 5.9 | 5.9 | 6.5 | 6.4 | 6.4 |
| GENEL YÖNETİM | 4.7 | 3.6 | 5.0 | 4.6 | 3.7 |
| BANKALAR | 90.1 | 91.5 | 87.2 | 83.3 | 80.7 |
| KREDİLER | 44.2 | 43.8 | 40.3 | 35.9 | 32.6 |
| DÖVİZ TEVDİAT HESABI | 18.8 | 19.4 | 20.0 | 20.6 | 20.8 |
| BANKA MEVDUATI | 13.0 | 13.2 | 13.2 | 13.2 | 13.5 |
| TL CİNSİNDEN MEVDUAT | 14.0 | 15.0 | 13.7 | 13.5 | 13.8 |
| DiĞER SEKTÖRLER | 74.3 | 76.4 | 80.9 | 78.2 | 73.4 |
| TİCARİ KREDİLER | 47.8 | 51.8 | 54.7 | 53.9 | 48.6 |
| DiĞER KREDİLER | 26.5 | 24.6 | 26.2 | 24.3 | 24.8 |
| TOPLAM | 175.0 | 177.4 | 179.7 | 172.5 | 164.2 |
| <i>Efektif Toplam</i> | <i>70.7</i> | <i>68.4</i> | <i>66.6</i> | <i>60.2</i> | <i>57.4</i> |

*(Banka/Krediler + Diğ er Sektörler/Diğ er Krediler)

- Ekonomideki dengelenme nedeniyle **yatırımların zayıf seyretmesinin döviz ihtiyacını azaltıcı etkisiyle 2019 yılında borç çevrim oranları ve borç stoğu geriledi.**
- TL oynaklığı başta olmak üzere **Türkiye Ekonomisine ve Piyasalarına ilişkin göstergelerin ve yatırım algısının zorlu bir süreçten geçtiği dönem boyunca dış borç çevriminde herhangi bir sorunla karşılaşılması, Türkiye Ekonomisinin şoklara karşı dirençli yapısını göstermekte.**
- Küresel faizlerin kısa-orta vadede ılımlı seviyelerde kalmasının beklenmesi ve Türkiye Ekonomisinde dipten dönüşün başladığına yönelik algının güçlenmesiyle birlikte 2020 yılında da dış borç çevriminde bir sorunla karşılaşılmayacağı düşünmekteyiz.
- Kısa vadeli «asıl» borç stoğu → 57,4 milyar dolar (banka/kredi 32,6 milyar dolar + reel sektör/diğ er kredi 24,8 milyar dolar)
- 1 yılda çevrilmesi gereken «asıl» döviz ihtiyacı tahmini → 71,9 milyar dolar (57,4 milyar dolar kısa vadeli borç stoğu + 14,5 milyar dolar tahmini cari açık)

| Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcunun 1 Yıla Kadar Olan Vade Dağılımı | Ara.19 | Oca.20 | Şub.20 | Mar.20 | Nis.20 | May.20 | Haz.20 | Tem.20 | Ağu.20 | Eyl.20 | Eki.20 | Kas.20 | 1 Yıla Kadar Toplam |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|
| UZUN VADELİ | | | | | | | | | | | | | |
| I- Finansal | 2,160 | 1,896 | 715 | 1,548 | 3,386 | 4,312 | 2,904 | 1,167 | 510 | 1,229 | 2,181 | 3,714 | 25,720 |
| II- Finansal Olmayan | 2,293 | 582 | 815 | 875 | 1,494 | 1,302 | 1,870 | 940 | 1,262 | 1,664 | 1,425 | 1,326 | 15,849 |
| Toplam Uzun Vadeli | 4,453 | 2,478 | 1,530 | 2,423 | 4,880 | 5,614 | 4,774 | 2,107 | 1,772 | 2,893 | 3,606 | 5,040 | 41,569 |
| KISA VADELİ | | | | | | | | | | | | | |
| I- Finansal | 1,642 | 1,217 | 719 | 403 | 958 | 684 | 128 | 147 | 495 | 350 | 424 | 152 | 7,320 |
| II- Finansal Olmayan | 612 | 257 | 225 | 258 | 218 | 197 | 197 | 193 | 188 | 190 | 187 | 190 | 2,913 |
| Toplam Kısa Vadeli (*) | 2,254 | 1,474 | 944 | 661 | 1,176 | 881 | 325 | 340 | 683 | 540 | 612 | 342 | 10,232 |
| Toplam Özel Sektör | 6,708 | 3,952 | 2,474 | 3,084 | 6,056 | 6,495 | 5,099 | 2,447 | 2,455 | 3,432 | 4,218 | 5,382 | 51,802 |
| Merkezi Yönetim | 383 | 256 | 644 | 705 | 542 | 2,770 | 2,406 | 251 | 599 | 646 | 518 | 538 | 10,257 |
| Anapara | 178 | 57 | 60 | 87 | 85 | 2,373 | 2,170 | 53 | 108 | 97 | 92 | 195 | 5,555 |
| Faiz | 204 | 199 | 584 | 618 | 456 | 397 | 237 | 199 | 490 | 549 | 426 | 342 | 4,702 |
| TOPLAM (Özel Sektör + Merkezi Yönetim) | 7,090 | 4,208 | 3,118 | 3,789 | 6,597 | 9,265 | 7,506 | 2,699 | 3,053 | 4,078 | 4,735 | 5,920 | 62,058 |

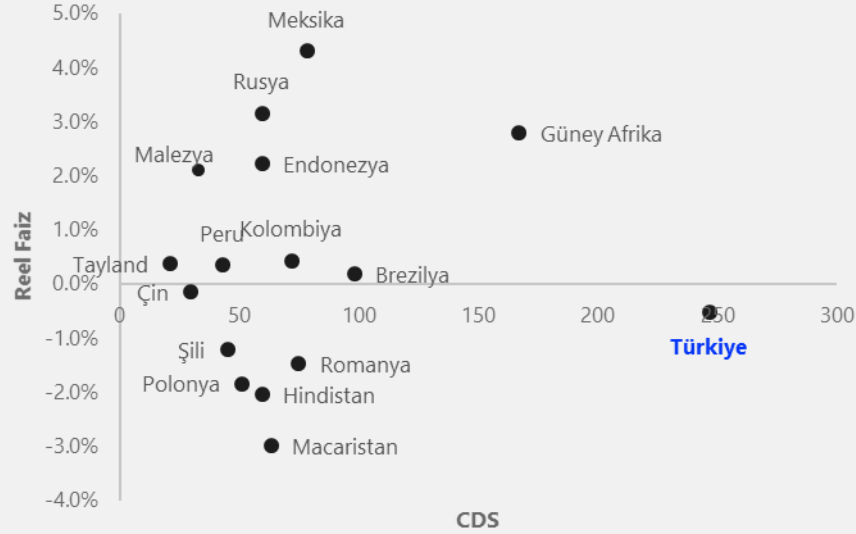
(*) Ticari krediler dahil değildir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, HMB

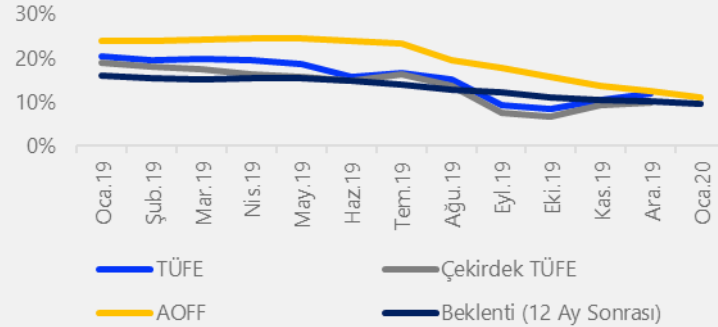
Türkiye Ekonomik Görünüm



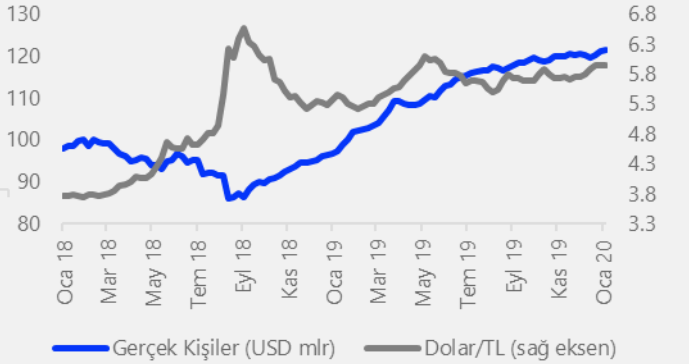
TCMB: 2Y19'daki önden yüklemeli indirimlerin ardından aşağı yönlü hareket alanı kısıtlı



TCMB Ortalama Fonlama Faizi ve Enflasyon Göstergeleri



YP Mevduat (Gerçek Kişi) ve Döviz Kuru



Küresel finansal koşulların uygun olması, iç talebin enflasyonist baskıya yol açacak seviyelerde olmaması, maliyet yönlü baskıların azalması, TL'deki oynaklığın azalması ve enflasyonun beklenenden daha olumlu seyretmesi gibi unsurlar TCMB'nin 1Y19 sonunda %24 seviyesinde olan politika faizini 25 Temmuz (-425bp), 12 Eylül (-325bp), 24 Ekim (-250bp), 12 Aralık (-200bp) ve 16 Ocak (-75bp) tarihlerindeki toplantılarında toplam **1275bp indirerek %11,25'e düşürmesini sağladı.**

2019 yılsonunda %11,8 olan enflasyonun 2020 yılının ilk yarısı boyunca ağırlıklı olarak %10-12 aralığında dengeleneceği beklentimize ek olarak yakın dönemde TCMB'nin piyasayla kurduğu iletişimde **gelenin noktanın hedeflenen patikayla uyumlu olduğu yönündeki mesaj** ve makul reel getiri iletişimi ile bundan sonraki **faiz indirimlerinin büyüklüğü ve zamanlamasının veri akışına bağlı olduğu** vurgulamasını dikkate alarak **1Y20 sonuna kadar para politikasında aşağı yönlü hareket alanının kısıtlı olduğunu düşünmekteyiz.**

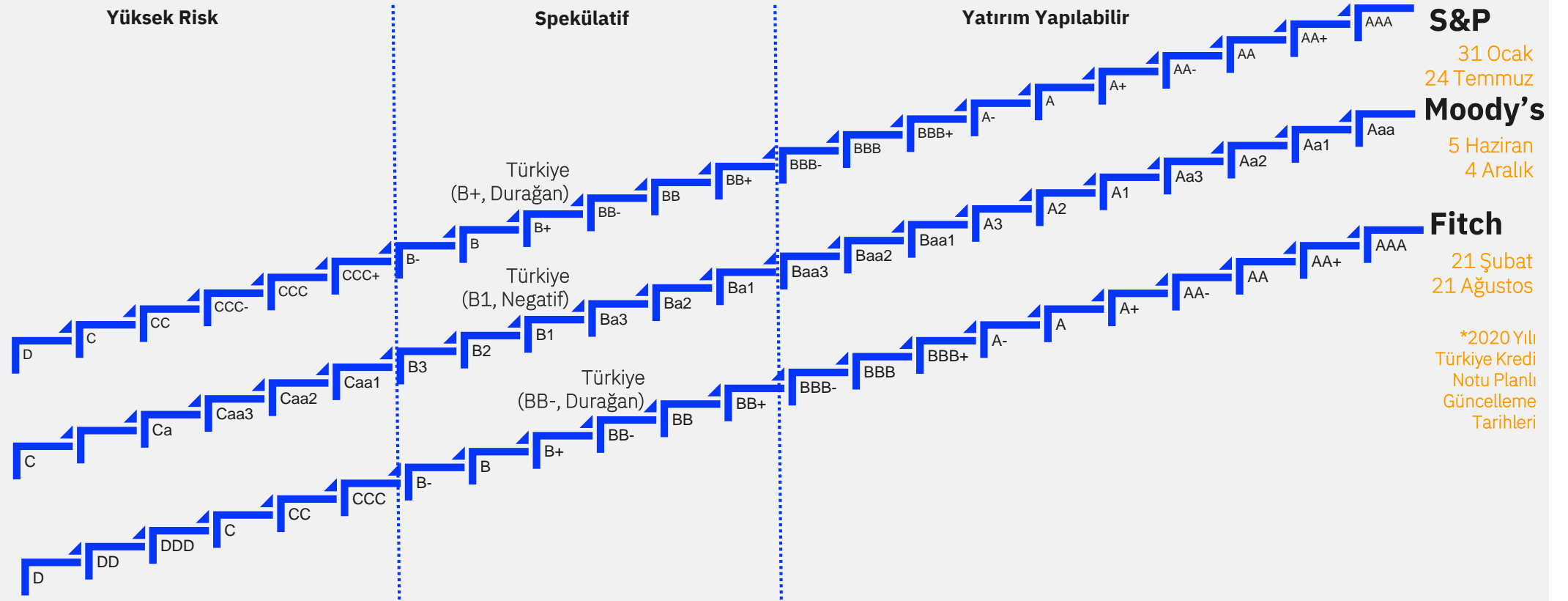
Hatırlanacak olursa, TCMB Başkanı Uysal tarafından yapılan makul reel getiri için görel risk göstergelerini de hesaba katan emsal ülkelerin ortalama reel faizi işaret edilirken aynı zamanda dolarizasyonu engelleyici, sermaye hareketlerini destekleyici, sağlıklı kredi büyümesini teşvik edici, iç-dış dengeleri koruyucu bir seviyenin kast edildiği belirtilmişti. Enflasyon görünümünde ve/veya görel risk göstergelerinde ekstra bir iyileşme görülmesi faiz indirimleri için manevra alanı sağlayabilecek olsa da, emsal ülkelere kıyasla gelenin risk/getiri pozisyonu ile yurtiçi yerleşiklerin yabancı para mevduatlarında uzun süredir devam eden artış eğilimini (dolarizasyon) de dikkate alarak, olası güçlü indirimler öncesinde şu ana kadar yapılan indirimlerin gecikmeli etkilerini görmeyi tercih etmenin daha sağlıklı olabileceğini değerlendiriyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, Bloomberg

Türkiye Ekonomik Görünüm



Kredi Görünümü: Beklenen toparlanma olumlu revize olasılığını artırabilir



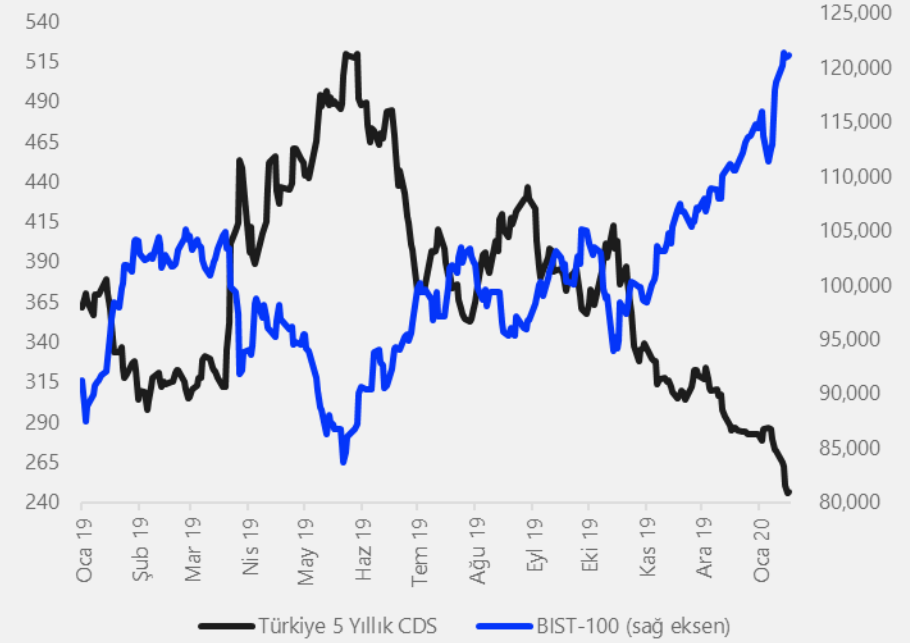
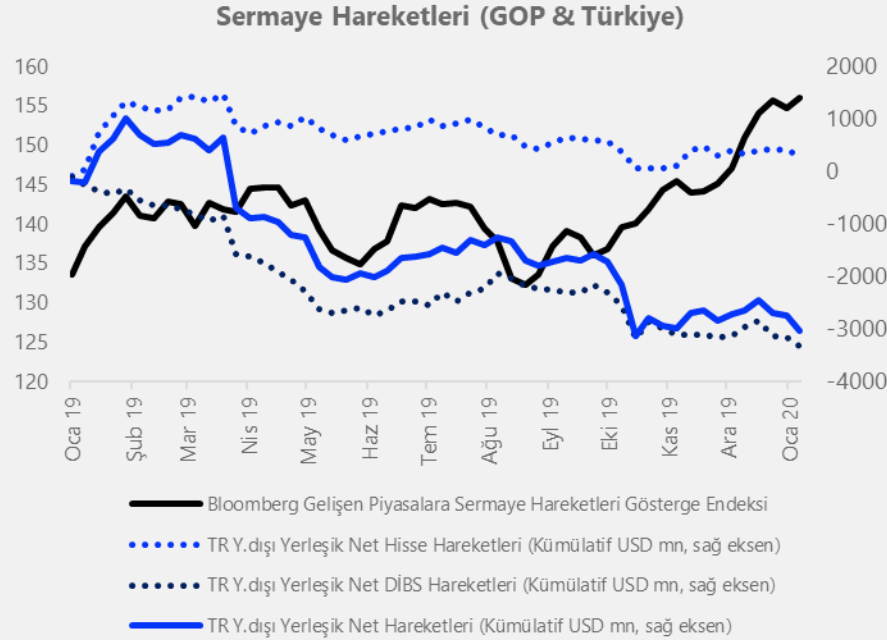
Son durum itibarıyla S&P, Moody's ve Fitch Türkiye'nin yabancı para cinsinden uzun vadeli kredi notunu yatırım yapılabilir not seviyesinin sırasıyla 4, 4 ve 3 kademe altında derecelendirmekte.

Kısa vadede bir not artışı gelme olasılığı çok güçlü görünmese de, **2020 yılı itibarıyla makro dengelerde önemli bir bozulmaya neden olmadan beklenen toparlanmanın gerçekleştiğinin görülmesi, ülke risk priminin gerilemesi, verilerin mali disiplinden taviz verilmeyeceği beklentilerini güçlendirici bir görüntü sunması gibi durumlarda not ve/veya not görünümünde olumlu revizeler gerçekleşmesi sürpriz olmayacaktır.**

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, S&P, Moody's, Fitch

Piyasalara Dair Beklentiler

Sermaye Akışı: Risk İştahı Yüksek Kalmaya Devam Ediyor



2019 yılı boyunca **ABD-Çin arasındaki ticaret görüşmelerinin seyri, küresel ticaret hacmi ve büyümeye yönelik beklentiler** ile **küresel finansal koşullar** sermaye hareketleri üzerinde **belirleyici** olurken, yakın dönemde öne çıkan gelişmelerin (gelişmiş ülke merkez bankalarının genişleyici politika hamleleri ve ABD-Çin arasında sağlanan ara anlaşma) önemli ölçüde **Gelişmekte Olan Piyasalar (GOP) lehine** olduğu söylenebilir. Özellikle **gelişmiş ülke merkez bankalarının faizlerin önemli bir süre daha düşük seviyelerde kalacağı yönünde kurdukları iletişim ve Kasım 2020'deki ABD Başkanlık seçimleri** dikkate alındığında **küresel risk iştahının 2020 yılında da genel olarak yüksek kalması muhtemel** görünmektedir.

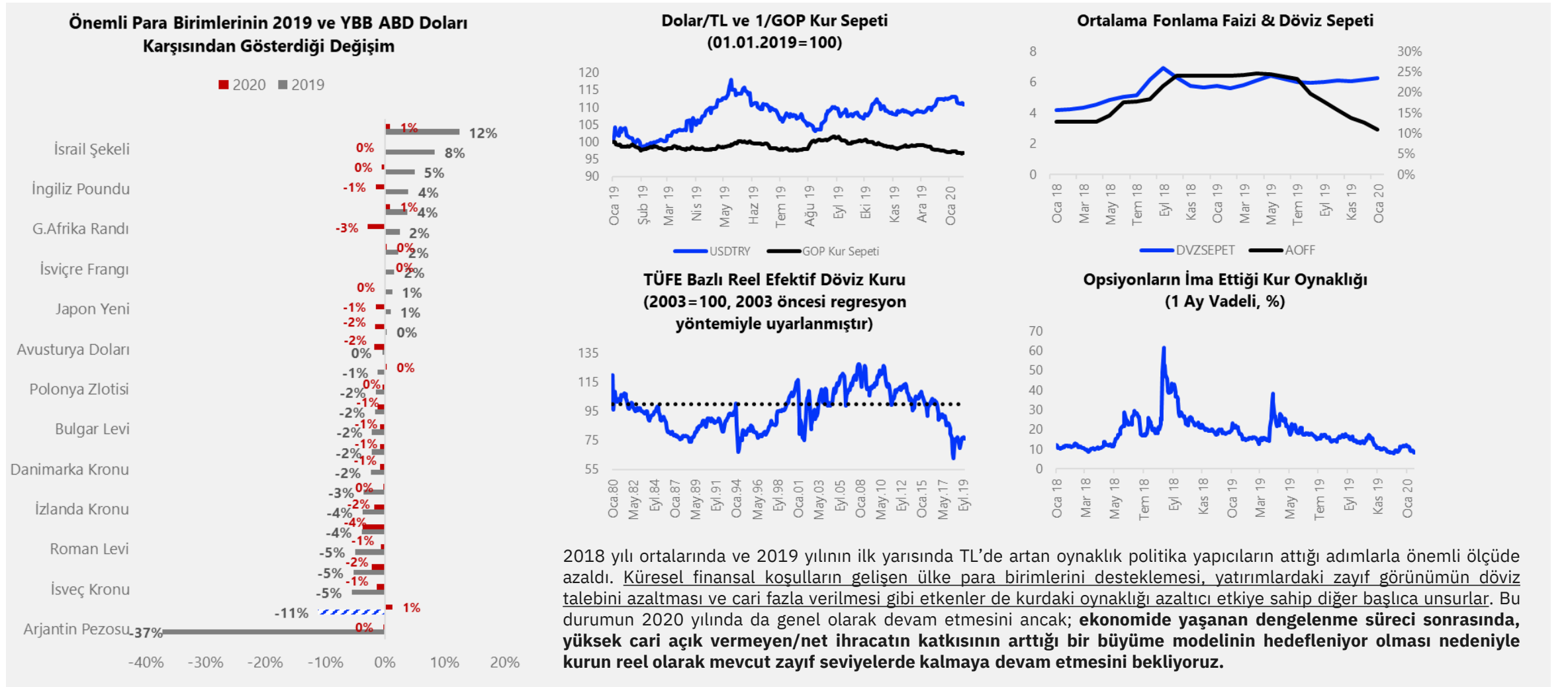
2018 yılında 904 milyon doları hisse senedi, 906 milyon doları tahvil olmak üzere Türkiye'den 1,8 milyar dolar net çıkış yapan **yurtdışı yerleşiklerin; 2019 kadar yılında hisse senedi piyasasında 421 milyon dolar net alıma karşın tahvil piyasasında toplam 3,1 milyar dolar net satışla toplamda 2,7 milyar dolarlık net çıkış yaptığı** görülmekte. Türk Varlıklar her ne kadar 4Ç19 döneminde önemli bir yükseliş kaydetmiş olsa da, emsallerine kıyasla anlamlı bir pozitif ayrışma kaydetmediğinden, uzun süredir devam eden iskontolu görünüm sürmekte. 2020 yılında beklenen toparlanma eğilimi ile ülke risk priminde yakın dönemde gözlenen düşüş eğiliminin devam etmesi 2020 yılında TL varlıklarının mevcut iskontosunun azalmasını beraberinde getirebilir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler



Kur: Küresel finansal koşullar ve ekonomideki toparlanma görece dengeli görünüm sağlamakta



2018 yılı ortalarında ve 2019 yılının ilk yarısında TL’de artan oynaklık politika yapımcıların attığı adımlarla önemli ölçüde azaldı. Küresel finansal koşulların gelişen ülke para birimlerini desteklemesi, yatırımlardaki zayıf görünümün döviz talebini azaltması ve cari fazla verilmesi gibi etkenler de kurdaki oynaklığı azaltıcı etkiye sahip diğer başlıca unsurlar. Bu durumun 2020 yılında da genel olarak devam etmesini ancak; **ekonomide yaşanan dengeleme süreci sonrasında, yüksek cari açık vermeyen/net ihracatın katkısının arttığı bir büyüme modelinin hedefleniyor olması nedeniyle kurun reel olarak mevcut zayıf seviyelerde kalmaya devam etmesini bekliyoruz.**

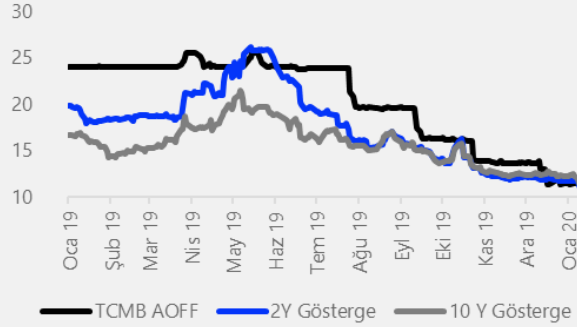
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, Finnet, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler

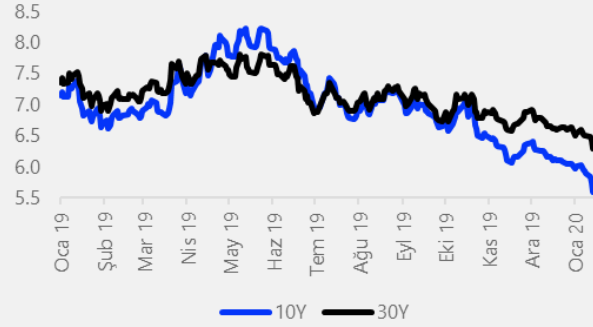


Faiz: Olumlu beklentiler büyük ölçüde fiyatlandı, enflasyon ve risk priminin seyri belirleyici olacak

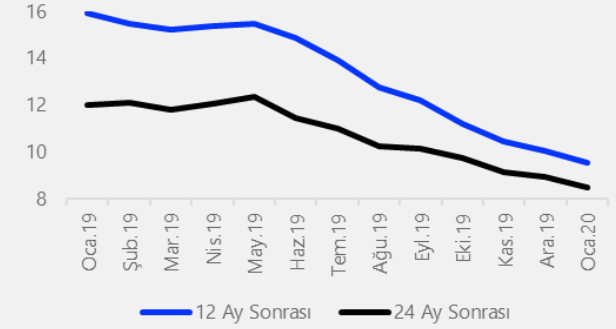
Gösterge Tahvil Faizleri ve TCMB AOFF



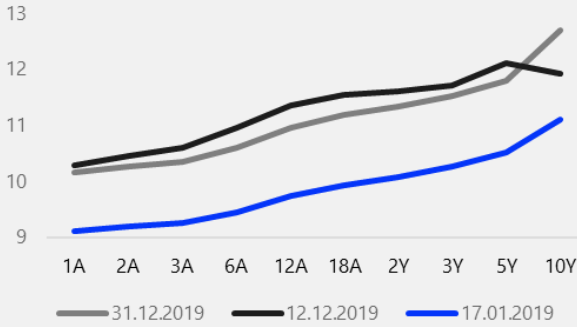
Türkiye Eurobond Faizleri



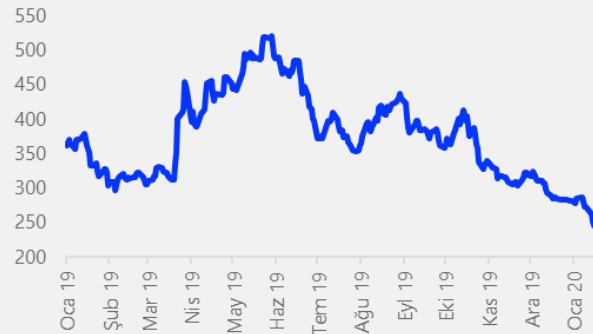
Kısa Vadeli Enflasyon Beklentileri



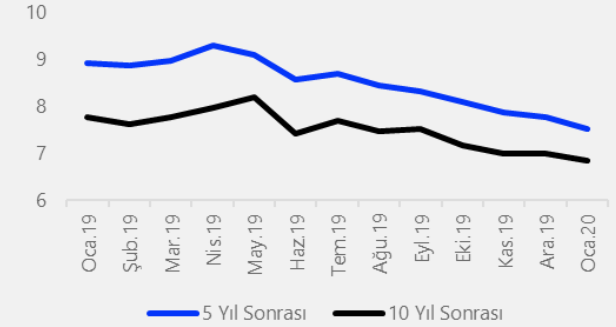
Türkiye Verim Eğrisi



Türkiye 5 Yıllık CDS



Uzun Vadeli Enflasyon Beklentileri



Küresel finansal koşulların destekleyici olmasına ek olarak, enflasyonun ana eğilimi ve beklentilerde gözlenen iyileşme yakın dönemde tahvil faizlerine önemli ölçüde yansdı.

Enflasyonun bir süre düşük çift hanelerde görece yatay seyredecek olması, küresel merkez bankalarının beklenen genişleyici adımlarını büyük ölçüde gerçekleştirmiş olması nedeniyle, özellikle ülke risk primi ve enflasyon beklentilerinde ekstra anlamlı bir iyileşme görülmedikçe, kısa vadede tahvil faizlerinde olası aşağı yönlü hareketlerin sınırlı kalması muhtemel.

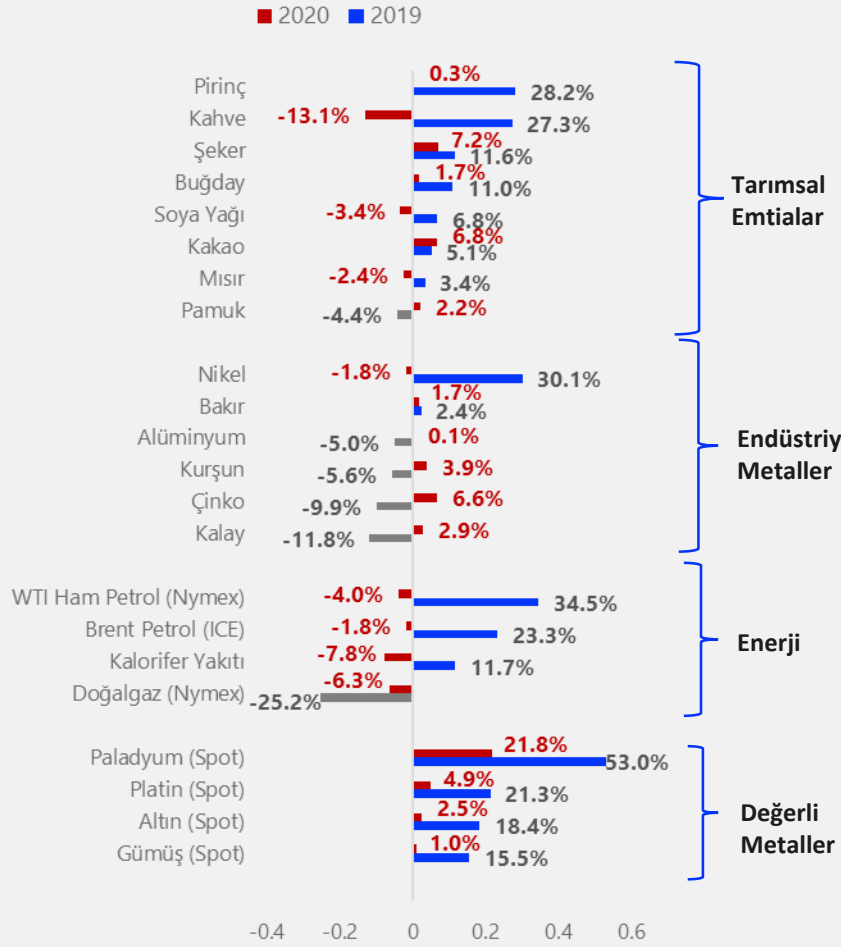
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, Matriks, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler

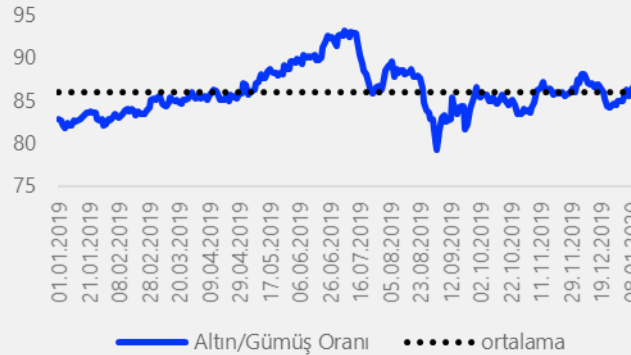
Emtia: Küresel Toparlanma ve Doların Seyri Belirleyici Olacak



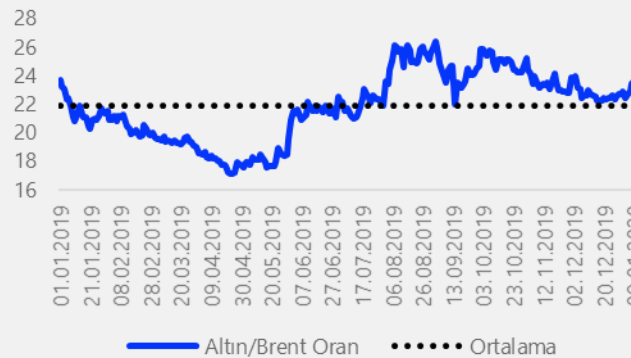
Emtia 2019 ve YBB Getiri



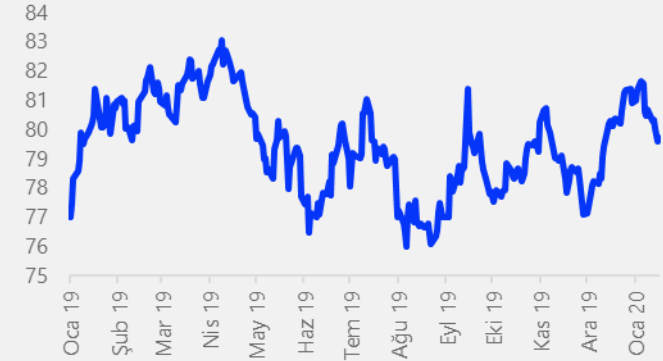
Altın / Gümüş Oranı



Altın / Brent Oranı



Bloomberg Emtia Endeksi

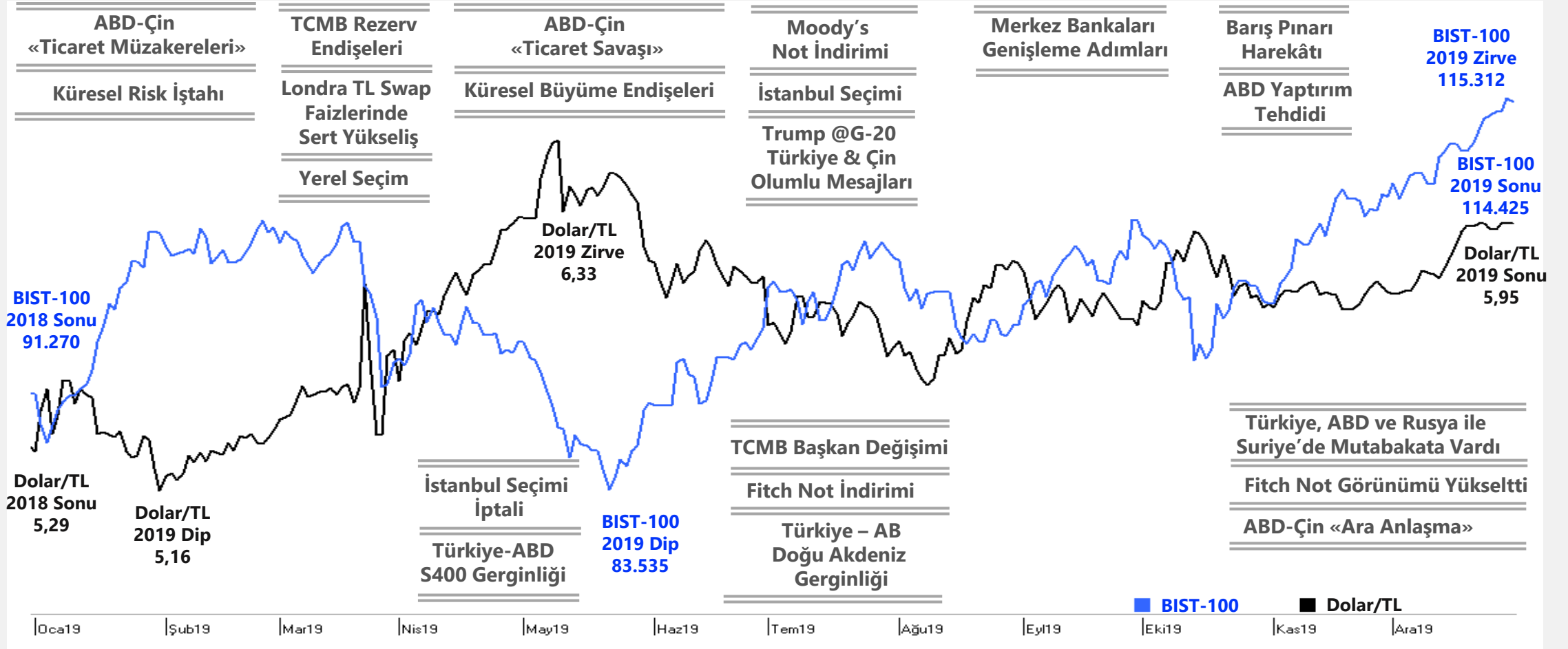


- Küresel büyüme ve ticaretteki yavaşlama endişeleri ile küresel bazda para politikasında genişleyici yönde atılan adımlar 2019 yılında değerli metallerin olumlu ayrışmasını sağladı.
- Küresel talepte önemli bir canlanma ve/veya üretimde ciddi bir kısıtlama görülmedikçe enerji fiyatları zayıf seyretmeye devam edebilir.
- Küresel risk fiyatlamasının ağır basması değerli metallerin; küresel büyümeye yönelik beklentilerin güçlenmesinin ise endüstriyel metallere olumlu yansımaları beklenebilir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Matriks, Investing, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler

Borsa: 2019 yılında BIST'in seyrini etkileyen gelişmeler



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Matriks, Gedik Trader

Piyasalara Dair Beklentiler

Ekonomi ve Piyasa Takvimi: 2020 yılında piyasaların izleyeceği gelişmeler



Dış Dinamikler

(1) ABD Seçimleri

(2) Küresel büyüme - enflasyon görünümü

(3) Küresel ticaret hacmi (ABD-Çin ara anlaşma sonrası süreç)

İç Dinamikler

(1) Dengelenme Sonrası Toparlanmanın Seyri

(2) TCMB Kararları

(3) Dış İlişkilerin Seyri

Fırsatlar

(1) Küresel finansal koşulların 3-6 ay daha risk iştahını destekleyici kalması muhtemel

(2) Türk varlıkların iskontolu fiyatlanmasına neden olan risk unsurlarının bir kısmı azalmakta

(3) Türkiye'ye ilişkin en kötünün geride kaldığı algısının güçlenmesi ve yeniden not artışı beklentilerinin oluşmaya başlaması

Riskler

(1) Küresel merkez bankalarının beklenenden erken sıkılaştırmaya gitmesi

(2) Başta ABD ile olan ilişkiler olmak üzere dış ilişkilerde gerginliğin / jeopolitik risklerin artması

(3) Dengelenme sürecinde elde edilen ekonomik kazanımlara zarar verici şekilde ekonomik büyümeye odaklanılması

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Çeşitli Basın Organları, İlgili Resmi Kaynaklar

| | 15 | | | | | | Jackson Hole | | | 3 | | |
|--|----------------------------------|--------------------------------|---------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|-------------|--------------------------------|---------------------|-------|--------------------------------|--------------------------|--|
| | Ara Anlaşma | | | | | | | | | ABD Seçim | | |
| | 21-24 Davos WORLD ECONOMIC FORUM | 12 MSCI Endeks Değişiklik MSCI | | | 5 | | 12 MSCI Endeks Değişiklik MSCI | | | 9 3Ç20 Bilanço Son Tarih | | |
| | 31 | 17 4Ç19 Kurumlar Vergisi Son | 5 - 6 | 13 - 19 IMF - DB Bahar Toplantısı | 11 1Ç20 Bilanço Son Tarih | 9 - 10 | 19 2Ç20 Bilanço Son Tarih | 22 BM Genel Konseyi | | 10 MSCI Endeks Değişiklik MSCI | | |
| | 31 | 21 | 10 4Ç19 Bilanço Son Tarih | 15 G. Kore Seçim | 12 MSCI Endeks Değişiklik MSCI | 10 - 12 G-7 | 24 | 2021 - 2023 OVP | | 21 - 22 G-20 | 4 | |
| | Ocak | Şubat | Mart | Nisan | Mayıs | Haziran | Temmuz | Ağustos | Eylül | Ekim | Kasım | Aralık |
| | 16 | 19 | 12 | 22 | 7 | 4 | 15 | 6 | 10 | 22 | 5 | 10 |
| | 21 | | 18 | 28 | 21 | 10 | 16 | 20 | 16 | 29 | 5 | 16 |
| | 23 | | 19 | 29 | | 16 | 23 | | 17 | 29 | 19 | 17 |
| | 29 | | 19 | 30 | | 18 | 29 | | 17 | | | 18 |
| | 30 | | 26 | | | 25 | | | 24 | | | 24 |
| | 30 | | | 30 | 29 | | 29 | | | 28 | 27 | 2021 Yılı Para ve Kur Politikası Metni |
| | Enflasyon Raporu 1/4 | | | Enflasyon Raporu 2/4 | Finansal İstikrar Raporu | | Enflasyon Raporu 3/4 | | | Enflasyon Raporu 4/4 | Finansal İstikrar Raporu | |

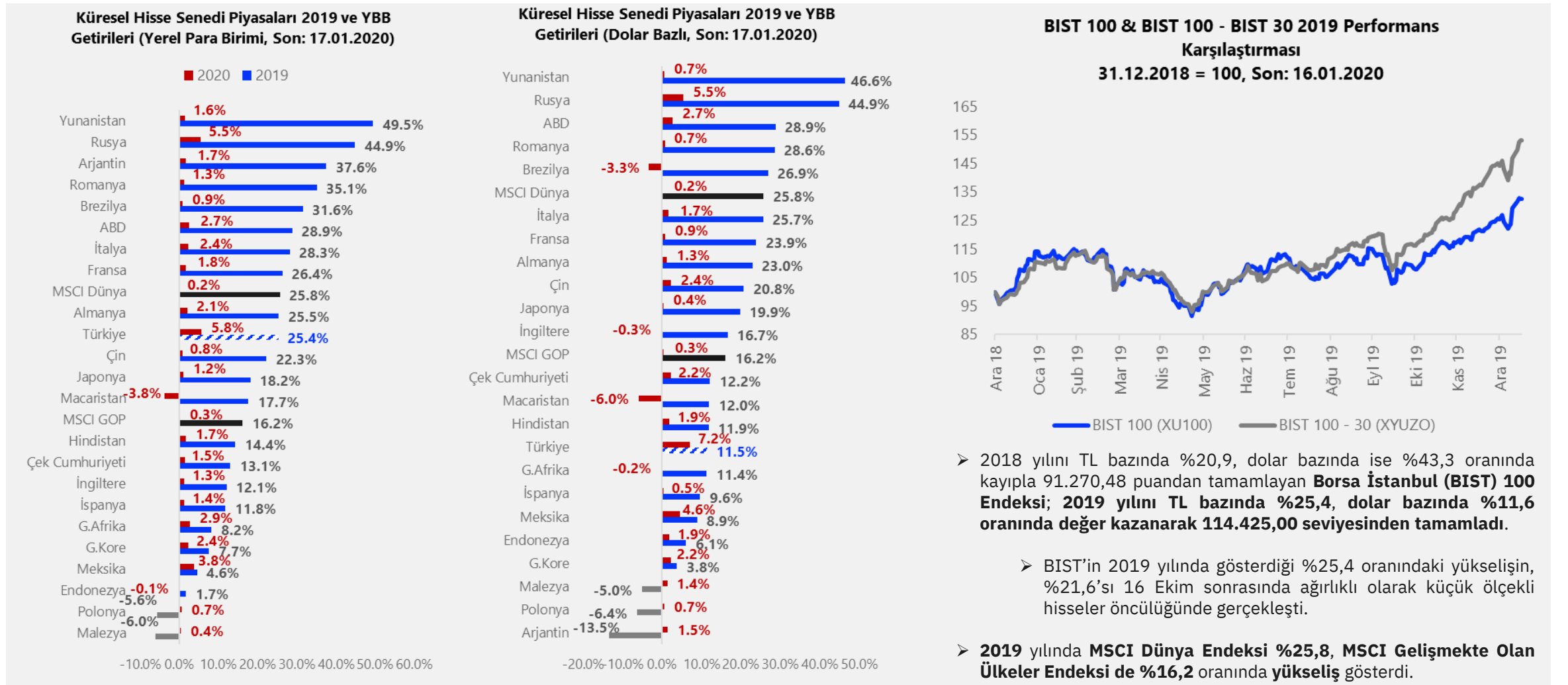
Para Politikası Toplantıları



Piyasalara Dair Beklentiler



Borsa: BIST, 4Ç19'daki yükselişe karşın, TL ve dolar bazlı getiride pozitif ayrışmadı

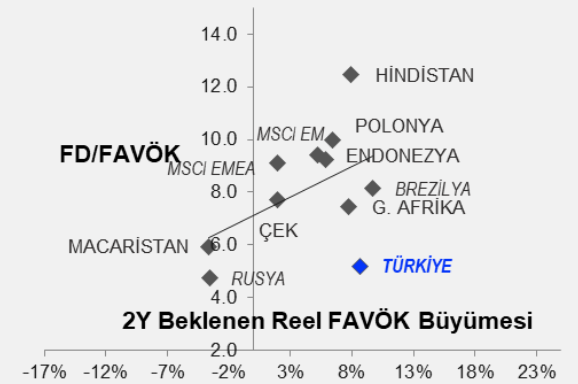
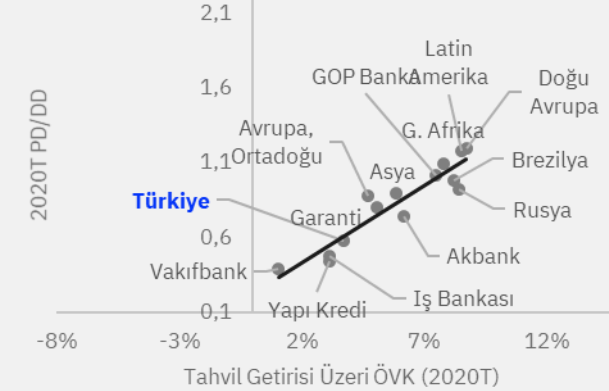
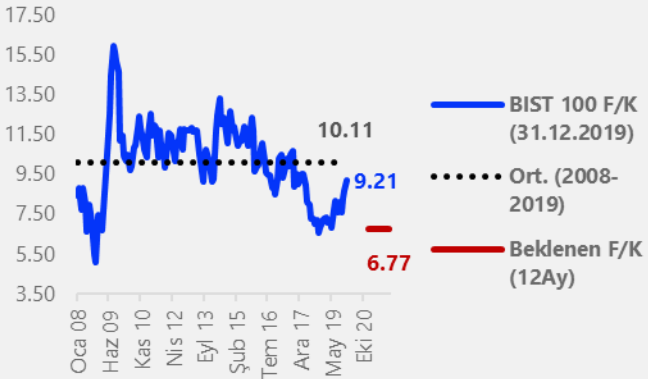
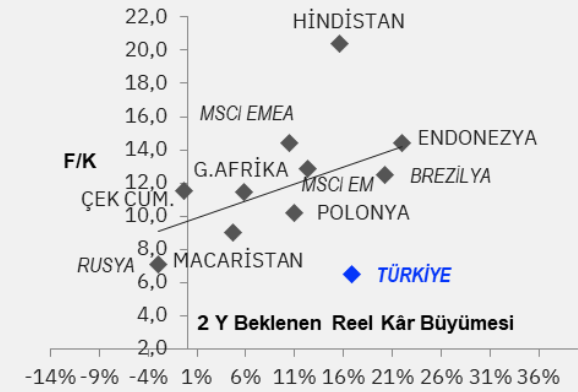
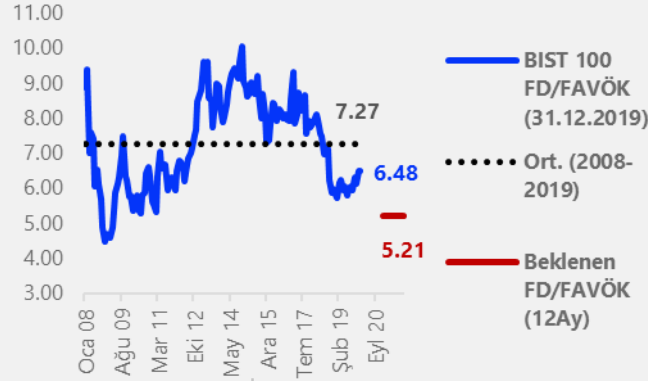
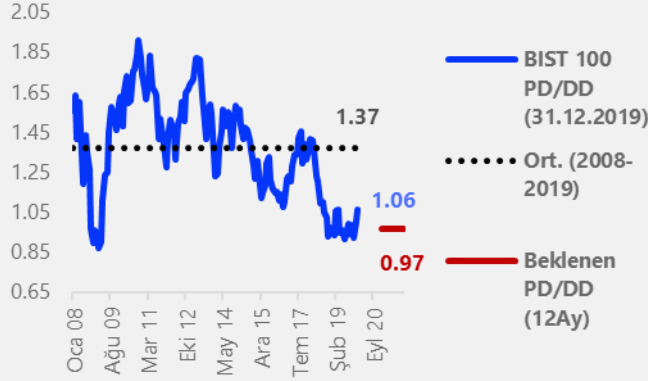


Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Finnet, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler



Borsa: 2020 için ilk hedef değer olan 125,000 seviyesini 140,000'e yükseltiyoruz



- **FD/FAVÖK oranları ile karşılaştırıldığında BIST 100 endeksi GOÜ içerisinde, özellikle kar büyüme tahminleri de ele alındığında, en iskontolu ve en fazla büyüme beklentisi olan borsalardan biri olarak dikkat çekmekte.** Güncel fiyatlar ile iskonto %38 seviyesinde olup, geçmiş ortalamaların %18 altında işlem görmekte.
 - F/K rasyosuna baktığımızda BIST'in yine en ucuz borsalar arasında yer aldığını görmekteyiz. Bankacılık sektöründeki rölâtif iskonto oranı sanayi şirketleri ile karşılaştırıldığında daha az olmakla birlikte, Akbank iskontosu ve iş modeli ile birlikte en cazip banka konumunda gözükmemekte.
- **Önceki bölümlerde de bahsettiğimiz gibi, toparlanma ivmesine girmiş ekonomi ile birlikte, jeopolitik risklerin normalleşeceğini varsayarak BIST'in GOÜ ile olan iskonto makasının kısmen kapanma ihtimalini yüksek görmekteyiz.**

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

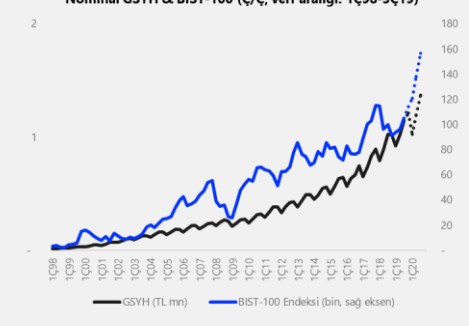
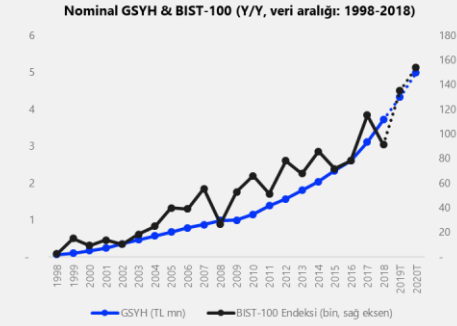
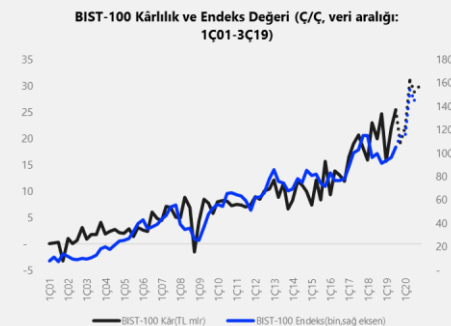
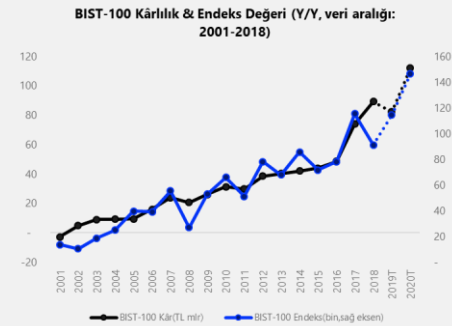
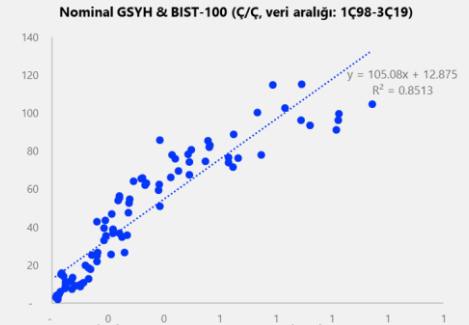
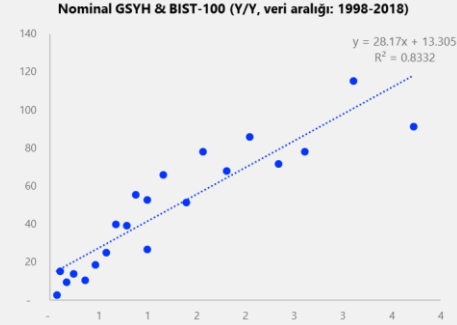
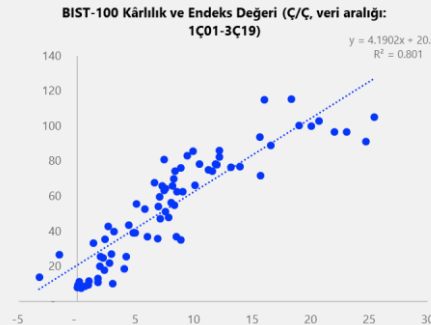
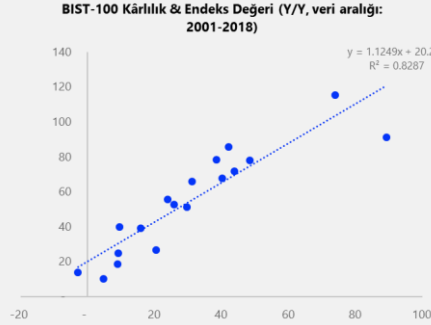
Piyasalara Dair Beklentiler



Borsa: Endeks Seviyesi Tahminine Yönelik İstatistiksel Çalışma

Ekonomi ve finansal piyasaların doğası gereği **ekonomik büyüme, borsa performansı ve şirket kârlılıkları arasında güçlü bir ilişki** bulunmaktadır. Endeks ve hisse fiyatlarını etkileyen çok sayıda etken olması nedeniyle bu göstergeler her ne kadar kendi başlarına yeterli değişkenler olmasa da bir referans niteliği taşıdığından görülebilecek olası endeks seviyelerine dair bir fikir verme anlamında faydalı olacaktır. Tarihsel olarak **BIST-100'de işlem gören şirketlerin ilgili dönemlerdeki net kârı ile BIST-100 endeks seviyesi ve nominal Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) ile BIST-100 endeks seviyesi** arasındaki ilişki aşağıdaki grafiklerde gösterilmiştir (yıl ve çeyrek bazında periyotlarda).

Bu ilişki ile 2019 ve 2020 yıllarına dair ekonomik büyüme ve net kârlara yönelik konsensüs ile kendi tahminlerimizi baz alarak basit ekonometrik modeller üzerinden tarihsel ortalama ve korelasyonlar üzerinden yaptığımız hesaplamalar **2020 yılı için 146 bin – 154 bin (ortalama 150 bin) endeks seviyelerini işaret etmekte. 4Ç19 Strateji Raporunda yaptığımız hesaplamalar 2019 yılı için 110 bin – 135 bin (ortalama 122 bin) endeks seviyesini işaret etmekteydi.** BIST-100 endeksi 114.425 seviyesinden tamamlarken, yıl içinde en yüksek 115.312 seviyesini test etti. 2019 yılı için gözlenen tahmin/gerçekleşme performansını göz önünde bulundurmakla birlikte bir miktar daha muhafazakar kalabilmek adına; 4Ç19 Strateji Raporumuzda 125 bin olarak belirlediğimiz 2020 yılı endeks tahminimizi 140 bine revize ediyoruz.



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TÜİK, Bloomberg, Finnet

Model Portföy

Güncelleme ve değişiklikler



| Model Portföy | BIST-100 Ağırlık (%) | Piyasa Değeri (USDm) | Ort. Günlük Hacim 3A (USDm) | Potansiyel Getiri (%) |
|-------------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------------|-----------------------|
| Akbank | 8.51 | 7,902.5 | 40.8 | 29.2% |
| Aygaz | 0.35 | 723.8 | 0.9 | 17.7% |
| Garanti | 8.83 | 8,770.9 | 64.2 | 11.7% |
| Migros | 0.58 | 823.6 | 8.8 | 18.7% |
| Mavi | 0.74 | 520.2 | 1.8 | 29.8% |
| Ford Otosan | 1.68 | 2,458.8 | 4.4 | 26.1% |
| T. Telekom | 1.29 | 4,745.2 | 23.1 | 14.4% |
| Yapi Kredi | 1.51 | 4,298.2 | 18.0 | 30.8% |
| Portföy BIST-100 | | | | |
| Banka Ağırlığı (%) | 30.0% | 25.7% | | |
| Performans | Model Portföy | BIST-100 Röl. (%) | | |
| 17 Aralık 2019 - Bugün | 13.5% | 2.9% | | |
| 28 Mayıs 2019 - Bugün | 63.0% | 15.4% | | |

* Portföy başlangıcı. Kaynak: Gedik Yatırım, Finnet
Bugün: 20 Ocak 2020 Ağırlıklı Ortalama Fiyat

- **Ekonomik toparlanma beklentilerimize paralel olarak, model portföyümüzün betasını yüksek tutmaya devam ediyoruz.**
- 4. çeyrekte yayınladığımız strateji raporumuzda bu sene içerisinde bankaların operasyonel performansının oldukça zor geçen 2019'dan daha iyi olacağı beklentisiyle model portföyümüze Garanti Bankasını eklemiş, ve banka ağırlığını arttırmıştık.
- 7 ve 8 Ocakta sırasıyla Akbank, Garanti Bankası, ve İş Bankası'nın yıllık beklentilerini paylaştığı toplantılarda, banka yönetimlerinin 2020 yılının, geçen seneye oranla daha sağlıklı bir yönde gelişeceği beklentileri, yılbaşından 20 Ocak tarihine kadar, banka endeksinin %12,3 ve BIST-100 endeksinin %7,1 oranlarında yükseliş performansı göstermesine katkı sağladı.
- Öte yandan, model portföyümüze 28 Mayıs 2019 tarihinde eklediğimiz ve %28 rölatif (%81 nominal) getiri sağlayan Tofaş'ı, Ford-Otosan ile değiştiriyoruz. Bu değişik ile otomotiv sektöründeki ağırlığımızı koruyarak, daha yüksek potansiyel taşıdığını düşündüğümüz bir hissese yer veriyoruz.
- Güçlü performansa rağmen, kısa/orta vadede, bankacılık sektörüne yönelik olumlu görüşümüzü koruyoruz. Model portföyümüzdeki bankacılık hisselerinin ağırlıklı ortalama getiri potansiyelleri %24 seviyesindedir.
- Öte yandan değerlemelerimizde, oldukça temkinli bir varsayım durumundaki %15'lik risksiz faiz oranımızı da %13.5'a indiriyoruz.
 - Söz konusu değişiklikten sonra model portföyümüzdeki şirketler için hedef fiyat değişiklikleri şu şekilde gerçekleşmiştir: Akbank – Eski: 9.4TL, Yeni: 11.5TL, Aygaz – Eski: 15.30TL, Yeni: 16.60TL , Garanti Bankası – Eski: 11.40 TL, Yeni: 13.71TL, Migros – Eski: 28.2TL, Yeni: 31.8TL, Mavi - Eski: 69.7TL, Yeni: 78.6 TL, Ford Otosan– Eski 85TL, Yeni: 96.5 TL, T.Telekom – Eski: 7TL, Yeni: 9.15TL, Yapı ve Kredi Bankası – Eski: 3.42TL, Yeni: 3.93TL olarak güncellenmiştir.
- Diğer şirketlerin eski ve yeni hedef fiyatları karşılaştırmalı olarak 24. Sayfada mevcuttur.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Finnet, Bloomberg

Model Portföy

BIST-100'e göre performans



| | Ekleme Fiyatı | Ekleme Tarihi | Son Kapanış | Getiri | Ağırlıklı Getiri | Rölatif Getiri | Hedef Fiyat | Yükselme Potansiyeli | Piyasa Değeri (USDm) | 3A OGH | FD/FAVÖK 2020T* | FK 2020T |
|---------------------------------------|---------------|---------------|-------------|--------|------------------|----------------|-------------|----------------------|----------------------|--------|-----------------|----------|
| Akbank | 5.78 | 28/05/2019 | 8.90 | 53.9% | 5.0% | 8.9% | 11.50 | 29.2% | 7,838.0 | 40.3 | 0.76 | 5.8 |
| Aygaz | 11.06 | 07/11/2019 | 14.10 | 27.5% | 2.1% | 7.7% | 16.60 | 17.7% | 718.7 | 0.8 | 3.00 | 8.0 |
| Garanti | 9.69 | 07/11/2019 | 12.28 | 26.7% | 2.1% | 7.0% | 13.71 | 11.7% | 8,702.1 | 63.8 | 0.82 | 5.6 |
| Migros | 11.90 | 28/05/2019 | 26.80 | 125.2% | 12.3% | 59.4% | 31.80 | 18.7% | 804.9 | 8.8 | 4.8 | 25.1 |
| Mavi | 49.68 | 17/12/2019 | 60.56 | 21.9% | 2.2% | 10.4% | 78.60 | 29.8% | 1,464.6 | 1.8 | 5.78 | 16.8 |
| Ford Otosan | 52.28 | 22/01/2020 | 76.52 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 96.50 | 26.1% | 2,433.1 | 4.4 | 8.1 | 12.1 |
| T. Telekom | 4.26 | 28/05/2019 | 8.00 | 87.6% | 8.6% | 32.7% | 9.15 | 14.4% | 4,676.2 | 22.9 | 3.6 | 8.6 |
| Yapi Kredi | 1.92 | 28/05/2019 | 3.01 | 56.7% | 5.8% | 10.9% | 3.93 | 30.8% | 4,339.6 | 18.2 | 0.46 | 4.2 |
| Performans | | | | | | | | | | | | |
| Son revizyon sonrası (17 Aralık 2019) | | | | | | 13.5% | 2.9% | | | | | |
| Başlangıçtan beri (28 Mayıs 2019) | | | | | | 63.0% | 15.4% | | | | | |

Son Kapanış: 20 Ocak 2020 Ağırlıklı Ortalama Fiyat
OGH: Ortalama Günlük Hacim

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Finnet, Bloomberg

Hisse Fiyatları

Güncelleme ve Değişiklikler



➤ Hisse Senetleri Hedef Fiyat ve Tavsiye Güncellemeleri:

➤ **Risksiz getiri oranımızdaki değişiklik ortalama banka hisselerinde %20.5, sanayi şirketlerinde ise %16'lık bir hedef fiyat artışı ile sonuçlanmıştır.** Yeni hedef fiyatlarımız ile bankacılık sektörü hisselerimizde ortalama %18, sanayi hisselerinde %23, takibimizdeki tüm hisselerimizin ağırlıklı ortalamalarında ise %21.5'lik yükselme potansiyeli öngörmekteyiz.

➤ **Tofaş için hedef fiyatımızı 29 TL'den 31.75 TL'ye yükseltirken, tavsiyemizi «Al»dan «Tut»a çekiyoruz.** Hisse «Al» tavsiyesi ile yayınladığımız 13 Şubat 2019 tarihli raporumuzdan bu yana nominal olarak %70, BIST-100'e göre de %41 rölatif getiri sağlamıştır. 2019 yılında, Tofaş, zorlu ekonomik şartlara rağmen uygun fiyat/performansa sahip ürünleri sayesinde pazar payını 470 baz puan arttırarak %16.4'e yükseltmiştir. 2020 yılında sektördeki %15 büyüme beklentimize karşın (2019: %23 daralma), şirketin mevcut yüksek pazar payını koruyabilmesi önemli çaba gerektirebilecektir.

➤ **Petkim için hedef fiyatımızı risksiz getiri oranımızdaki gerilemenin etkisi ile 4.77 TL'den 4.81 TL'ye yükseltirken, global petrokimya sektöründe yeni gelen kapasitelerin 2020 yılının ilk yarısında marjları baskı altında tutacağı beklentisi ile tavsiyemizi «Al»dan «Tut»a çekiyoruz.** Yılın son çeyreğinde görülen son derece olumsuz seviyelere göre hafif toparlanma olsa da, nafta-etilen marjlarının düşük sayılabilecek 300 dolar seviyelerinde kalması şirketin kârlılığında olumsuz yansıyacaktır.

➤ **Zorlu Enerji için hedef fiyatımızı 1.53 TL'den 1.76 TL'ye yükseltirken, sadece %5.5 potansiyel taşıması nedeniyle, tavsiyemizi «Al»dan «Tut»a çekiyoruz.** Son üç ayda endeksin %16 üzerinde getirisi bulunan Zorlu Enerji için potansiyel iştirak satışlarının kısmen fiyatlara girmiş olduğunu düşünüyoruz.

➤ **Otokar için hedef fiyatımızı 137 TL'den 174 TL'ye yükseltirken, tavsiyemizi «Al»dan «Tut»a çekiyoruz.** Tavsiye değişikliğinin ana nedeni olarak hisselerin son 1 sene içerisinde %68'lik bir yükselişle (BIST-100'ün de %36 üzerinde getiri), hâlihazırda %4.8 ile son derece potansiyel kalmasıdır. Hisse 2020 tahminlerimize göre 8.9 FD/FAVÖK çarpanında işlem görmektedir.

| Hisse | Hisse Fiyatı | Hedef Fiyat | | Potansiyel Getiri | Öneri | |
|-------------------|--------------|-------------|--------|-------------------|-------|------|
| | | Eski | Yeni | | Eski | Yeni |
| Bankalar | | | | | | |
| Akbank | 8.90 | 9.40 | 11.50 | 29.2% | Al | Al |
| Garanti | 12.28 | 11.4 | 13.71 | 11.7% | Al | Al |
| Halk Bankası | 6.87 | G.G* | G.G* | G.G* | Ö.Y. | Ö.Y. |
| İş Bankası | 7.19 | 6.78 | 7.93 | 10.4% | Tut | Tut |
| Vakıfbank | 6.67 | 5.37 | 7.28 | 9.1% | Tut | Tut |
| Yapı Kredi | 3.01 | 3.42 | 3.93 | 30.8% | Al | Al |
| Sanayi | | | | | | |
| Aksa | 13.95 | 11.90 | 15.51 | 11.2% | Al | Al |
| Akis GYO | 4.12 | 3.36 | G.G* | G.G* | Al | G.G* |
| Aygaz | 14.10 | 15.30 | 16.60 | 17.7% | Al | Al |
| BİM | 49.58 | 48.50 | 53.40 | 7.7% | Tut | Tut |
| Enka İnşaat | 6.59 | 6.55 | 7.72 | 17.2% | Al | Al |
| Ford Otosan | 76.52 | 85.00 | 96.50 | 26.1% | Al | Al |
| İndeks Bilgisayar | 12.22 | 10.40 | 13.70 | 12.1% | Al | Al |
| Mavi | 60.56 | 69.80 | 78.60 | 29.8% | Al | Al |
| Migros | 26.80 | 28.20 | 31.80 | 18.7% | Al | Al |
| Otokar | 166.10 | 137.00 | 174.00 | 4.8% | Al | Tut |
| Petkim | 4.07 | 4.77 | 4.81 | 18.2% | Al | Tut |
| Sabancı H. | 10.46 | 11.00 | 15.38 | 47.0% | Al | Al |
| Tekfen | 20.07 | 34.25 | 25.62 | 27.7% | Al | Al |
| Tofaş | 29.25 | 29.00 | 31.75 | 8.6% | Al | Tut |
| T. Telekom | 8.00 | 7.00 | 9.15 | 14.4% | Al | Al |
| Turkcell | 14.48 | 17.35 | 18.90 | 30.5% | Al | Al |
| Tüpraş | 121.83 | 166.00 | 164.30 | 34.9% | Tut | Tut |
| Zorlu E. | 1.67 | 1.53 | 1.76 | 5.5% | Al | Tut |

G.G*: Gözden Geçiriliyor

Hisse Fiyatı: 20 Ocak 2020 Ağırlıklı Ortalama Fiyat

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Finnet, Bloomberg

Ana Tahminler

Makroekonomik Veriler



| Temel Makroekonomik Verilere İlişkin Tahminler | 2018 | 2019 | 2019 (*) | 2019 (**) | 2019 (***) | 2020 (**) | 2020 (***) |
|---|-------|--------|----------|-----------|------------|-----------|------------|
| Ekonomik Büyüme | | | | | | | |
| GSYH (cari, milyar TL) | 3.724 | - | 4.527 | 4.320 | 4.319 | 4.990 | 4.992 |
| GSYH (cari, milyar dolar) | 789 | - | 805 | 761 | 762 | 806 | 810 |
| GSYH (zincirlenmiş hacim, yıllık yüzde değişim) | 2.8 | - | 1.6 | 0.7 | 0.6 | 4.5 | 4.5 |
| Kişi Başına GSYH (bin dolar) | 9.693 | - | 9.800 | 9.217 | 9.229 | 9.641 | 9.684 |
| Enflasyon | | | | | | | |
| Yılsonu TÜFE (yıllık yüzde) | 20.3 | 11.8 | 16.6 | 12.3 | - | 9.6 | 9.6 |
| Ortalama TÜFE (yıllık, yüzde) | 16.3 | 15.2 | 19.2 | 15.3 | - | 11.0 | 10.7 |
| Ödemeler Dengesi | | | | | | | |
| Cari Denge (yılsonu, milyar dolar) | -27.0 | - | -20.0 | 1.0 | 0.4 | -15.0 | -14.5 |
| Cari Denge/GSYH (yılsonu, yüzde) | -3.4 | - | -2.5 | 0.1 | 0.1 | -1.9 | -1.8 |
| Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi | | | | | | | |
| Bütçe Dengesi (yılsonu, milyar TL) | -72.6 | -123.7 | -99.6 | -125.3 | - | -144.7 | -144.7 |
| Bütçe Dengesi/GSYH (yılsonu, yüzde) | -1.9 | - | -2.2 | -2.9 | -2.9 | -2.9 | -2.9 |
| İstihdam | | | | | | | |
| İşsizlik Oranı (yıllık ortalama, yüzde) | 11.0 | - | 12.6 | 13.9 | 13.7 | 12.9 | 11.7 |

*2019 Yılı Strateji Raporu

** 4Ç19 Strateji Raporu

*** 2020 Yılı Strateji Raporu

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, TÜİK, HMB, Bloomberg

Ana Tahminler

Piyasalar



| Piyasalara Yönelik Tahminler | 2018 | 2019 | 2019 (*) | 2019 (**) | 2019 (***) | 2020 (**) | 2020 (***) |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------|------------------|-------------------|
| BİST-100 | | | | | | | |
| Düşük - Yüksek | 84,655 - 121,532 | 83,535 - 115,312 | 80,000 - 120,000 | 83,535 - 110,000 | - | 90,000 - 135,000 | 100,000 - 150,000 |
| Kapanış | 91.270 | 114.425 | 115.000 | 105.000 | - | 125.000 | 140.000 |
| Dolar/TL | | | | | | | |
| Düşük - Yüksek | 3,72 - 7,22 | 5,16 - 6,34 | 4,90 - 6,20 | 5,16 - 6,34 | - | 5,55 - 6,50 | 5,55 - 6,50 |
| Ortalama | 4.82 | 5.67 | 5.62 | 5.68 | - | 6.19 | 6.16 |
| Kapanış | 5.29 | 5.95 | 5.98 | 5.95 | - | 6.42 | 6.39 |
| 2 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi | | | | | | | |
| Düşük - Yüksek | 12,9 - 28,2 | 11,7 - 26,2 | 17,3 - 22,8 | 13,1 - 26,2 | - | 8,5 - 15,5 | 8,5 - 13,9 |
| Kapanış | 19.7 | 11.8 | 17.5 | 13.4 | - | 10.6 | 10.3 |
| 10 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi | | | | | | | |
| Düşük - Yüksek | 11,6 - 22,7 | 12,2 - 21,5 | 14,8 - 18,8 | 13,2 - 21,5 | - | 9,0 - 16,0 | 9,0 - 14,0 |
| Kapanış | 16.5 | 12.2 | 15.3 | 14.3 | - | 11.6 | 11.2 |
| TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi | | | | | | | |
| Düşük - Yüksek | 12,8 - 24,1 | 11,3 - 25,5 | 19,5 - 24,0 | 13,9 - 25,5 | - | 10,5 - 14,0 | 9,0 - 13,5 |
| Ortalama | 17.7 | 20.6 | 22.8 | 20.7 | - | 12.7 | 10.6 |
| Kapanış | 24.1 | 11.4 | 19.5 | 14.0 | - | 11.5 | 10.0 |
| Brent | | | | | | | |
| Ortalama | 72 | 64 | 70 | 64 | - | 60 | 62 |

*2019 Yılı Strateji Raporu

** 4Ç19 Strateji Raporu

*** 2020 Yılı Strateji Raporu

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, Matriks, Finnet, Bloomberg

| | | | |
|---------------------|------------------|---|--|
| Ali Kerim Akkoyunlu | Direktör | Banka, Sigorta, Diğer Finansallar | aakkoyunlu@gedik.com |
| Hasan Şener | Müdür | Holdingle, Petrol Ürünleri, Enerji (Elektrik), Taahhüt, Demir-Çelik & Maden, Telekomünikasyon | hasan.sener@gedik.com |
| Dr. Emre Akyol, CFA | Müdür | Otomotiv ve Yan Sanayii, Dayanıklı Tüketim, Havacılık, Cam, Çimento, GYO | emre.akyol@gedik.com |
| Erol Gürcan | Ekonomist | Makroekonomi, Strateji | egurcan@gedik.com |
| Ceren Çapcı | Uzman | Yurtiçi Koordinasyon | ceren.capci@gedik.com |
| Laden Bulut | Uzman Yardımcısı | Kimyevi Maddeler, Bilişim, Sağlık | laden.bulut@gedik.com |
| Yağmur Merve Tüzün | Uzman Yardımcısı | Perakende, Savunma Sanayii, Gıda & İçecek, Giyim, Mobilya | yagmur.tuzun@gedik.com |

Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Gedik Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Gedik Yatırım sorumlu değildir.

Bizi Takip Edin



[/gedikyatirim](https://www.facebook.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.instagram.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.linkedin.com/company/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.youtube.com/channel/UC...)



[/gedikyatirim](https://twitter.com/gedikyatirim)



www.gedikyatirim.com.tr